

LEZIONE 1

I SOGGETTI

Def di mercato e di mercato finanziario

Il mercato è il luogo di incontro della domanda e dell'offerta

Il mercato finanziario è il luogo d'incontro della domanda e dell'offerta di un bene particolare: il denaro. Il denaro è però anche l'unità di misura utilizzata per dare un valore alle merci oggetto di scambio sugli altri mercati; è pertanto necessario capire bene cosa sia l'oggetto del mercato finanziario.

Oggetto di scambio sul mercato finanziario è il denaro che però assume delle forme diversificate, in quanto **viene incorporato in contratti o rapporti giuridici** che hanno determinate caratteristiche (es. azioni, obbligazioni). Un altro fattore **rilevante oltre il denaro è il fattore tempo; il mercato finanziario è il luogo in cui avviene lo spostamento di denaro in funzione del fattore tempo.** (es contratto mutuo → spostamento denaro da mutuante e mutuuario e a sua volta remunerato da altro denaro come corrispettivo il cui elemento fondamentale è il fattore tempo; il mutuuario si impegna a restituire la stessa quantità di denaro ad un certo tempo, pagando ulteriori somme rappresentate da interessi).

Connesso al fattore tempo vi è anche il fattore rischio. A questi due elementi possono essere ricondotti tutti i prodotti bancari e finanziari (obbligazioni, partecipazioni azionarie...).

Nel mercato finanziario, pertanto, si incontra la domanda e l'offerta dei prodotti finanziari in senso lato (comprensivi dei prodotti bancari).

Il mercato finanziario può essere rappresentato da un lato da **soggetti in surplus finanziario** (tipicamente le famiglie) e dall'altro **lato da soggetti in deficit finanziario** (tipicamente imprese e pubblica amministrazione). Vi saranno quindi flussi di denaro dalla classe di soggetti in surplus a quelli in deficit.

In mezzo a questa rappresentazione vi **sono degli intermediari; questo perché ci sono dei costi di transazione nel trasferimento delle risorse dai soggetti in surplus a quelli in deficit** (es. necessità della ricerca della controparte), nella redazione di un rapporto contrattuale, ecc...

Anche sul piano economico è facile comprendere come il passaggio dai soggetti in surplus a quelli in deficit non sia così semplice; la domanda di denaro è fortemente differenziata sotto il profilo quantitativo, temporale e delle modalità.

L'incrocio della domanda e dell'offerta può avvenire secondo due modelli:

- Modello dell'intermediazione bancaria
- Modello di accesso diretto al mercato dei capitali

Nel modello dell'intermediazione bancaria **il risparmiatore cede il denaro alla banca**, la quale remunera il **risparmiatore con degli interessi** (estremamente modesti oggi). Le banche raccolgono risparmio presso il pubblico per svolgere l'attività tipica di erogazione del credito. Viene **definito un risparmio inconsapevole**, in quanto il risparmiatore non sa neanche dove i suoi risparmi finiscano essendoci la garanzia dall'intermediario.

La banca oltre alla trasformazione dei rischi (quello che è un rischio elevato dell'impresa viene trasformato in un rischio azzerato, che è quello che corre il risparmiatore) svolge un altro ruolo fondamentale di

trasformazione delle scadenze legato alla specificità di domanda di credito delle imprese. Di fronte di un deposito a vista la banca negozia con l'impresa il contratto con cui presterà il denaro.

Tale attività bancaria è parecchio costosa. Per il risparmiatore è un'attività poco remunerativa, per l'impresa invece è costosa: la banca lucra sul differenziale di interessi tra la remunerazione del risparmio oggetto di raccolta e quello percepito di fronte al credito concesso alle imprese.

L'altro modello **riguarda l'accesso diretto al mercato dei capitale senza la presenza di intermediazione.**

L'impresa in tal caso effettua una sollecitazione d'acquisto alle famiglie e ai soggetti in surplus emettendo prodotti finanziari (es. azioni, obbligazioni...). Il mercato primario è dove l'impresa vende ai risparmiatori, il mercato secondario è dove avviene la negoziazione tra risparmiatori di strumenti già emessi.

Differenze sostanziali tra i due modelli:

- **Nel primo modello vi è una trasformazione del prodotto** (rischi e scadenze), **nel secondo no** (la domanda specifica trova un'offerta specifica e il risparmiatore si accolla il rischio)
- Nel primo modello il risparmiatore sa benissimo cosa acquista e non gli importa cosa succede con i propri risparmi, mentre nel secondo modello è molto importante la conoscenza della destinazione dei risparmi (forti asimmetrie informative che non erano presenti nel primo modello). **L'asimmetria informativa ha come conseguenza principale la necessità di un intervento regolatore forte sia per l'emittente sia per l'investitore.** Il modello di Akerloff serve a spiegare le conseguenze di un mercato in presenza di asimmetrie informative (auto usate, venditori onesti o disonesti; chi acquista non sa che venditore ha davanti; il compratore razionalmente è disposto a pagare un prezzo inferiore essendoci venditori disonesti; ciò conduce a selezione avversa che comporta la selezione di venditori unicamente disonesti; il compratore entrando a conoscenza di questa selezione avversa sarà disposta a pagare un prezzo ancora inferiore; questa spirale conduce al fallimento del mercato). Un altro problema legato alle asimmetrie informative è dato dall'azzardo morale, cioè la presenza di comportamenti opportunistici (tendenza dei venditori a non migliorare la propria condotta). Ciò comporta ulteriori costi di transazione legati al monitoraggio (per controllare che il venditore si comporti bene).

L'asimmetria informativa implica il fallimento del mercato in assenza di un intervento regolatorio.

In teoria potrebbero bastare delle dinamiche di mercato: c'è un domanda di informazione, si crea l'offerta. I soggetti in grado di offrire informazione **sono gli intermediari** (non bancari, ma operatori professionali di mercato, intermediari finanziari). **Offrono servizi ai risparmiatori per tutelarsi**

contro il rischio che produca effetti negativi l'asimmetria informativa (offrono consulenza e servizi in cui si sostituiscono in parte o totalmente agli investitori nella scelta degli strumenti adeguati).

Il diritto serve per regolare il rapporto tra risparmiatori, investitori e intermediari (anche l'intermediario può non comportarsi in maniera corretta e creare a sua volta asimmetrie informative).

L'intermediario bancario è un intermediario in senso forte mentre l'intermediario finanziario è un un intermediario in senso debole perché non si sostituisce nell'assunzione del rischio alla posizione di rischio in capo all'investitore.

LE RAGIONI DELLA REGOLAZIONE

Le ragioni della regolazione per il mercato finanziario sono quelle volte a ridurre gli effetti dell'asimmetria informativa, tutelare l'investitore contro il rischio di fenomeni di selezione avversa. Il legislatore impone regole di disclosure, imponendo all'emittente obblighi informativi e impone regole di condotta nei confronti dell'intermediario per evitare comportamenti opportunistici e ridurre i costi di transazione (costi di monitoraggio).

Le ragioni della regolazione per il mercato bancario sono dettate da altre esigenze, cioè l'esigenza che l'intermediario sia in grado di svolgere il suo ruolo adeguatamente. Regolazione incentrata sui compiti di vigilanza in capo alle autorità di vigilanza che quindi si preoccupano che l'intermediario sia gestito in maniera sana e prudente, che ci sia sufficiente liquidità per far fronte alle richieste di rimborso del risparmiatore. Vi sono poi norme di trasparenza e legate al principio di disclosure però differenti da quelle del mercato finanziario.

LE CARATTERISTICHE DELLA REGOLAZIONE

- **Alto tasso di contenuto tecnico delle norme;** le leggi ordinarie sono approvate dal Parlamento con un procedimento complesso che prevede doppia approvazione delle camere; qui non è applicato l'iter ordinario, ma ci si affida a forme di legislazione differenti (esiste la possibilità di decreti legislativi emanati dal Governo sulla base di principi selezionati dal Parlamento). Questa è la forma del testo Unico della Finanza che rappresenta un decreto legislativo. Molto forte è anche la presenza di regolamenti.
- **Forte impronta internazionale:** l'attività finanziaria è per sua natura internazionale e quindi le diversità di regolazione nei diversi ordinamenti rappresentano un ostacolo. Da qui la tendenziale uniformità a livello europeo della regolazione, tanto che questa è una materia dove la legislazione nazionale è quasi sempre il frutto dell'attuazione di normative internazionali (europee in primis).
- **Forte variabilità del fenomeno economico:** le forme, i contenuti e i prodotti della negoziazione hanno un'evoluzione continua nel tempo. Ciò comporta la necessità del diritto di adeguarsi continuamente.
- **Necessità di un'attività di enforcement pubblica:** a differenza del diritto privato dove se non c'è un adempimento la legislazione prevede che la parte adempiente può chiedere interventi allo stato tramite la giustizia, in un contesto di mercati finanziari a fronte di un investimento di minima portata la convenienza economica nel far accertare una patologia delle condotte potrebbe non esservi e quindi comportare l'inattività dell'investitore (i costi potrebbero essere superiori ai guadagni). Oltre all'intervento della giustizia penale (per i casi più gravi) è previsto l'intervento di autorità che si sostituiscono al privato a effettuare attività di monitoraggio e sanzioni di fronte a comportamenti non corretti.

Le norme presentano differenti caratteristiche tra di loro; alcune norme vengono redatte secondo principi generali (es obbligatorio guidare con prudenza), altre sono impostate su regole di dettaglio (es in autostrada non si possono superare i 130 km/h).

LE AUTORITÀ DI VIGILANZA

Altra caratteristica del diritto è la presenza di authorities. Nel quadro del mercato esistono oltre ai soggetti in deficit e surplus anche dei soggetti che sono delle branche della Pubblica Amministrazione che sono sono

denominate come Autorità (Authorities). **Sono una caratteristica tipica dei mercati con un forte tasso di regolamentazione con problemi di enforcement.**

Sono **necessarie** queste autorità perché non è sufficiente il meccanismo concorrenziale, perché non è sufficiente lo spontaneo adeguamento degli operatori (enforcement). Vi è un problema di azione collettiva, non convenienza dell'azione individuale. **Vi è il problema di coordinare** più attori individuali in un'azione collettiva. **La soluzione** è l'individuazione di un soggetto di natura pubblica che appartiene alla PA ma indipendente da quest'ultima, rappresentato dall'autorità di vigilanza.

Le autorità nei vari ordinamenti hanno varie distinzioni, sia in termini di funzioni sia in termini di finalità. Gli **obiettivi** che persegue il legislatore sono quelli della:

- **Stabilità (molto importante per le banche)**
- **Trasparenza (a tutela dell'investitore)**
- **Efficienza e correttezza**

Questi obiettivi sono pressoché comuni per tutti i mercati; controversi sono invece i modelli di vigilanza per perseguire tali obiettivi.

Esistono diversi *modelli di vigilanza:

- **Per soggetti:** tante **autorità quanti sono i soggetti sul mercato**; questo sistema ha il pregio della chiarezza e della competenza, ha **il difetto** che in un mercato integrato come quello moderno **alcune istituzioni svolgono più attività** (come le banche e le assicurazioni). Pertanto vi è rischio che le medesime attività se svolte da soggetti differenti siano vigilate e regolate diversamente pur nel medesimo ordinamento
- **Per attività:** da una soluzione al modello precedente; prevede un numero di autorità pari al numero di attività. Ci sono però **diverse finalità per ciascuna attività** (es. nell'attività bancaria c'è una forte contrapposizione tra le esigenze di stabilità e le esigenze di efficienza in termini di concorrenzialità. Sono esigenze contraddittorie).
- **Per finalità:** è quello adottato in Italia e va a risolvere i problemi del modello per attività; prevede un organo di vigilanza per ogni finalità. **La CONSOB è competente per la finalità della correttezza e della trasparenza dei comportamenti in materia di investimento**; la **Banca d'Italia è invece competente della stabilità e della sana e prudente gestione degli operatori**. Il nostro è comunque un modello misto: ad esempio sulla trasparenza e correttezza dei comportamenti in materia di prodotti bancari è competente la Banca d'Italia e non la CONSOB.
- **Accentrato** (modello inglese): **unica autorità competente per tutte le materie e tutte le finalità**. È un modello superato per motivi di eccessivo concentrazione di potere.

Il modello per finalità è il modello italiano e si deve **conciliare con le caratteristiche di internazionalità**. Il sistema attuale regolatorio e **di vigilanza a livello europeo** (entrato in vigore nel 2011) **prevede un sistema chiamato ESFS (sistema europeo di vigilanza finanziaria) in cui la divisione di competenze tra le varie autorità (EBA, EIOPA, ESMA) è un modello per soggetti (non finalità).**

L'EBA è competente sulle banche, l'EIOPA sui fondi previdenziali e sulle assicurazioni, l'ESMA per i mercati finanziari. A ciò si aggiunge l'ESRB, un'autorità di vigilanza che si **occupa dei rischi sistemici** (vigilanza macroprudenziale) partecipano BCE, EBA, EIOPA ed ESMA, gli interlocutori sono le A.V dei singoli paesi tendono verso un "unico mercato dei capitali".

AUTORITA' DI VIGILANZA NAZIONALI: (*Cap 2)

- **MEF** ultimi anni ha riacquisito potere regolamentare (**individua 1 struttura e caratteristiche dei fondi comuni di investimento, 2 norme di adattamento stabilite dalle autorità comunitarie, nuove categorie di strumenti finanziari e servizi accessori, 3 adotta norme di attuazione e integrazione delle riserve di attività previste dal 18 TUF, 4 individua requisiti onorabilità e professionalità di organi di controllo di emittenti quotati, 5 individua p.c.i. validi per il bilancio consolidato.**

- **Rapporto MEF-CONSOB**: livello istituzionale: **il MEF è il referente politico di CONSOB** anche se questa è distinta con personalità giuridica dalla legge 281/1985. Legge dalla cui **i regolamenti CONSOB non devono più sottostare al visto del MEF preventivo**, salvo per modifiche di organizzazione interna CONSOB. Resta salvo il legame tra i 2 organi previsto dall'art. 112 l. 216/1974, CONSOB informa il MEF di ogni **1 attività regolamentare ≠ dall'organizzazione interna** oltre a **2 trasmettere dati ed eventi di maggior rilievo** su richiesta del ministro, che restituisce valutazioni previa informazione al parlamento. MEF informa il parlamento di eventi di maggior rilievo. **CONSOB al MEF 1 relazione/anno delle attività principali svolte e previsione delle attività dell'anno successivo. Il MEF la espone alle camere con eventuali osservazioni.**

- **Banca d'Italia**: **Il TUF le conferisce poteri o esclusivi, o in concomitanza di CONSOB di controllo regolamentazione e sanzione.** La ripartizione dei compiti è su base funzionale;

CONSOB: poteri su trasparenza e correttezza dei soggetti

BDI: vigilanza prudenziale (mezzi propri, organizzazione interna, controllo dei rischi). **Il TUF però non estende i poteri di BDI agli emittenti quotati**, ma **solo mercati e intermediari** (tra cui ovviamente anche quelli quotati) finanziari, a differenza di CONSOB. Inoltre, BDI e CONSOB sono individuate dal TUF come autorità competenti di alcuni settori specializzati della disciplina europea.

- **CONSOB**: istituita con legge 216/1974 si è vista accrescere i poteri. Assetto e organizzazione sono disciplinati dalla legge istitutiva. È un organo collegiale, la nomina dei membri avviene con d.p.r. su proposta del premier previa delibera del Consiglio dei ministri. **I suoi poteri con BDI: mercati, intermediari ed emittenti, con riferimento a mercati-intermediari ripartendo i compiti con BDI.** CONSOB ha **compiti esclusivi** in tema di **appello al pubblico risparmio, con riferimento alle OPA** e alle offerte **di sottoscrizione e vendita**. Trae risorse finanziarie necessarie per il suo funzionamento dai soggetti vigilati.

- **COVIP**: istituita con d.lgs. 124/1993 modificato dal d.lgs. 252/2005. Persegue trasparenza e correttezza, **la sana e prudente gestione dei fondi pensione**, con riferimento alla tutela di sottoscrittori e beneficiari + buon funzionamento della previdenza complementare. Rispetto alle altre autorità è meno indipendente, d.lgs. 252/2005: indica il ministro del lavoro come responsabile dell'alta vigilanza sulla previdenza complementare con invio alla COVIP (insieme al MEF) di direttive generali. Composta da: **1 presidente + 4 membri nominati con del. P.C.M.** su proposta del MEF e del ministro del lavoro.

- **IVASS**: opera dal 1/1/2013 sostituendo ISVAP in tutti i suoi poteri realizzando + integrazione del **settore assicurativo e vigilanza bancaria**. È presieduta dal DG di BDI. È composta da un consiglio formato da **1 presidente e 2 consiglieri** e da un direttorio integrato costituito dal governatore di BDI, gli altri 2 membri del direttorio della banca e i due consiglieri. **Ha personalità giuridica di diritto pubblico, gode di autonomia organizzativa, finanziaria e contabile. Esercita funzioni di vigilanza nel settore di assicurazioni e riassicurazioni e tutti i soggetti sottoposti alla disciplina delle assicurazioni private.**

Principi generali vigilanza, rapporto col diritto europeo: tempi e modi agire delle autorità ← leggi istitutive + TUF (rafforza efficacia leggi istitutive). Art. 2 TUF: chiave dei rapporti col diritto comunitario: **MEF, BDI, Consob esercitano i poteri in armonia con le disposizioni comunitarie**, applicano regolamenti e decisioni dell'UE (no direttive, necessitano conversione). Armonia con le disposizioni comunitarie? Si riferisce anche al rispetto in generale dei principi comunitari: elementi cardine sovraordinati al diritto comunitario stesso: 1no discriminazione, 2pari trattamento, 3libera concorrenza. Esercizio del potere regolamentare: tempi e modi dell'agire rispetto all'emanazione di provvedimenti regolamentari (3 TUF): rilevante vista la mole di normazione di rango secondario, ridotta oggi dall'intervento comunitario. Azione dell'autorità rispetto ai principi di trasparenza, conoscibilità e predeterminazione contenuti. BDI e Consob devono stabilire termini e procedure per adozione di atti e provvedimenti di propria competenza ed essere pubblicati nella gazzetta ufficiale. Ogni anno regolamenti e provvedimenti di carattere generale pubblicati in un compendio a cura del ministero. Da l. 262/2005 obbligo alle a.v. rispetto di migliori standard raccomandati nell'adozione di atti regolamentari. Motivazione + relazione (di utilità) per provvedimenti. Principio di proporzionalità (minor sacrificio derivante dalla regola) consultazione rappresentanti dei vigilati + revisioni triennali dei testi per renderli attuali. Dal 2005 adozione del procedimento amministrativo per i provvedimenti individuali.

Il modello europeo si *diversifica da quello italiano non solo per l'organizzazione ma anche per il ruolo delle autorità.*

I compiti delle autorità di vigilanza si distinguono in:

- **attività di controllo:** attività di **tipo informativo** (acquisiscono informazioni) e attività di **tipo visivo** (ispezioni vere e proprie anche tramite polizia per accertare eventuali violazioni di norme primarie e secondarie);
è un'attività che viene fatta nella fase primaria, ossia nella fase in cui entrano nel mercato soggetti che devono avere requisiti: → **Professionalità, onorabilità e correttezza**
Dopo dicke monitorano lo svolgimento dell'attività, verificandola stabilità e la correttezza dei comportamenti
- **attività regolamentare:** supporto o integrazione delle normative primarie (es. CONSOB emana regolamenti attuativi sulla base delle deleghe contenute nel TUF; l'ESMA emana orientamenti volti a dare attuazione alla direttiva MIFID 2).
- **Sanzionatoria**

Il ruolo delle autorità si svolge nelle diverse fasi della vita degli intermediari:

- **fase di autorizzazione:** per svolgere l'attività occorre essere autorizzati se in possesso di **requisiti:** → **Professionalità, onorabilità e correttezza**
- **fase di svolgimento dell'attività:** controllano la correttezza dei comportamenti e verificano la stabilità;
- **fase di criticità:** criticità di natura economica o organizzativa. Le autorità possono emettere provvedimenti ingiuntivi che possono **includere sospensione dell'attività, la sostituzione dell'organo amministrativo, il commissariamento o addirittura la liquidazione coatta amministrativa.**

Ruolo completamente diverso hanno le autorità internazionali: il loro ruolo è quello di **coordinare le autorità nazionali**. I soggetti vigilati dalle autorità nazionali sono gli intermediari, mentre i soggetti vigilati dalle autorità internazionali sono le autorità nazionali. **Le autorità internazionali hanno come principali**

interlocutori le autorità nazionali con l'obiettivo di coordinare le attività per creare un mercato unico dei capitali. Creare un mercato dove le interpretazioni delle diverse autorità non creino differenze tra i vari ordinamenti. In caso di mancato spontaneo adeguamento da parte delle autorità nazionali ci sono dei poteri di diretto intervento per queste autorità internazionali.

Questo modello è molto diverso da quello che è il sistema della BCE e del mercato di vigilanza unico in materia bancaria. **In materia bancaria si è evoluti** ulteriormente **e non è più competente la Banca d'Italia** (almeno per le banche rilevanti), **ma è direttamente competente la BCE** per gli **interventi di vigilanza sulle banche**. Mentre questo modello prevede che i rapporti con gli intermediari nazionali ce li abbiamo principalmente le autorità nazionali, in **ambito bancario l'evoluzione dell'accentramento è stata tale da portare a una rinuncia della sovranità nazionale da parte delle singole autorità a vantaggio di un'autorità accentrata (BCE).**

La ***disciplina degli intermediari si articola**, in generale:

- **disciplina dei soggetti** che svolgono attività di intermediazione finanziaria nel nostro ordinamento (organi, forme di controllo interno). Chi svolge attività in quel settore deve essere autorizzato e deve pertanto avere **determinati requisiti**. Vi è pertanto **una *riserva di attività (REGISTRAZIONE 1)**.

Posso essere autorizzati sono alcuni tipologie di soggetti:

- i più importanti operatori polifunzionali possono svolgere tutte le attività di investimento **sono le banche e le SIM** (Le SIM possono essere nazionali, comunitarie autorizzate ad operare automaticamente in Italia in base al principio del mutuo riconoscimento, possono essere extra comunitarie che devono ottenere una autorizzazione per potere operare nel nostro ordinamento).
- Vi sono poi operatori che possono svolgere soltanto singole attività di investimento: ad **esempio le SGR**, possono svolgere attività di gestione collettiva di risparmio ma anche attività consulenziali e di gestione del portafoglio.
- altri **intermediari finanziari iscritti all'albo** (ex art 106 TUB) vigilati dalla B.I., e possono svolgere solo determinate attività, quali esecuzione di ordini e negoziazione di derivati.
- **società di gestione dei mercati regolamentati**, limitatamente alla gestione di MTF
- **consulenti finanziari e società di consulenza** (che hanno avuto un grande successo negli ultimi anni).

I **requisiti soggettivi sono diversi a seconda della tipologia** di attività e a seconda della tipologia di soggetti. **L'elemento comune è che occorre una autorizzazione dell'autorità di vigilanza;** lo scopo è **garantire che l'esercizio dei servizi di investimento nel nostro ordinamento sia svolto solo da soggetti che offrono garanzie minime di affidabilità e che rimangono sotto la vigilanza delle autorità**. Nel caso di **svolgimento senza autorizzazione i rischi sono di sanzioni amministrative** ma anche **penali**. Il **principio di riserva di attività garantisce la qualità dei soggetti (onorabilità, correttezza, professionalità)** e la possibilità di esercitare in maniera puntuale i controlli (esiste un albo).

Sia le SIM che le banche devono avere determinate caratteristiche previste dalla legge:

- ✓ **la CONSOB autorizza le SIM****, Banca d'Italia autorizza le banche sentita la CONSOB
- ✓ occorre presentare **un programma dell'attività iniziale** e della **struttura organizzativa** (business plan prospettico dell'attività). CONSOB e Banca d'Italia si limitano a verificare in base a discrezionalità tecnica il rispetto di tutti i requisiti, ma nel caso di questo requisito

verificano per quanto possibile che quell'iniziativa sia svolta in maniera trasparente e corretta e che sia prevedibilmente sana e prudente.

****Requisiti e autorizzazioni:** *SIM (autorizzazione amministrativa di Consob sentita BDI 19 TUF) e Banche (autorizzazione di BDI sentita la CONSOB) devono avere determinate caratteristiche:

- 1 **Forma di SPA,**
- 2 **sede legale e direzione generale in Italia,**
- 3 **programma di attività iniziale e struttura organizzativa,**
- 4 **struttura societaria non pregiudizievole per la sana e prudente gestione,**
- 5 **requisiti di indipendenza, onorabilità, professionalità degli esponenti aziendali³ e soci rilevanti,**
- 6 **adesione a un sistema di indennizzo a tutela degli investitori,**
- 7 **capitale sociale almeno quanto stabilito da BDI, *devono rispettare i principi di sana e prudente gestione/capacità (requisito quasi soggettivo)**
- 8 **Le SIM comprendere nel nome "società di intermediazione mobiliare".**

(Cap 4) Momenti di valutazione dei requisiti di esponenti: il **l'autorizzazione** (mancanza di requisiti = no rilascio autorizzazione), **2l'acquisizione delle partecipazioni** (per soci rilevanti) e la **3vita normale del soggetto**, il venir meno dei requisiti comporta per i soci l'impossibilità di votare e compiere decisioni che influiscano sulla società, pena l'impugnabilità di tali atti. Potere di richiesta di informazioni ai soci: 17 TUF. BDI e Consob possono richiedere **1Alle SIM, SGR, SICAV/F nominativi dei titolari delle partecipazioni dal libro dei soci e comunicazioni ricevute.** **2Alle società e agli enti di qualsiasi natura che partecipano ai soggetti sopra indicati i nominativi dei titolari delle partecipazioni secondo quanto risulta dal libro dei soci.** **3Agli amministratori delle società ed enti che partecipano al capitale di quei soggetti l'indicazione dei soggetti controllanti.** **4Alle società fiduciarie che abbiano intestato a proprio nome partecipazioni le generalità dei fiduciari.** La governance degli intermediari: cambiamenti con MIFID, CRD IV, AIFM. Riguarda la branca dei poteri regolamentari, oggi tali poteri in termini di governance degli intermediari sono esclusivi di BDI ma fortemente dipendenti dalle norme UE. Ad essa legata la materia dei sistemi di remunerazione e incentivazione (CRD IV per SIM, UCITS e AIFMD per SGR) lo scopo è ridurre i conflitti di interesse riguardo proporzioni parte fissa/variabile 1:1 a volte 2:1 + clausole di malus. Qualsiasi patto o clausola non conforme è nullo.

- **disciplina della vigilanza (cap 3)**, ispettiva informativa e di indagine, regolamentare e sanzionatoria.
- **disciplina delle regole di condotta**, li vedremo in seguito.

APPROFONDIMENTO 1

Sentenza cassazione 2019: responsabilità della CONSOB

2 GRADI DI MERITO: tribunali (pressoché in tutti i comuni d'Italia) e corti d'appello (collocati presso i capoluoghi di regione)

1 GRADO DI LEGITTIMITA: corte di cassazione (Roma)

Nei primi due gradi si discute del merito, cioè la decisione parte da una domanda presentata da un cittadino, impresa o un altro soggetto giuridico avente ad oggetto una richiesta (condanna, risarcimento

danni, accertamento). La domanda da un lato illustra il fatto e porta elementi di prova riguardanti il fatto (documentari, testimoniali), mentre la seconda parte si occupa della qualificazione del diritto e applicazione delle norme giuridiche. Il convenuto può presentare delle osservazioni sia sul fatto sia sul diritto di tenore contrario rispetto a quelle affermate dall'attore.

Il giudice deve dare una risposta. Segue questo procedimento:

- ricostruzione dei fatti;
- qualificazione della fattispecie concreta (fatto reale della storia) in una fattispecie astratta (descrizione fatti contenuti in una norma giuridica);
- trae le conseguenze giuridiche (condanna, rigetto domanda,.....).

Questo procedimento avviene in primo grado, in corte d'appello (eventualmente se uno dei due soggetti attore/convenuto non sono soddisfatti). Il giudice anche in corte d'appello ha il dovere di riesaminare i fatti e di dedurre le conseguenze giuridiche.

Differente la questione riguardo la corte di cassazione che è una corte di legittimità. La cassazione si limita a giudicare il diritto, si limita cioè a verificare i due gradi precedenti; verifica specialmente se la decisione d'appello che è stata impugnata in cassazione è corretta dal punto di vista della legittimità, dell'applicazione delle norme di legge (sia sul piano processuale che sostanziale).

Il sistema italiano è un sistema in cui il giudice è soggetto soltanto alle leggi. Ciò significa che la sua decisione non può essere influenzata da elementi diversi dalle norme di diritto ma in particolare vuol dire che è soggetto ad applicare soltanto le norme di legge. Nel nostro sistema non vale il principio del vincolo del precedente: **le decisioni su un caso analogo non sono vincolanti per il giudice successivo che si trova a giudicare su una fattispecie anche identica**. Alcuni sistemi (come quello americano o del Regno Unito) classificati come common law sono caratterizzati dal vincolo del precedente (il giudice non è libero di giudicare se vi è un precedente in cui un giudice ha già definito una decisione).

Tuttavia occorre considerare che non si può per tale ragioni definire che le decisioni giurisprudenziali non hanno valore, anzi hanno un valore molto significativo pur non essendo vincolanti (sono man mano più significative al crescere del grado di giudizio).

SENTENZA

Tutte le sentenze presentano un'intestazione contenente la corte che si pronuncia, il relatore, il presidente del collegio, le parti oggetto del giudizio.

La struttura invece è composta da due parti:

- la prima parte è dedicata alla ricostruzione del fatto
- la seconda parte è dedicata alla ricostruzione del diritto

questo vale soprattutto nelle corti di merito, ma vale anche per la cassazione dove la prima parte in concreto si traduce in un'analisi dello svolgimento del processo nei gradi precedenti del giudizio.

La sentenza termina con delle conclusioni, una decisione (chiamata P.Q.M.). il PQM è il dispositivo della sentenza con cui viene accolta o rigettata la domanda.

ESEMPIO:

SENTENZA DI CASSAZIONE SU *RESPONSABILITA' CONSOB

Questa decisione va a giudicare fatti risalenti agli anni '90. Si tratta della vicenda di una commissionaria di borsa. In seguito all'entrata in vigore della legge 1 del 1991 chiede di essere autorizzata ad essere iscritta nell'albo delle SIM. La legge 1 del 1991 introduce un operatore specializzato a svolgere i servizi di investimento (inizialmente in via esclusiva e poi esteso anche alle banche) e ha sostituito gli agenti di borsa, le commissionarie, gli agenti di cambio.

Questa commissionaria viene iscritta all'albo delle SIM da parte di CONSOB ma fallisce nel 1994. Gli investitori che si era affidati alla commissionaria agiscono in prima battuta nei confronti degli amministratori della SIM (che si erano macchiati anche di reati penali), ma anche nei confronti della CONSOB lamentando che quest'ultima avrebbe omesso di comportarsi adeguatamente nella propria azione di vigilanza sia nella fase in cui la società era una commissionaria sia nell'aver autorizzato l'iscrizione nell'albo delle SIM.

Il tribunale di Roma accoglie la domanda risarcitoria degli investitori, l'appello di Roma sostanzialmente conferma la decisione. Viene fatto ricorso nei confronti della corte di cassazione che poi non verrà accolto. La corte d'appello conferma che la CONSOB è responsabile per avere omesso di adottare tempestivamente provvedimenti di revoca e di sospensione nei confronti della commissionaria e non ha impedito quindi il verificarsi dei fatti dannosi successivi. **La seconda fonte di responsabilità della CONSOB è quella di aver autorizzato l'iscrizione della SIM nonostante fossero emerse delle irregolarità già prima nelle ispezioni condotte antecedentemente alla domanda.** La sentenza dichiara inoltre **che la CONSOB è corresponsabile con gli amministratori in solido.**

Nel ricorso in cassazione la CONSOB lamenta il fatto che in sostanza non ci sarebbe una corretta applicazione della norma perché i poteri antecedenti la legge del '91 non erano tali da impedire i fatti; **non avrebbe avuto i poteri per impedire la continuazione dell'attività da parte della concessionaria.** **La decisione della cassazione deve trovare un equilibrio tra l'attività della CONSOB e il principio della libertà d'impresa.** L'Italia prevede la libertà d'impresa e favorisce mercati concorrenziali, tuttavia il settore è soggetto a vigilanza che va a verificare nell'interesse pubblico la correttezza delle singole attività imprenditoriali e ne dà l'autorizzazione allo svolgimento.

La CONSOB nell'esercizio del suo potere non ha una libertà di decisione assoluta, non può decidere arbitrariamente di bloccare l'attività di soggetti privati; può intervenire solo nei limiti concessi espressi dalla legge.

Era necessario andare a capire fino a che punto era necessario l'intervento della CONSOB e quanto la sua omissione costituisce responsabilità ai sensi della legge (art 2043).

Occorre considerare che allargare troppo i poteri della CONSOB potrebbe penalizzare l'efficienza dei mercati.

La CONSOB non si limita unicamente a ricevere gli atti, ma deve svolgere anche un'attività di controllo di ciò che riceve; delicato è poi capire fino a che punto deve indagare sulla verità e correttezza della documentazione che gli viene inviata.

Nel caso viene contestata la CONSOB perché erano state fatte precedentemente delle ispezioni e avrebbe dovuto provvedere a revocare o sospendere l'attività impedendo il verificarsi del danno a carico dei risparmiatori.

Siccome la corte d'appello e la corte di cassazione ritengono che la CONSOB sia responsabile in solido con gli amministratori per aver provocato il danno ai risparmiatori l'atto interruttivo di prescrizione nei confronti di uno dei soggetti solidalmente responsabili è idoneo a sospendere la prescrizione anche nei

confronti degli altri soggetti con **la conseguenza che la CONSOB non può opporre la prescrizione come motivo di rigetto delle domande risarcitorie.**

SECONDO APPROFONDIMENTO

2 documenti: SENTENZA CASSAZIONE E UNA COMUNICAZIONE CONSOB che attengono al tema **della *riserva di attività.**

Il meccanismo della riserva di attività rappresenta un elemento centrale della vigilanza e del presidio di tutela del mercato finanziario e tutela del singolo investitore.

Riserva di attività: lo svolgimento dell'attività è esclusivamente riservata da soggetti specificamente autorizzati (soggetti che hanno ottenuto tramite un procedimento amministrativo un'autorizzazione).

La ragione di questo meccanismo è **quello di anticipare dei meccanismi di vigilanza e di controllo rispetto alla serietà, professionalità, onorabilità e correttezza in capo a tutti i soggetti che intendono svolgere l'attività finanziaria (bancaria e assicurativa).** Questo rappresenta una barriera all'entrata, un ostacolo alla concorrenza giustificato **dall'incremento della sicurezza e tutela** che questo meccanismo rappresenta per il mercato e gli investitori. Un altro obiettivo della riserva di attività è quello di facilitare l'esercizio della vigilanza agli organi di vigilanza, che possono svolgere le proprie attività di controllo prioritariamente sui soggetti iscritti nell'albo.

Questo meccanismo che va a verificare la sussistenza di determinati requisiti soggettivi in capo al soggetto richiedente l'autorizzazione rappresenta una tutela forte nell'ambito della disciplina di questo settore.

I requisiti devono essere mantenuti anche durante lo svolgimento e la vita dell'attività.

L'esercizio dei servizi e delle attività di investimento è riservato alle Sim, alle imprese di investimento UE, alle banche italiane, alle banche UE e alle imprese di paesi terzi (art 18 TUF).

Questa attività deve avere **due requisiti** anche dal punto di vista quantitativo (perché scatti al riserva di legge): **l'esercizio dei servizi e delle attività di investimento deve essere professionale e deve essere svolto nei confronti del pubblico.** Non vi è una definizione di quando sussistono questi requisiti, anche se il Ministero dell'economia e delle finanze è autorizzato ad adottare le norme di attuazione e di integrazione delle riserve di attività. Il decreto del 1997 che dettava delle norme attuative riguardanti questi requisiti è stato abrogato nel 2017 e sostituito dall'art. 4, che prevede delle ipotesi di esenzione ma non definisce i requisiti di professionalità e di esercizio nei confronti del pubblico. Tuttavia si possono trarre degli elementi importanti. **L'attività è professionale quando NON è esercitata in maniera occasionale e NON è meramente accessoria** (ciò non significa che deve essere la principale del soggetto, ma è sufficiente che sia un'attività secondaria ma non unicamente accessoria). **Per attività svolta nei confronti del pubblico s'intende invece un numero indefinito di potenziali investitori.**

DECISIONE CASSAZIONE PENALE: penale perché **la violazione di questa riserva di attività** fa scattare non solo **sanzioni amministrative ma anche di sanzioni penali.**

Decisione cassazione 2013: un presunto esperto e un professore della Bocconi propongono a dei soggetti particolarmente facoltosi un investimento peregrino che effettivamente fanno (1 milione e mezzo di euro); tuttavia dopo aver effettuato l'investimento l'esperto scompare e l'unica persona rintracciabile rimane il professore universitario il quale però si difende dichiarando che in sostanza non era il responsabile ma rimaneva unicamente un consulente dell'esperto. **Al professore viene contestato il reato di *abusivismo finanziario.** Il tema principale su **cui fa leva la difesa del professore è la mancanza della fattispecie di un'attività riservata.** Il difensore correttamente contesta il fatto che non possa ricorrere un'attività riservata in mancanza del requisito di professionalità (si trattava di una consulenza sporadica,

riguardante un singolo episodio). **Non vi era pertanto la prova delle ripetitività e abitudini e della destinazione nei confronti del pubblico dell'attività di investimento.** (manca i requisiti di professionalità e di attività svolta nei confronti del pubblico)

La cassazione accoglie questo motivo di ricorso.

Un aspetto rilevante riguarda la formulazione della fattispecie penale (art 166) che fa riferimento unicamente allo svolgimento dell'attività d'investimento senza abilitazione; non fa riferimento a due requisiti sopra citati. La cassazione ritiene che questa si tratta di una tecnica redazionale di rinvio alla fattispecie civilistica (perché ricorrere all'abusivismo finanziario ove non sussistono i requisiti civilistici).

COMUNICAZIONE CONSOB 1999: **la disciplina della riserva di attività ha anche una dimensione territoriale.**

In un contesto odierno con una forte internazionalità dell'attività finanziaria e una forte smaterializzazione dell'attività è abbastanza complesso andare a determinare quando effettivamente si possa dire svolta l'attività sul territorio italiano.

Vengono evidenziati alcuni elementi che la comunicazione CONSOB pone in rilievo alcuni elementi di tipo negativo di **primo livello come:** presenza di avvertenze esplicite o la sussistenza di procedure per escludere che l'adesione arrivi dall'Italia o il rigetto di adesioni provenienti dall'Italia.

Vi sono poi elementi di **secondo livello** ai fini della valutazione quali contenuto del sito, lingua utilizzata, altre circostanze connesse col territorio italiano.

Lezione 2

Premessa storica

Il diritto dei mercati finanziari è un diritto molto giovane, soprattutto se comparato con diritto comune (il diritto privato e civile). Il diritto comune regola i rapporti tra privati mentre il diritto pubblico regola i rapporti tra cittadino con la Pubblica Amministrazione.

Nell'ambito del diritto comune vi sono poi alcune materie che hanno peculiarità, tra cui il diritto dei mercati finanziari. Mentre il diritto privato ha oltre 2000 anni di età (epoca romana), **il diritto dei mercati finanziari in Italia vede la nascita negli anni 70 con la legge 216/1974.** Il diritto dei mercati finanziari è un **diritto in continua evoluzione**, in continua ricerca di una sua stabilità. Una delle ragioni è appunto il fatto che si tratta di un diritto giovane.

La legge del **74 è la prima norma che si occupa dei mercati finanziari;** è una disciplina molto importante nel nostro ordinamento. **È definita come *miniriforma della spa;** viene introdotta in seguito al dibattito per la necessità di un intervento per le società quotate sul mercato e quindi sulla necessità di regole speciali per le società che vedono un azionariato fortemente diffuso tra il pubblico e la cui caratteristica è che le azioni sono negoziate sul mercato, con un alto tasso di modifica dell'azionariato.

Da qua la necessità di introdurre forme di tutela per l'investitore. Si passa dalla figura dell'azionista alla figura dell'investitore, inteso come azionista che investe acquistando azioni non con lo scopo di partecipare alla vita della società quotata ma con scopo unicamente economico. Questa disciplina si concentra **sulla tutela dell'investitore** che ha come scopo ottenere un rendimento di fronte a un certo investimento.

È principalmente **una tutela informativa contro eventuali comportamenti opportunistici** di una maggioranza che può beneficiare del fatto che l'attività di monitoraggio dei soci di minoranza non c'è, proprio per la circostanza che l'investitore non è interessato a vivere la vita della società ma unicamente al rendimento economico.

Tra i vari rimedi introdotti a fronte di queste problematiche vi sono:

- **L'introduzione di istituti nuovi**, tra cui **le azioni di risparmio**, con la caratteristica di attribuire un **privilegio patrimoniale a fronte di una riduzione del potere amministrativo** e quindi **di un'assenza del diritto di voto**; queste azioni hanno vissuto una certa notorietà negli anni 70, 80, 90, ma a seguito dell'introduzione del TUF hanno ricevuto minore successo sul mercato
- l'introduzione **dell'autorità di vigilanza appartenente alla P.A.**, indipendente (**la CONSOB**), con lo scopo di **far fronte ad azioni collettive e di verificare la correttezza dei comportamenti o la corretta trasparenza dei comportamenti degli organi delle società con titoli negoziati sul mercato.** Visto che gli azionisti di minoranza non fanno quello che normalmente fanno in società chiuse (dove rappresentano il "vigile" dell'azionista di maggioranza), in una società quotata vi è la necessità che vi sia un altro soggetto che si occupa di questo (la CONSOB appunto).
- **L'introduzione di una prima regolamentazione del mercato**, che prima era affidato unicamente a norme del diritto privato

Negli anni 80 vi è stata la prima regolazione della gestione collettiva del risparmio; all'epoca veniva effettuata molto più tramite attività non regolamentate e quindi con tanti rischi di comportamenti fraudolenti da parte degli operatori e da qui la necessità di intervento con la legge 77/1983.

L'intervento normativo più massiccio si ha negli anni 90 con l'introduzione della legge del 91 che crea per la prima volta **un soggetto abilitato allo svolgimento dei servizi d'investimento creando una riserva di attività** e introduce un primo nucleo di tutela dell'investitore nei rapporti con l'intermediario (regole di trasparenza e correttezza).

Mente le prime due discipline attengono al **profilo emittente-investitore** (profilo della raccolta), il **secondo** nucleo di disciplina **attiene agli intermediari** (introduzione delle SIM; alle banche inizialmente non è concesso svolgere servizi di investimento ma con la legge del 96 le viene dato il permesso).

Nel 92 sulla scorta dell'attuazione di **una normativa comunitaria** viene **introdotto un soggetto nuovo che è le SICAV**, che non hanno avuto grande successo in Italia ma tuttora presenti.

Interventi più rilevanti dal punto di vista quantitativo sono i due test unici:

- Il primo (**quello bancario, TUB***), approvato nel 93, va a **riorganizzare tutta la disciplina bancaria eliminando quella che era la precedente** disciplina bancaria (legge del 36) e **introducendo il concetto di banca universale** (banca che svolge tutte le attività attinenti all'ambito bancario e finanziario).

Oggi l'85% dei servizi d'investimento in Italia viene svolto dalle banche.

- Il secondo (**il TUF*, Testo Unico Finanziario**), introdotto nel 98, denominato **decreto Draghi** in quanto lui stesso promotore di questo intervento normativo che va **a raccogliere i vari interventi normativi e va a riorganizzarli sistematicamente in un unico testo unico** (legge 74, 83...). Ancora oggi testo fondamentale, **è diviso in tre parti (disciplina degli intermediari, dei mercati e degli emittenti).**

L'evoluzione del testo unico è fortissima, soprattutto sulla spinta degli interventi comunitari, recepiti in Italia con le novelle al testo unico finanziario (bis, ter, quatern, ...).

Non vi è soltanto la comunità europeo che fa da stimoli per cambiamenti normativi: gli scandali dei **primi anni 2000 (bolla new economy)** hanno determinato anche in Italia una serie di danni a carico dei risparmiatori (**fallimento Parmalat**), in seguito a cui è stata introdotta una legge (262/2005) che interviene sulla materia normativa con una **serie di modifica sia sui poteri della CONSOB e degli organi di vigilanza sia in alcune specifiche materie.**

Altre due tappe fondamentali sono rappresentate da decreti legislativi attuativi delle direttive MIFID. La materia dei servizi d'investimento ha un grande imprinting europeo, la normativa è uniforme a livello europeo. A partire dalla direttiva ISD (93/22/CEE) e successive introduzioni delle normative MIFID 1 e MIFID 2 si è data attuazione a queste norme.

Ultima attuazione è stato il d.lgs 129/2017, entrato in vigore nel 2018 (attuazione MIFID 2).

MIFID 2 è l'acronimo di direttiva in materia di mercati e servizi d'investimento.

L'OGGETTO: GLI *STRUMENTI FINANZIARI

Es. Il servizio di consulenza è soggetto di **riserva di attività se è svolto professionalmente e nei confronti del pubblico** ma se ha ad oggetto strumenti finanziari (se ha ad oggetto altri bene non è soggetto a riserva di attività).

I servizi d'investimento hanno oggetto specifico. L'oggetto dell'attività è dato **dagli strumenti**.

La tecnica normativa utilizzata nell'art 1 del TUF è quella di **un elenco specifico di strumenti (elenco chiuso)**. C'è comunque una clausola di chiusura rappresentata dalla possibilità che **il MEF possa integrare questo elenco**. L'elenco degli strumenti finanziari lo troviamo nell'articolo 1 del TUF che contiene tutte le definizioni. L'art 1 è molto lungo e complesso (decine di pagine) con tutte le definizioni utilizzate dal legislatore nella normativa.

L'elenco degli strumenti finanziari lo troviamo nell'art 1.2, che fa a sua volta rinvio alla modifica della MIFID 2 ad un allegato del testo unico (allegato 1 sezione 5).

Differenza tra strumento e prodotto finanziario e prodotto bancario.

All'art 1 comma 1 lettera u troviamo la definizione di **prodotto finanziario**; prodotti finanziari sono gli **strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento finanziario**.

- ***Non rappresentano prodotti finanziari i depositi bancari e postali non rappresentati da strumenti finanziari.***

Vi è una diversità essenziale tra l'oggetto della materia bancaria tradizionale e l'oggetto della materia finanziaria.

- **Non costituisce prodotto finanziario (e tanto meno strumento finanziario) il prodotto bancario.** I **mutui e depositi bancari non sono strumenti finanziari, non sono prodotti finanziari e quindi non sono assoggettati a questa disciplina, a meno che non siano incorporati in strumenti finanziari (es derivato su un mutuo).**
- **Non costituisce** strumento ne **prodotto finanziario i cosiddetti strumenti di pagamento (es bonifici).** Molto importante rilevare queste differenze perché **la normativa da applicare è diversa (da un lato il TUB, dall'altro il TUF).**

La **DISTINZIONE** tra le due materie deriva dalle:

- **CONDIZIONI DI RISCHIO:** il **prodotto bancario ha rischio nullo o comunque bassissimo**; viceversa un **prodotto finanziario costituisce un'assunzione di rischio importante**
- **FORME DI INTERMEDIAZIONE**
- **FORME DI CIRCOLAZIONE:** i prodotti bancari tendenzialmente non nascono per circolare mentre i prodotti nascono con la finalità di circolare (non necessariamente ma è una caratteristica tipica).

Diviene ora necessario distinguere i **prodotti finanziari dagli strumenti finanziari.**

Sono **prodotti finanziari** sia gli **STRUMENTI FINANZIARI** e **ogni altra forma di investimento di natura finanziaria.**

GLI STRUMENTI FINANZIARI SONO UN SOTTOINSIEME DEI PRODOTTI FINANZIARI. Per ogni altra forma di investimento finanziario intendiamo le forme di investimento che hanno natura finanziaria ma non sono riconducibili all'elenco specifico di strumento finanziario.

Le caratteristiche dei **prodotti finanziari** sono:

- **Presenza di un investimento (trasferimento di capitale da un soggetto all'altro)**
- **Presenza di un rischio, a cui è corrisposto un rendimento**

Gli **STRUMENTI FINANZIARI*** si distinguono in due categorie

- Strumenti finanziari **ordinari**, che a loro volta si distinguono in **valori mobiliari (essenzialmente azioni e obbligazioni)**, **strumenti del mercato monetario** (in particolare che hanno ad oggetto **strumenti di debito, come buoni del tesoro, carte commerciali**, che danno diritto a una **remunerazione periodica fissa o variabile**), **quote di OICR** (organismo di

investimento collettivo del risparmio, tipicamente si fa riferimento a quote di un fondo comune di investimento)

- Strumenti finanziari **derivati**: categoria molto ampliata dalla MIFID 1 e MIFID 2, include **tutti i contratti che presentano una struttura in cui si fa riferimento a un sottostante** (un contratto sottostante). Gli strumenti derivati hanno principalmente **la funzione di allocare il rischio da una parte contrattuale o dall'altra parte contrattuale** e a seconda della prospettiva che viene utilizzata **possono avere una funzione di copertura (hedging) o una funzione speculativa.**

Normalmente **replicano l'andamento di un determinato sottostante**, di solito un indice finanziario (tasso di interesse, indice di mercato, variazione di valute).

► **Derivati finanziari**: con sottostante 1indici, 2tassi, 3valori mobiliari, 4valute, 5misure finanziarie

► **Derivati su merci**: con sottostante merce sono derivati se: 1Regolamento per differenziali o 2Anche consegna fisica se negoziati in mercati regolamentati, MTF, OTF. Rientrano nei derivati su merci anche gli strumenti per *trasferimento del rischio di credito e gli *esotici

- **Il tratto che connota gli strumenti finanziari, anche aggiunti dal MEF è l'idoneità ad essere negoziato (negoziabilità o normalmente negoziati) non necessariamente su mercati regolamentati o MTF.**

Oltre a queste tipologie di **derivati finanziari**, l'ordinamento conosce dopo la MIFID1 anche l'inquadramento in **strumento finanziario di quei contratti che, pur aver avendo ad oggetto dei sottostanti che non hanno natura finanziaria, acquisiscono un indice di finanziarietà tale da essere riconducibile a uno strumento derivato** (es. **torrefazione di caffè**, interessato a comprare caffè crudo per procedere alla lavorazione e vendita. Caffè crudo è una commodity che ha una certa variabilità di prezzo in funzione di elementi climatici, politici, geografici. La torrefazione deve poter far conto per i propri calcoli di una certa prevedibilità del costo del caffè nel tempo. Uno strumento del diritto comune per soddisfare questa esigenza è quella di stipulare contratti con consegna differita; il problema è che la torrefazione di caffè si assume il rischio che il caffè tra tre mesi costi meno.

La soluzione potrebbe essere quella di **coprirsi da questo rischio tramite la stipula di un contratto derivato che consente di trasferire il rischio di volatilità di prezzo ad un altro soggetto specializzato nell'assumere questa tipologia di rischio.** **Il contratto derivato sarà rappresentato dalla variazione del prezzo strike (prezzo attuale) rispetto al prezzo determinato dall'indice di borsa del caffè al momento della consegna.**

Questa struttura, che può essere configurata nella modalità forward (contratto a termine) o nella modalità option (contratto di opzione), assume la caratteristica di strumento derivato nella misura in cui ha un indice di finanziarietà.

Nel caso di **contratto forward non sono interessato a ricevere una determinata quantità di caffè ma solo a speculare o coprirmi dal differenziale di prezzo.**

Con questa struttura possono essere costruiti derivati su qualunque cosa (es. variazione infetti pandemia, variazione della temperatura in un certo luogo).

FORWARD = SCAMBIATI SU MERCATI NON REGOLAM =/ FUTURES

Ai prodotti finanziari si affiancano i **PRODOTTI FINANZIARI-ASSICURATIVI** che sono prodotti molto diffusi sul mercato finanziario con la caratteristica di essere **un prodotto misto di natura finanziaria e assicurativa**. Un prodotto assicurativo è un prodotto che ha come **obiettivo trasferire un rischio (coprire un rischio)**. Tuttavia, nell'evoluzione economica sono **stati elaborati** molti schemi contrattuali che **mischiano la natura assicurativa con quella finanziaria** (polizze index-linked e unit-linked, che sono polizze assicurative in cui però la rendita alla scadenza della polizza dipende dal rendimento di un indice sottostante). Recentemente è stata introdotta una disciplina che è andata a disciplinare questi prodotti assicurativi; la disciplina che è stata applicata non è quella degli intermediari finanziari ma pressoché simile (intermediari assicurativi).

AMBITI DI APPLICAZIONE *DISCIPLINA PRODOTTO E STRUMENTO FINANZIARIO

<p>*Prodotto finanziario → rapporto emittente-investitore → Disciplina offerta al pubblico OBIETTIVO COLMARE GAP INFORMATIVO</p>
<p>*Servizio finanziario → rapporto intermediario-investitore (riserva di attività) → Disciplina di intermediazione OBIETTIVO: RIDURRE COMPORTAMENTI OPPORTUNISTICI INTERMEDIARIO</p>

Come già detto **lo strumento finanziario è un sottoinsieme del prodotto finanziario**.

Nella materia dei servizi d'investimento viene in rilievo soprattutto la categoria di strumento finanziario (art. 18 riserva di attività fa proprio riferimento all'esercizio di servizi di investimento aventi ad oggetto strumenti finanziari). Pertanto ci **concentreremo specialmente sugli strumenti finanziari**.

La nozione di **prodotto finanziario** viene in rilievo per la disciplina nell'ambito **dell'offerta la pubblico** (sollecitazione all'investimento). Es. quando **un soggetto sollecita, offre pubblicamente un determinato prodotto avente natura finanziaria è soggetto a determinata disciplina** (del prospetto). Per poter sollecitare la raccolta del risparmio e la sottoscrizione di prodotti finanziari un **emittente deve rispettare certe regole** (regole dell'offerta la pubblico), **perché il legislatore vuole tutelare l'investitore contro il rischio dell'acquisto di prodotti di cui non sia adeguatamente informato e consapevole**. La **nozione di prodotto finanziario è la più vasta possibile** (art 1, com 1, lett. t), a tutela del risparmio (risparmio finanziario, sollecitazione all'investimento).

Tema diverso è quello dei servizi d'investimento, dove si presuppone un **rapporto tra investitore e intermediario** e nel momento in cui si prestano dei servizi d'investimento con ad oggetto degli strumenti finanziari, **quell'attività è soggetta a riserva di attività**.

→ **Sono due ambiti di disciplina non sovrapponibili** che hanno in comune, almeno in parte, l'oggetto (molto spesso i prodotti finanziari sono strumenti finanziari).

Es. **FCA sollecita investitori alla sottoscrizione di azioni sarà soggetta alla disciplina dell'offerta al pubblico; se le azioni FCA vengono collocate, negoziate, dagli intermediari questa fetta del**

rapporta sarà disciplinata dalla materia degli intermediari finanziari (materia dei servizi di investimento).

Pertanto una disciplina attiene al rapporto emittente-investitore, l'altra al rapporto intermediario-investitore.

Le due discipline colmano esigenze diverse. **La disciplina dell'offerta al pubblico vuole colmare il gap informativo**, mentre la **disciplina dell'intermediazione finanziaria punta a colmare i rischi di comportamenti opportunistici degli intermediari.**

I SINGOLI SERVIZI E ATTIVITA' DI INVESTIMENTO (art 1 co. 5 sez A)

Elenco ***servizi di investimento PRINCIPALI** (necessari per **determinare la riserva di attività**):

- a) **Negoziazione per conto proprio**: attività che ha ad oggetto **acquisto e vendita di strumenti finanziari in un mercato secondario, in cui l'intermediario si pone in contropartita diretta.**

L'investitore compra dall'intermediario o vende all'intermediario. L'input non proviene dall'intermediario ma dal cliente; il servizio serve per soddisfare un'esigenza del cliente non dell'intermediario. Rientrano anche i **MARKET MAKER**: servizio finalizzato a **garantire adeguata liquidità al mercato**; in presenza di titoli sottili (senza liquidità) ci si organizza in modo che ci sia un **soggetto professionale che si offre di porsi in contropartita diretta per stimolare la circolazione di quel determinato strumento finanziario al fine della determinazione del prezzo.** Questo vale **soprattutto nel mercato dei derivati**, dove l'attività di **negoziazione per conto proprio è un'attività di mercato primario** (stipula del contratto). Normalmente un derivato non è destinato a circolazione.

- b) **Esecuzione di ordini per conto di clienti**: anche nel primo caso vi è l'esecuzione di un ordine, **ma in questo caso l'attività dell'intermediario consiste nella ricerca di una controparte contrattuale**; non impegna in contropartita diretta il patrimonio dell'intermediario. **L'intermediario si limita a incrociare domanda e offerta** (sempre per l'esecuzione di ordini di acquisto o vendita di strumenti finanziari). **L'operazione non è standardizzata ma è la ricerca rispetto a uno specifico ordine (mercato secondario).**

- c) **Sottoscrizione e/o collocamento**: si parla di: **"offerta ad una cerchia di possibili investitori di un determinato quantitativo di strumenti finanziari"** Rispetto all'esecuzione di ordini questo può riguardare il ***mercato primario o secondario** (sottoscrizione), inoltre qua si parla ***solo di acquisto o sottoscrizione** (no vendita) e le offerte sono a ***condizioni standardizzate**, l'intermediario agisce per conto di un emittente. **2 Tipologie di collocamento possibile:**

- ▶ **L'acquisto a fermo, impegno irrevocabile**: acquista tutta la quantità e poi li rivende al pubblico, l'intermediario sopporta il rischio che il collocamento non vada a buon fine.
- ▶ **Senza impegno irrevocabile**: l'emittente si assume il rischio di non collocamento.

Il collocamento è un **servizio trilaterale**, l'intermediario si impegna verso chi vuole collocare e l'intermediario offre agli investitori. Rapporti: intermediario-emittente, intermediario-cliente. Il collocamento può avere ad oggetto sia la vendita o la sottoscrizione di strumenti finanziari (sia mercato primario che secondari), ma non può mai riguardare operazioni di acquisto. Avviene a condizioni standardizzate e riguarda titoli altrui, chi vende titoli propri non fa collocamento. Normalmente il servizio di collocamento è associato all'offerta al pubblico. La disciplina della distribuzione a valle è regolata dal servizio di collocamento, quindi il rapporto intermediario investitore e intermediario emittente è regolato dalla disciplina del collocamento e non dalla disciplina dell'offerta al pubblico.

Alcune regole sono rafforzate in termini di conflitti di interesse e incentivi: considerati inaccettabili se percepiti nelle seguenti condizioni: **1Laddering**: assegnazione per sollecitare pagamento di commissioni sproporzionate per servizi prestati dall'impresa di investimento, **2Spinning**: assegnazione effettuata a un dirigente o funzionario aziendale di un cliente emittente in cambio dell'affidamento futuro o passato di attività di finanza aziendale, **3Assegnazione subordinata** espressamente o implicitamente al ricevimento di ordini futuri o all'acquisto di qualsiasi altro servizio presso l'impresa di investimento. L'intermediario istituisce una politica di gestione delle assegnazioni fornita al cliente emittente prima di accettare di prestare servizio di collocamento.

- d) **Ricezione e trasmissione ordini**: caso in cui l'intermediario non abbia accesso al mercato su cui sono negoziati quegli specifici strumenti finanziari di cui c'è un ordine del cliente. Per poter negoziare su un determinato mercato l'intermediario deve essere ammesso a quel mercato e gli intermediari non hanno accesso a tutti i mercati. QUEST'ULTIMO PROVVEDERÀ ALLA TRASMISSIONE DELL'ORDINE AD UN ALTRO INTERMEDIARIO CHE INVECE HA ACCESSO A QUELLO SPECIFICO MERCATO.
- e) **Gestione di portafogli**: è un servizio individualizzato (rapporto personale tra investitore e intermediario) e **discrezionale** (differenza da tutti gli altri servizi il cui presupposto è l'input del cliente, in questo caso gli strumenti finanziari vengono negoziati nell'interesse dell'investitore senza che via sia necessariamente l'input del cliente). La **gestione del portafoglio risponde infatti all'interesse di gestire nell'interesse di un determinato investitore un determinato patrimonio con certe caratteristiche di investimento, certi obiettivi e certe finalità.** L'input non necessariamente parte dal cliente; il **valore aggiunto dall'intermediario** in questo caso è proprio la **sua capacità e la sua professionalità**, ed è proprio nell'interesse dell'investitore che l'intermediario operi in maniera autonoma. **Non esclude la possibilità che l'investitore impartisca ordini ma normalmente l'intermediario opera autonomamente. La gestione dei portafogli rientra nei servizi d'investimento in tanto in quanto ha ad oggetto strumenti finanziari.** Potrebbe non esaurirsi in questo, in quanto potrebbe avere ad oggetto anche altri beni e in particolare anche liquidità, valute ma deve essere prevalentemente destinato a trattare strumenti finanziari per essere assoggettato a questa disciplina. **Si distingue dalla gestione**

collettiva del risparmio, che non è classificata come servizio di investimento, ma come attività e vi si applicano regole simili. Infatti, cambiano i presupposti del rapporto tra intermediario e cliente.

- f) **Consulenza in materia di investimenti:** introdotta nei servizi di investimento col recepimento della MiFID nel 2007. Si intende "la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio riguardo a una o più operazioni relative a strumenti finanziari".

Es. consulenza su asset allocation: "visto il tuo profilo io ti consiglio di investire 30 % obbligazioni 70% liquidità" **NON è consulenza in materia di investimenti** (non rientra nei servizi di investimento) **perché non è specifica sullo strumento finanziario**"; stesso discorso vale per un informativa avente ad oggetto una pluralità di investitori (es. pubblicazione su giornale di consigli su determinati strumenti finanziari).

Molto rigorosa la disciplina. L'onerosità NON è un requisito della consulenza. MiFID 2 prevede che il cliente deve essere subito informato se: la consulenza è fornita su base indipendente o meno, se è basata su un'analisi di mercato ampia o più ristretta delle varie tipologie di strumenti finanziari emessi o forniti da entità che hanno con il prestatore del servizio stretti legami, se verrà fornita revisione periodica degli strumenti finanziari raccomandati. È inoltre obbligatorio che: *l'intermediario valuti una congrua gamma di strumenti finanziari disponibili, *l'intermediario non può accettare e trattenere onorari commissioni o altri benefici monetari o non monetari pagati o forniti da terzi.

- g) **Gestione di sistemi multilaterali e organizzati di negoziazione:** sono dei servizi che vengono prestati agli intermediari ma che hanno ad oggetto la creazione di una piattaforma alternativa al mercato per la negoziazione di strumenti finanziari (**trading venues alternatives**).

Quelli sopra menzionati sono i **SERVIZI DI INVESTIMENTO PRINCIPALI**; **esistono poi servizi di investimento *accessori** (elencazione esaustiva sez B allegato 1).

Per i servizi accessori, anche **se ad oggetto strumenti finanziari, non c'è la riserva di attività**.

Sono attività di natura esecutiva, consulenziale, organizzativa e anche finanziaria, non necessariamente legati ai servizi d'investimento principali. Il legislatore europeo e italiano li considera meno delicati dal punto di vista di interessi coinvolti e rischi per gli investitori e pertanto li esclude dalla riserva di attività (**possono essere prestati da chiunque, non c'è necessità di autorizzazione**). Se **però sono prestati da soggetti abilitati (SIM, banche, ...)** la disciplina applicabile è quella dei servizi di investimento principali.

C'È UN ASIMMETRIA DI DISCIPLINA A SECONDA CHE L'ATTIVITÀ SIA SVOLTA DA SOGGETTI ABILITATI O NON ABILITATI.

Per i soggetti **non abilitati la disciplina applicabile non è quella in materia di servizi di investimento** ma è la disciplina comune (**contrattuale del diritto privato**). La ratio è quella che nel caso di **prestazione di servizi accessori da parte di soggetti abilitati** la disciplina deve essere più rigorosa in considerazione della maggiore fiducia che ispira un **soggetto abilitato nei confronti del pubblico**.

Esempi di servizi accessori:

- **Custodia e amministrazione di strumenti finanziari:** tipicamente viene svolta dal soggetto che svolge il servizio d'investimento principale, ma non necessariamente
- **Ricerca in materia di investimenti e analisi finanziaria**
- **Predisposizione di business plan**
- **Consulenza alle imprese in materia di struttura del capitale e di strategia industriale**
- **Organizzazione e costituzione consorzi di collocamento.**

REGOLE GENERALI DI *CONDOTTA (degli intermediari nella prestazione dei servizi di investimento)

Le regole di disciplina che attengono alla condotta degli intermediari finanziari **NON SI ESAURISCONO IN REGOLE IMPRONTATE ALLA TRASPARENZA (DISCLOSURE)**. A livello europeo con la prima direttiva in materia di servizi di investimento (ISD del 1993) il nucleo principale della disciplina era questo della trasparenza (**siccome c'è un gap informativo tra intermediari e investitori, tutta la disciplina era ispirata a colmare questo gap tramite imposizione di obblighi di informativa e trasparenza a carico del soggetto intermediario**).

Questa prospettiva **oggi** non è stata abbandonata **ma è stata superata dalla MIFID 1 e dalla MIFID 2**. Questa prospettiva, essenzialmente incentrata su un principio di autonomia delle parti dove gli unici obblighi a carico dell'intermediario era tutti ispirati a vincoli di trasparenza, **è stata ritenuta un po' riduttiva e insufficiente per assicurare un'adeguata tutela all'investitore** perché sconta **l'assunto che l'investitore sia un agente perfettamente razionale**, capace di assorbire e elaborare autonomamente queste informazioni per assumere scelte autonome e adeguate d'investimento. La realtà dei fatti, anche a seguito dei vari scandali finanziari, è stata totalmente differente. Gli **studi di economia** comportamentale molto diffusi alla fine degli anni 90 negli USA hanno **dimostrato come l'investitore non sia un agente razionale**, **non sia in grado di auto tutelarsi anche se adeguatamente informato**, questo perché non il tempo, le conoscenze e le competenze, ma anche se avesse tutto questo sarebbe comunque il suo comportamento reso difficoltoso da delle **devianze psicologiche naturali** (sopravvalutazione capacità, sottovalutazione rischi, comportamenti eccessivamente rischiosi nelle attività, non ricorda adeguatamente errori passati) denominati **BIAS cognitivi**.

Con la MIFID 1 e poi con la MIFID 2 è stata introdotta tutta una serie di norme volte a imporre agli intermediari delle regole **non soltanto ispirate a criteri di informativa, ma a criteri di protezionismo dell'investitore**. È stato introdotto un atteggiamento paternalistico **a favore dell'investitore e a carico dell'intermediario**.

Ci sono alcune norme centrali che rappresentano le regole generali di condotta degli intermediari.

La norma cardine è rappresentata dall'articolo 21 del TUF.

Primo elemento importante è che: **"i soggetti abilitati devono:**

COMPORTRASI CON DILIGENZA, CORRETTEZZA E TRASPARENZA, PER SERVIRE AL MEGLIO L'INTERESSE DEI CLIENTI E PER L'INTEGRITÀ DEI MERCATI".

Importante sottolineare il **CONCETTO DI TRASPARENZA** che evidenzia **due *flussi informativi**. Un **primo** flusso informativo che è quello **dall'intermediario al cliente** (l'intermediario deve dare tutto una serie di informazioni al cliente); un **secondo** flusso informativo è quello **dal cliente all'intermediario** (introdotto da MIFID, funzionale ad **acquisire informazioni relativamente alle caratteristiche del cliente prima dell'esercizio dei servizi d'investimento**; questo perché la disciplina post MIFID prevede che l'intermediario deve farsi carico del fatto che il cliente non assuma dei comportamenti che non sono coerenti con le sue caratteristiche. L'intermediario raccoglie le informazioni riguardanti il profilo di rischio, gli obiettivi d'investimento, capacità di sopportazione di perdite, conoscenza ed esperienza dell'investitore tramite un questionario MIFID).

INFORMATIVA da intermediario a cliente

FUNZIONE DEL FLUSSO INFORMATIVO:

*"Gli intermediari forniscono in tempo utile ai clienti o potenziali clienti, in una forma comprensibile, informazioni appropriate affinché essi possano ragionevolmente comprendere la natura del servizio di investimento e del tipo specifico di strumenti finanziari che sono loro proposti, nonché i rischi a essi connessi e, di conseguenza, **possano prendere le decisioni in materia di investimenti con cognizione di causa**" art 36 comma 2*

Principio molto **importante** è quello di **conoscere lo strumento finanziario**. Lo strumento finanziario è un patrimonio cognitivo che deve essere acquisito dall'intermediario. Inoltre deve dare adeguata informazione al cliente riguardo lo strumento finanziario. Questo è molto **importante anche nell'ottica della product governance**.

La **PRODUCT GOVERNANCE** è un istituto introdotto recentemente dalla MIFID 2 che prevede sostanzialmente che **i prodotti finanziari debbano avere fin dal momento della loro creazione l'indicazione del target market (mercato di riferimento a cui devono essere destinati)**.

Al rispetto di queste indicazioni sono tenuti sia **coloro che creano il prodotto finanziario** sia i soggetti che **a valle che distribuiscono il prodotto finanziario**. Da qua la necessità e il collegamento con il principio di **"know your merchandise rule"**, perché **l'intermediario che distribuisce lo strumento finanziario al cliente deve conoscere bene** non solo le **caratteristiche dello strumento finanziario** e saperle **illustrare al cliente**, ma deve anche conoscere esattamente **quale sia il target market di riferimento** individuato ad origine dal creatore dello strumento finanziario e se il cliente rientra in quel target market; **deve pertanto fare un'analisi di conoscenza di destinazione del prodotto**.

Per **determinare diversi profili** ci si può rifare alle linee guida ESMA.

***Modalità con cui devono essere fornite le informazioni:**

- Informazioni **corrette, chiare e non fuorvianti**
- Fornite su **supporto durevole**: es. carta, file...

- Fornite **anche in formato standardizzato**: tipicamente viene fornito in formato standardizzato il foglio prodotto (deve esserci una rappresentazione sufficientemente chiara e adeguata per il target di riferimento cui il prodotto è destinato).

*Oggetto dell'informativa:

- **Intermediario e natura dei servizi offerti**
- **Strumento finanziario**
- **Costi e oneri connessi**: tema importante di **MIFID 2**, che ha introdotto un obbligo ex-post di informazione specifica dei costi e oneri dei servizi d'investimento prestati nell'anno precedente
- **Sedi di esecuzione degli ordini**

*Tempistica dell'informativa

Ci sono **obblighi informativi** che si pongono in **UNA FASE PRE CONTRATTUALE** (anche ai potenziali clienti devono essere fornite adeguate informazioni), **altri** obblighi informativi sono contestuali o **IMMEDIATAMENTE SUCCESSIVI** (obblighi di rendicontazione specifici circa l'esecuzione di un determinato ordine di investimento), infine vi sono degli **OBBLIGHI INFORMATIVI EX POST** previsti **espressamente per la gestione di portafoglio di investimento** ma di cui è molto discussa l'applicazione anche agli altri servizi d'investimento (obblighi specifici previsti quando si superano determinate soglie di perdita degli strumenti finanziari).

Altro **tema legato alla tematica degli obblighi informativo** è quello relativo ai flussi **informativi ex-post**.

Nella **FASE SUCCESSIVA ALL'INVESTIMENTO**, la disciplina prevede **tre obblighi specifici di informazione**

- **Comunicazione di esecuzione dell'ordine**
- **Rendicontazione periodica**

A queste comunicazioni si applica la clausola contrattuale di **approvazione tacita**: "la documentazione si intenderà tacitamente approvata dal Cliente in **manca di reclamo scritto motivato**, che dovrà essere trasmesso alla Banca ... **comunque entro 60 giorni dalla data di ricezione della comunicazione**"

- **Informativa Mifid II su costi e oneri relativi all'attività svolta in materia di servizi d'investimento per conto del cliente nell'anno antecedente**: tale informativa è molto rilevante e **permette al cliente di comprendere i costi sostenuti e di comparare gli oneri di intermediari differenti**.

Un problema che è nato in seguito alla MIFID è stato che gli intermediari non erano preparati a rilevare tutti i costi e oneri relativi agli strumenti finanziari trattati poiché in alcuni casi quest'ultimi prevedevano dei costi impliciti di commissione che l'intermediario non aveva a disposizione (gli strumenti ad esempio facevano riferimento ad intermediari o emittenti neanche appartenenti al territorio nazionale e magari anche estranei alla disciplina MIFID2). **Il richiamo della CONSOB** nella raccomandazione è quello di **selezionare gli strumenti finanziari** offerti alla

clientela anche in **funzione della capacità di acquisire tutte le informazioni utili** al fine di fornire l'informativa prevista dalla normativa

- **Avviso di superamento di una soglia predeterminata (10%) di perdite nei casi di:** servizio di gestione di portafogli; titolarità del cliente di posizione aperta scoperta su operazioni con passività potenziali.

Per la verità è sorta una giurisprudenza (ancora minoritaria rispetto all'ordinamento prevalente) in base alla quale si controverte sulla sussistenza di un generalizzato **obbligo dell'intermediario di avvisare il cliente in presenza di perdite sopravvenute in un'operazione di investimento**, anche al di là dei casi espressamente previsti precedentemente (es. in particolare con riferimento al servizio accessorio di custodia dei titoli quando i titoli sono stati oggetto di negoziazione dell'intermediario per conto altrui).

Lo spunto deriva **sulla base del principio dell'art. 21 del TUF** che prevede secondo un principio di carattere generale che nella prestazione di servizi d'investimento i **SOGGETTI ABILITATI DEVONO ACQUISIRE LE INFORMAZIONI NECESSARIE DAI CLIENTI E OPERARE IN MODO CHE ESSI SIANO SEMPRE ADEGUATAMENTE INFORMATI**. Questo principio è stato letto in alcune decisioni in senso estensivo, **tale da imporre un obbligo** nel continuo **monitoraggio dell'andamento del corso dei titoli**.

Un'espressione in tal senso è contenuta in una **delle decisione dell'ACF del 2017**, in un caso **in cui un investitore anziano non particolarmente qualificato aveva acquistato nel gennaio del 2008 delle obbligazioni Lehman Brothers** (fallita nel settembre 2008). **L'intermediario si era limitato** al momento all'acquisto **a fornire il rating della società**, che **risaliva però al 2007**. L'investitore contesta a seguito della perdita la violazione degli obblighi informativi a carico dell'intermediario e nella motivazione l'ACF accentua il fatto che **l'intermediario non possa limitarsi a fornire informazioni ricevute da altri senza un monitoraggio** continuo dello strumento finanziario, sicché rinviene una violazione degli obblighi informativi nel fatto che rispetto a queste obbligazioni non era stata fornita un'informazione aggiornata e rileva inoltre che anche successivamente erano emersi degli elementi di fatto molto rilevanti che potevano incidere sulla affidabilità di questo strumento finanziario e l'intermediario avrebbe dovuto avvisare del mutamento del grado di rischio il cliente (cosa che non è avvenuta).

Molto importante è che tutte queste informazioni, che devono essere fornite su supporto **durevole (documento contrattuale)**, hanno determinato che nella prassi la **struttura del rapporto contrattuale tra intermediario e investitore è sempre articolata in questo modo:**

- presenza di un **contratto quadro** che prevede come e in che **modo verrà regolato il rapporto** (es. informazioni su chi sono intermediari, natura servizi offerti, costi e oneri connessi, sedi di esecuzione, modalità di esecuzione, modalità di impartire gli ordini). In sostanza il contratto quadro **contiene le norme, il regolamento di come verrà prestato il servizio**

d'investimento. È fondamentale perché **descrive il rapporto tra intermediario e cliente fornendo tutte le informazioni necessarie alla regolazione del rapporto;**

- il rapporto in concreto si esplica attraverso i **singoli ordini di investimento**: a sua volta un contratto sul quale si innesta il singolo servizio d'investimento.

Questa duplicità di rapporti crea tutta una serie di problematiche giuridiche.

APPROFONDIMENTO 1

DEFINIZIONE PRODOTTO FINANZIARIO E STRUMENTO FINANZIARIO

Come già spiegato la definizione di **strumento finanziario** è rilevante ai fini della **disciplina dei servizi di investimento**, mentre la definizione di **prodotto finanziario** è rilevanti ai fini della **disciplina della sollecitazione all'investimento**. **La definizione di strumento finanziario rappresenta un sottoinsieme della nozione più ampia di prodotto finanziario.**

Prodotto finanziario è definito **l'insieme di strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria.**

Come già detto **la nozione di strumenti finanziari non è ricavata** da una **nozione di carattere generale** e astratta ma secondo la tecnica definitoria utilizzata dell'elencazione sostanzialmente esaustiva (salvo possibile ampliamento con intervento normativo ad oc del Ministero delle Economie e delle Finanze), che comprende gli strumenti finanziari ordinari e derivati.

Primo documento: **decisione *arbitro** per le controversie finanziarie (ACF)

Affronta il tema della inclusione nella **categoria degli strumenti finanziari** del **cosiddetto buono postale fruttifero**.

L'arbitro per le controversie finanziarie è un particolare **strumento di risoluzione alternativa delle controversie creato nel Luglio 2017**. Si tratta di una forma di **risoluzione delle controversie tra investitori e intermediari avente ad oggetto la materia dei servizi di investimento**, che rappresenta **un'alternativa alla giurisdizione ordinaria**. Si **articola come una decisione giudiziaria ma non ha la forza e il vincolo di una decisione giudiziaria** perché **non è emanata da** un organismo statale come è un **organismo giudiziario**.

Uno dei **presupposti** perché si possa chiamare in causa è **che la materia** lui sottoposta appartenga all'area dei servizi d'investimento e quindi abbia **ad oggetto gli strumenti finanziaria**.

Nel documento il ricorrente lamentava un **danno perché il buono postale fruttifero a lui consigliato dall'intermediario apparteneva ad una serie diversa** da quella concordata.

Il resistente (**l'intermediario**) **contesta che la materia potesse essere sottoposta all'arbitro per le controversie finanziarie** in ragione del fatto che il buono fruttifero non è uno strumento finanziario. La decisione è proprio in questo senso perché come esamina la motivazione, la nozione di strumento finanziario che appunto di natura esaustiva lascia intendere che un elemento essenziale **della natura di strumento finanziario sia quello della negoziabilità** (tendenziale inclinazione dello strumento finanziario ad essere negoziato e ceduto a terzi). L'arbitro per le controversie finanziarie conclude che poiché un **buono postale fruttifero per definizione viene classificato come un contratto non**

cedibile non può rientrare nella definizione di strumento finanziario; RIGETTA PERTANTO LA DOMANDA PERCHÉ NON COMPETENTE A DECIDERE SULLA MATERIA.

Così non sono strumenti finanziari tutti quegli acquisti che seppure abbiano natura d'investimento hanno ad oggetto beni commerciali.

Secondo caso: decisione cassazione 2013

In questo caso la cassazione affrontava una fattispecie piuttosto chiara; **una certa società definita *Diamond spa ha elaborato uno schema contrattuale di questo tipo**: a fronte del fatto che il cliente investisse 1000 euro gli veniva consegnato un diamante in una busta sigillata con l'accordo che dopo un anno il medesimo cliente avrebbe, di fronte alla restituzione del diamante, non solo la restituzione della somma originaria ma anche una somma ulteriore di 80 euro a fronte del servizio di custodia. Il cliente poteva anche non restituire il diamante e trattenerlo per se e quindi rinunciare a quella possibilità di guadagno (80 euro). **La CONSOB rileva e contesta che vi sia in questa struttura negoziale un'abusiva sollecitazione d'investimento. Infligge la sanzione che viene impugnata dalla società.** La corte d'appello di Napoli accoglie i rilievi della società ritenendo che la volontà delle parti fosse il trasferimento della proprietà, cioè del diamante a fronte di un pagamento di un prezzo e quindi non rinveniva nella struttura negoziale né un elemento di rischio né un elemento di un potenziale rendimento perché l'importo di 80 euro veniva versato a fronte del servizio di custodia. **Il provvedimento della corte viene impugnato e rinviato in cassazione dalla CONSOB.** Ricorso che viene **accolto dalla cassazione.**

Perché si configuri un **prodotto finanziario** occorrono **3 elementi**:

- vi sia un **conferimento di una somma** di denaro da **parte del cliente**,
- vi sia un'**aspettativa di profitto o rendimento** e
- vi sia la presenza di un **rischio**.

Tutti questi elementi sono presenti **nel caso analizzato** poiché **c'è un trasferimento di denaro** dal cliente alla società diamond, **c'è un'aspettativa di rendimento (80 euro)**, **c'è un rischio** (che non era presente per la Corte d'appello) emittente perché il **risparmiatore correva il rischio d'insolvenza in caso di mancato pagamento della società.**

Condanna Diamond e sanzione CONSOB per abusiva sollecitazione all'investimento.

La vendita di diamanti, l'investimento in pietre preziose non è un prodotto finanziario, non è ascritta a questa disciplina di per sé. **Lo è però in quello specifico schema negoziale.**

La CONSOB distingue il caso di vendita di diamanti presso il canale bancario e il caso appena esaminato. In quel caso era la struttura negoziale che configurava la vendita del bene materiale come un prodotto di natura finanziario. La vendita di prodotti con finalità d'investimento (es pietre preziosi, immobili.) vanno a soddisfare bisogni reali e non solo assoggettati alla disciplina degli strumenti finanziari o alla disciplina di sollecitazione all'investimento.

Altro esempio: cassazione 2018

Decisione **avente ad oggetto beni d'arte e quadri**

Anche qua la vendita di beni d'arte era strutturata in modo tale che l'interesse delle parti fosse essenzialmente di natura finanziaria: il cliente acquista un bene ad un prezzo scontato rispetto al prezzo di listino e trascorso un determinato periodo di tempo il cliente poteva richiedere la retrocessione del bene a fronte del pagamento di un prezzo con il surplus (il rendimento di quello sconto che era stato concesso originariamente).

Anche qui la cassazione individua non solo l'elemento dell'investimento, ma soprattutto l'aspettativa di rendimento e la presenza di un rischio (emittente anche in questo caso).

Altro esempio: schema contrattuale con ad oggetto operazioni immobiliari (acquisto della nuda proprietà).

APPROFONDIMENTO CRIPTOVALUTE

Vi è una posizione nell'ordinamento nazionale. **Una comunicazione della Banca d'Italia del 2015 classifica le criptovalute come valute** (al di fuori dell'area degli strumenti e prodotti finanziari). La questione è controversa, poiché la classificazione **delle criptovalute come strumenti di pagamento è assai dibattuta**. In Germania **invece le criptovalute poiché non utilizzate solo come strumenti di pagamento ma sono pensate prevalentemente come strumenti di investimento vengono classificate come strumenti finanziari**. **Laddove le criptovalute siano configurate in modo tale da ricorrere i presupposti del prodotto di natura finanziaria (investimento, rendimento, rischio)** si ricade **nella classificazione di prodotto finanziario** e con la conseguente disciplina di sollecitazione all'investimento.

Questo è il caso della delibera CONSOB dove viene evidenziato che l'emittente non si limita a vendere delle criptovalute ma garantisce sulla base di un classico schema Ponzi a offrire dei rendimenti particolarmente elevati con conseguente assunzione di rischio emittente. La motivazione della delibera conclude nel segno della configurazione della sollecitazione al pubblico abusiva. Sanzione della società in questione e divieto della offerta al pubblico.

La consob ha sanzionato la commissionaria che scambiava le cripto come strumenti finanziari, violando la riserva di attività che c'è sui servizi di investimento.

APPROFONDIMENTO 2

OBBLIGHI INFORMATIVI; FLUSSO INFORMATIVO CHE VA DALL'INTERMEDIARIO AL CLIENTE.

Oltre a norme ben definite, esistono norme di carattere generale, in particolare l'art.48 del **Regolamento delegato prevede come regola di carattere generale** (standard) che le **INFORMAZIONI FORNITE AI CLIENTI O AI POTENZIALI CLIENTI** devono **ESSERE TALI** che il cliente o potenziale **CLIENTE SIA IN GRADO DI ADOTTARE DECISIONI DI INVESTIMENTO INFORMATE**.

Il tema è delicato perché effettivamente, al di là della norma di dettaglio, è **piuttosto controverso in giurisprudenza quale sia il livello di dettaglio che queste informazioni** devono avere rispetto uno specifico strumento finanziario affinché possa **essere soddisfatta la condizione** che l'investitore sia in grado di **assumere decisioni di investimento informato**.

Rispetto a questa tematica **era infatti sorto un dibattito giurisprudenziale sulla vecchia norma dell'art. 31 regolamento intermediari**, che si era poi sviluppato su tre ***orientamenti informativi**:

1. **Orientamento "formalista"**: alcune sentenze (una minoranza) hanno **ritenuto sufficiente**, ai fini del rispetto della disciplina, **la comunicazione al cliente di avvertenze sintetiche** e di tenore generale (es.: **"alto rischio", "non facile liquidabilità", "notevole rischio di oscillazione"**), contenute nei moduli d'ordine o altra documentazione consegnata.

Critica: l'orientamento è stato criticato perché **non tiene in adeguato conto** (e sostanzialmente vuota) **l'obiettivo di consentire al cliente di compiere scelte di investimento consapevoli**. Infatti molte altre sentenze hanno espressamente negato la sufficienza di tale tipo di comunicazioni.

2. **Orientamento "massimalista"**: altre sentenze (in numero crescente) hanno tradotto le prescrizioni regolamentari nella necessità di **fornire al cliente numerose informazioni** analitiche e dettagliate [es.: *rating* (o sua mancanza), politiche economiche, bilanci degli ultimi anni, capitale sociale, volume di affari dell'emittente], in misura tanto maggiore quanto minore è la conoscenza e la competenza del cliente.

Critica:

- in alcuni casi, appare evidente una certa influenza del "senno di poi": **valutazioni ex-post**, con la consapevolezza del fallimento (es. caso Parmalat).
- inoltre riversare **sul cliente inesperto una grande quantità di informazioni** tecniche e dettagliate al fine di consentirgli una decisione consapevole è non solo contrario al buon senso, ma anche inutile dal punto di vista economico-finanziario. Secondo la teoria prevalente, in un mercato finanziario sufficientemente liquido e trasparente, in cui operano investitori professionali, il prezzo/rendimento di un prodotto finanziario già riflette le informazioni su esso disponibili (c.d. *Efficient Capital Market Hypothesis*). La teoria non è pacifica, ma costituisce perlomeno l'ipotesi di lettura prevalente.

3. **Orientamento "pedagogico"**: orientamento proposto in alcune sentenze e commenti, che ricerca un **equilibrio tra le opposte esigenze** (tutela degli investitori – risparmio di inutili aggravamenti dei doveri dell'intermediario) e **asigna all'intermediario un compito "didattico" (o esplicativo)**:

- **Non tante più informazioni quanto meno è esperto il cliente**, ma, viceversa, una selezione mirata e sintetica delle informazioni che il cliente è in grado di comprendere
- **Decodificazione a favore del cliente del significato** segnaletico dei **prezzi di mercato**, con evidenziazione e illustrazione delle componenti **di rischio implicate**
- **Valorizzazione delle caratteristiche specifiche del singolo prodotto**
- In linea generale, presunzione di sufficienza della **documentazione standardizzata dell'intermediario al fine di consentire una scelta consapevole**, ma anche ammissione della possibilità di prova contraria da parte del cliente.

Questa prospettiva (orientamento pedagogico) trova poi una forma di riscontro anche (oltre ad alcune pronunce giurisprudenziali) **nella comunicazione CONSOB 2009**. Questa comunicazione ha ad **OGGETTO I PRODOTTI *ILLIQUIDI**. È molto rilevante perché ha ad oggetto una materia che ha una rilevanza molto importante nel mercato italiano.

Per prodotto illiquido s'intende quei prodotti che determinano per l'investitore ostacoli o **limitazione allo smobilizzo entro un lasso temporale** ragionevole a condizioni di prezzo significative. Stiamo parlando di quei prodotti che non sono negoziati su un mercato regolamentato ma che comunque vengono offerti agli investitori (es. obbl bancarie, azioni banche popolari, contratti derivati,...).

Rispetto a questa **la CONSOB ha ritenuto di fornire delle specifiche regole** in materie di trasparenza **obbligando gli intermediari che vogliono offrire questi prodotti illiquidi agli investitori retail determinate informazioni**.

In particolare, si richiede:

- **Scomposizione (unbundling)** delle **diverse componenti** che concorrono al complessivo esborso finanziario del cliente, al fine di far **comprendere quale sia il valore vero** (fair value) del prodotto.
- **Indicazione del valore di smobilizzo dell'investimento nell'istante immediatamente successivo all'acquisto**
- **Informazioni in merito a modalità, costi e tempi di esecuzione dello smobilizzo**
- **Confronti con prodotti liquidi e di analoga durata**
- **Analisi di scenario di rendimento prospettiche**
- **Esplicitazione del fair value del prodotto** e del presumibile valore di realizzo nella documentazione periodica

Dalle indicazioni emerge un approccio che privilegia un'informativa sintetica e selettiva, rispetto a una trasmissione analitica e indiscriminata di informazioni dettagliate.

Rispetto a questo tema analizziamo una **sentenza del tribunale di Verona**, che con riferimento a una fattispecie avente ad oggetto l'acquisto da parte di un risparmiatore di azioni della Banca popolare di Vicenza (successivamente insolvente), **l'intermediario (che era anche emittente) aveva commesso una serie di violazioni** (tra le quali la violazione di obblighi informativi e specifici rispetto alla natura di prodotto illiquido dello strumento).

A fronte della contestazione dell'intermediario **riguardante il fatto che il prodotto non potesse essere classificato come illiquido**, la sentenza evidenzia come questa circostanza non possa essere considerata come vera, in ragione del fatto che la liquidità deve essere valutata in maniera sostanziale e non può essere rappresentata dal fatto semplicemente che una qualche circolazione dei titoli c'era ma i compratori erano soltanto gli altri soci o la Banca stessa.

Rispetto a questo tema nella decisione si rileva come la Banca non avesse fornito alcun tipo di informazioni indicate precedentemente. La sentenza conclude pertanto per la condanna della Banca popolare di Vicenza.

LEZIONE 3

LA PROFILATURA DEL CLIENTE E I REGIMI DI PRESTAZIONE.
LA CLASSIFICAZIONE DELLA CLIENTELA
FLUSSO INFORMATIVO DA CLIENTE A INTERMEDIARIO

Il tema attiene alla valutazione che l'intermediario deve effettuare affinché si possa ritenere concluso il contratto relativo al servizio d'investimento.

In questa materia è sempre **stata cura del legislatore** occuparsi non solo del fatto che **L'INTERMEDIARIO DIA ADEGUATE INFORMAZIONI AL CLIENTE (PRIMA, DURANTE E DOPO LA PRESTAZIONE DEL SERVIZIO)**, **ma anche** del fatto che l'intermediario deve preoccuparsi che il **cliente sia in grado di comprendere il tipo di servizio, di strumento finanziario** che va ad acquistare e che questo prodotto e/o **servizio sia coerente con le sue caratteristiche** (aspetto molto peculiare rispetto ad un normale mercato di beni e servizi... es. un venditore di automobili non si preoccupa di verificare il comportamento dell'autista e le sue capacità di guida). **Il motivo** sta nella **complessità del servizio**, nella presenza di importanti **asimmetrie informative** oltre che alla rilevanza centrale dei servizi di investimento e all'efficienza dei mercati finanziari (la funzione del mercato finanziario è centrale per assicurare che le risorse finanziarie, sempre insufficienti a soddisfare la domanda, siano allocate presso i soggetti che sanno meglio sfruttare quelle risorse: a parità di input sono in grado di generare maggiore output).

Prima del recepimento della MiFID, il previgente Regolamento Intermediari (delibera Consob n. 11522/1998) **impondeva a essi unicamente un controllo di adeguatezza** così configurato:

- Obbligo di “**chiedere all'investitore notizie circa la sua esperienza** in materia di investimenti in strumenti finanziari, la **sua situazione finanziaria** (patrimonio e reddito), i suoi **obiettivi di investimento**, nonché circa la sua **propensione al rischio**”
- Divieto di “**effettuare con o per conto degli investitori operazioni non adeguate per tipologia, oggetto, frequenza o dimensione**”, tenuto conto delle informazioni acquisite inizialmente “e di ogni altra informazione disponibile in relazione ai servizi prestati” (es. le azioni della società quotata sul mercato russo devono essere conformi alle caratteristiche del cliente, se luce verde ok, se luce rossa all'intermediario era preclusa la prestazione del servizio d'investimento)
- **Divieto derogabile (= operazione inadeguata di investimento comunque consentita)** in presenza di
 - ❑ **Avvertimento dell'intermediario al cliente dell'inadeguatezza dell'operazione e delle sue ragioni**
 - ❑ **Ordine scritto (o audioregistrato) del cliente di procedere comunque all'operazione, nonostante l'avvertimento ricevuto**

A fronte di questa interpretazione delle disposizioni il meccanismo di superamento del divieto in caso di inadeguatezza dell'operazione veniva interpretato a favore delle banche (la banca per non doversi preoccupare di effettuare valutazioni di adeguatezza non sempre facili e di poter operare nonostante la non compatibilità dello strumento tendevano ad acquisire il consenso ad operare anche in situazioni di inadeguatezza tramite una mera informativa e una sottoscrizione facilmente

acquisita di procedere comunque con l'operazione. Esisteva pertanto un'imposizione fortemente liberista. Una delle **novità più significative** tra le modifiche introdotte con il **recepimento della MiFID** (Market in Financial Instruments Directive, dir. 2004/39) nella normativa sui servizi di investimento consiste nella **previsione di tre *regimi alternativi** (prima vi era soltanto il regime dell'adeguatezza) in cui **l'intermediario può prestare servizi al cliente**

- ***Mera esecuzione**
- ***Appropriatezza**
- ***Adeguatezza**

Queste tre regimi sono **differenti** soprattutto quanto all'aspetto del controllo da parte dell'intermediario sulla **conformità degli investimenti rispetto alle caratteristiche del cliente**.

A seconda del regime applicabile l'obbligo d'ingerenza dell'intermediario varia.

Nel caso di mera esecuzione non c'è alcuna ingerenza. Nel caso di adeguatezza l'ingerenza è così incisiva che non può essere derogata neppure col consenso delle parti.

MERA ESECUZIONE - no controllo- residuale piano normativo ma ha applicaione nel piano pratico- Trading online

In regime di mera esecuzione, l'intermediario si limita a eseguire gli ordini del cliente senza dover acquisire alcuna informazione sul cliente e senza effettuare alcun controllo sul merito dell'operazione.

APPROPRIATEZZA conoscenza ed esperienza NO cap eco NO obb Derogabile

In regime di **appropriatezza** (che corrisponde al **regime di adeguatezza pre-MiFID**), l'intermediario deve:

- **acquisire informazioni sul cliente in merito alla sua conoscenza ed esperienza per il tipo specifico di strumento o di servizio proposto o chiesto (= tipi di servizi, operazioni e strumenti finanziari con i quali il cliente ha dimestichezza, livello di istruzione e professione, investimenti eseguiti) **no capacità eco, no obiettivi****
- **Verificare che il cliente abbia il livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere i rischi che lo strumento o il servizio di investimento offerto o richiesto comporta**

In questo caso **l'intermediario ha pertanto l'obbligo di verificare la conformità** dello strumento e servizio offerto o richiesto **rispetto alle caratteristiche di conoscenza ed esperienza del cliente**.

Nel caso di cliente professionale*, l'intermediario può presumere che sussista tale condizione.

ADEGUATEZZA + capacità economica, obiettivi, orizzonte temporale. Non derogabile Applicato ai servizi di consulenza e gestione di portafogli

In regime di adeguatezza, l'intermediario deve:

- ✓ **Acquisire informazioni sul cliente in merito a:**
 - **Conoscenza ed esperienza (come nel regime di appropriatezza)**
 - **Situazione finanziaria, inclusa capacità di sostenere le perdite** (fonte e consistenza del reddito, patrimonio complessivo, impegni finanziari)
 - **Obiettivi di investimento, inclusa la tolleranza al rischio** (orizzonte temporale, preferenze in materia di rischio, profilo di rischio e finalità dell'investimento).
- ✓ **L'intermediario deve quindi verificare che l'investimento da effettuare:**
 - **sia di natura tale che il cliente abbia la conoscenza ed esperienza necessarie per comprenderne i rischi implicati**

- ❑ Nel caso di cliente professionale, l'intermediario può presumere che sussista tale condizione (art. 54.3 Reg 565/17)
- **comporti rischi compatibili con la situazione finanziaria del cliente**
 - ❑ Nel caso di prestazione del servizio di consulenza a un cliente professionale di diritto, l'intermediario può presumere che sussista tale condizione (art. 54.3 Reg 565/17)
- **corrisponda agli obiettivi di investimento del cliente**

OBBLIGHI RELATIVI ALLA VALUTAZIONE: vedi Rik

Nell'acquisire le informazioni necessarie, gli intermediari:

- **Non possono incoraggiare il cliente a non fornire le informazioni richieste**, anche se nella prassi non è sempre facile
- **Possono fare affidamento sulle informazioni fornite dai clienti, a meno che siano manifestamente superate, inesatte o incomplete**

In caso di **valutazione negativa** (=giudizio di non appropriatezza o di non adeguatezza) o in caso di **manca di informazioni sufficienti** a formulare una valutazione (per es. per rifiuto del cliente di fornire informazioni):

- **in regime di appropriatezza**: l'intermediario deve darne avvertimento al cliente, anche mediante formato standardizzato. Se il cliente decide comunque di procedere l'intermediario può procedere (= meccanismo adeguatezza pre-MIFID)
- **In regime di adeguatezza**: l'intermediario deve astenersi dal prestare il servizio (valutazione negativa bloccante), anche nel caso in cui il cliente espliciti la volontà di effettuare l'operazione (impostazione di tipo paternalistico).

AMBITI DI APPLICAZIONE – vedi appunti schiaffonati

Il criterio in base al quale stabilire in quale regime l'intermediario deve operare è costituito dal tipo di servizio prestato (non dal tipo del cliente).

- **Regime di adeguatezza**: in caso di **prestazione dei servizi di consulenza e gestione di portafoglio**; questo perché questi due servizi necessitano un **maggiore intervento da parte dell'intermediario** (sono servizi in cui non è presupposto un ordine del cliente e l'iniziativa può partire dall'intermediario) e **una maggiore personalizzazione**; questo evidenzia un **maggior grado di rischio e una responsabilità dell'intermediario maggiore**. Da qua il maggior rigore per tali servizi d'investimento.
- **Regime di appropriatezza**: in caso di prestazione degli altri servizi;
- **Regime di mera esecuzione** in caso di: prestazione soltanto di esecuzione (o per conto proprio o per conto terzi, lettera a) e b)) o di ricezione e trasmissione di ordini (lettera d), a condizione che:
 - il servizio è prestato su iniziativa del cliente;
 - il servizio ha per oggetto strumenti finanziari non complessi (plain vanilla, ad es. azioni quotate, obbligazioni non strutturate, strumenti del mercato monetario);

- il cliente è stato avvertito dell'assenza di valutazione;
 - sono rispettati gli obblighi in materia di conflitti di interesse.
- Un esempio di applicazione di questo **regime è il trading online**.

La logica sottesa a tale criterio è che la responsabilità dell'intermediario sul merito degli investimenti del cliente è maggiore quanto più incisivo è il suo intervento sulle scelte del cliente.

Si *passa quindi da un modello liberale* (impostazione in cui si lascia la scelta al cliente una volta informato dei relativi rischi) ad un **modello *paternalista** in cui **l'intermediario deve proteggere il cliente dai rischi**. La **ratio** alla base riguarda la presenza di **rischi di conflitti di interessi, di scandali finanziari e infine l'evidenza di comportamenti non sempre razionali** (spesso l'investitore effettua scelte non coerenti anche se ben informato). *Da qua la necessità del legislatore di proteggere con un atteggiamento paternalista l'investitore contro l'assunzione di rischi eccessivi.*

In Italia questo è legato soprattutto al fatto che il canale distributivo principale è costituito dalle banche e quindi il grado di fiducia riposto nelle banche proprio per il loro ruolo di intermediario ha spinto ancora di più degli altri paesi a accentuare questo rischio.

L'elemento centrale è poi quello **DELL'INTERPRETAZIONE DELLA CONSULENZA**.

Risulta **piuttosto difficile capire se al servizio di negoziazione** (effettuato magari allo sportello) sia **affiancato anche il servizio di consulenza**.

Il servizio di consulenza è caratterizzato da una certa dematerializzazione del rapporto; per definizione è un **servizio che si esplica e trova concretezza in colloqui individuali che risultano difficilmente provabili ex-post** che sono e rappresentano una normale evoluzione di un rapporto fiduciario tra cliente e funzionario i cui limiti non sono facilmente definibili. **Nel momento in cui si attribuisce alla consulenza un ruolo così centrale (come quello attribuito dalla MIFID)** dove si dà il maggior livello di rigore come regime applicabile è centrale **è necessario *capire quando siamo di fronte ad una consulenza e quando si applichi questo regime di adeguatezza**.

Diviene fondamentale assicurare adeguata **TUTELA AL CLIENTE CONTRO IL RISCHIO DI COMPORTAMENTI OPPORTUNISTICI DELL'INTERMEDIARIO** (che magari presta consulenza, invitando nei colloqui a stipulare certi strumenti finanziari e certi servizi d'investimento che non potrebbero essere prestati in regime di adeguatezza, in quanto non coerenti col profilo di rischio del cliente).

Nel momento in cui il legislatore aggancia una disciplina alla prestazione di un servizio d'investimento la regola è teoricamente molto chiara:

- ✚ **se c'è negoziazione si applica l'appropriatezza,**
- ✚ **se c'è consulenza si applica l'adeguatezza.**

La pratica è però più complessa; se la gestione patrimoniale è chiara (vi è un contratto ad hoc), nel caso di servizio di consulenza, i confini sono piuttosto labili perché si esplicano spesso anche in semplici colloqui tra intermediario e cliente; **QUESTO PERCHÉ LA CONSULENZA È QUALUNQUE RACCOMANDAZIONE PERSONALIZZATA E SPECIFICA** (l'onerosità non è un requisito).

Vi è pertanto il rischio per il cliente che venga prestata consulenza ma in un regime di appropriatezza. Dal lato banca il problema può porsi nel momento in cui vi sia la contestazione del rapporto.

Da qui la necessità di individuare criteri più solidi per **distinguere quando si applica un regime e quando un altro**.

Per ridurre l'incertezza **uno dei sistemi** era quello di prevedere una **DIFFERENZA TRA *CONSULENZA PASSIVA E ATTIVA**:

Nella consulenza passiva si ha la prestazione di **raccomandazioni personalizzate** al cliente in risposta a **iniziative di investimento da parte del cliente** stesso in cui la prestazione delle raccomandazioni personalizzate discendono da una richiesta del cliente stesso. (**REGIME APPROPRIATEZZA**)

Nella consulenza attiva si ha la prestazione di **raccomandazioni personalizzate** al cliente su **iniziative dell'intermediario**. (REGIME ADEGUATEZZA)

Nel primo caso l'intermediario opera in regime di appropriatezza mentre nel secondo in regime di adeguatezza. I vantaggi di queste due distinzioni sono una maggior flessibilità operativa in base a ciascuna operazione di investimento. **Uno svantaggio**, invece, è la possibilità di **un facile abuso di distinzione (è difficile andare a distinguere ex-post la situazione)**.

Non è raro il caso in cui l'Autorità di vigilanza andava a verificare in concreto che il cliente si trovasse in un situazione di incoerenza del suo profilo di rischio con il prodotto e il regime applicato risultasse spesso quello dell'appropriatezza.

La prassi oggi più coerente e adottata in concreto è quella di ***distinzione per canali**. Per canali si intende la **modalità di interazione tra cliente e intermediario**.

La scelta è quella di **applicare il regime di adeguatezza** in ogni **caso in cui il contatto tra cliente e intermediari avvenga in filiale anche se il cliente si reca il filiale per un servizio di livello inferiore (es. servizio di negoziazione)**.

Se invece il cliente **opera tramite canali automatici** (es. telefonico, internet..) il regime di valutazione **applicabile è quello di appropriatezza** perché sostanzialmente si presume che in presenza di un **canale automatizzato non si sia in presenza di un servizio di consulenza** (poiché non vi è la personalizzazione del consiglio). Il vantaggio di questa soluzione è quello di una riduzione dei rischi di contestazione ex post da parte dei clienti e una maggior chiarezza operativa. Uno svantaggio è la maggior rigidità operativa con il rischio di non poter dar corso a operazioni consapevolmente richieste dalla clientela.

PROCEDIMENTALIZZAZIONE DELLA FASE ATTUATIVA → *profilatura del cliente

Quelle finora descritte sono le regole; tutto **ciò si traduce in procedure**.

Sul piano del flusso informativo le informazioni si acquisiscono tramite la **profilatura del cliente (questionario sottoposto al cliente contenente domande a cui il cliente deve rispondere)**.

Se il cliente non risponde o se fornisce informazioni false cosa succede? Le regole sono contenute nel Regolamento Intermediari e in linee guida elaborate dall'ESMA che forniscono tutte le indicazioni per questi casi. In linea di principio, poiché **l'intermediario non è un operatore di polizia** deve **limitarsi ad acquisire le informazioni fornite e deve assumerle come veritiere. Deve però verificare eventuali incongruenze nelle risposte** (il questionario viene elaborato autonomamente da ogni intermediario; **ogni intermediario ha il suo questionario MIFID**. Sarà pertanto scelta dell'intermediario selezionare domande simili in posizioni differenti del questionario al fine di valutare la congruenza della risposta.

Sarà inoltre cura dell'intermediario confrontare le risposte con i dati disponibili). **In caso di incongruenza l'intermediario dovrà porre ulteriori quesiti e domande.**

In caso di mancata risposta l'intermediario non può costringere il cliente a rispondere ma potrà e dovrà astenersi alla prestazione del servizio (se la risposta è richiesta ai fini della prestazione del servizio).

L'intermediario può aiutare nella comprensione delle domande MA NON PUÒ PRECOMPILARE il questionario e NON DEVE INCENTIVARE A RISPONDERE IN UN CERTO MODO.

Rispetto invece al **profilo della valutazione**, la procedimentalizzazione si traduce in **UN SISTEMA INFORMATICO DI CALCOLO DELLA COMPATIBILITÀ DELL'INVESTIMENTO CON I DATI ACQUISITI SUL CLIENTE**.

La profilatura del cliente viene **tradotta in un'elaborazione informatica che classifica il cliente in un certo modo, con certe caratteristiche**. I prodotti e i servizi vengono conformati e confrontati con queste caratteristiche in modo da lasciare il minore margine di arbitrarietà e di errore ai singoli funzionari.

SERVIZIO DI CONSULENZA **POST MIFID 2**

Finora è stato trattato il servizio di consulenza tradizionale (dipendente, cioè prestato da un intermediario parallelamente o autonomamente dalla prestazione di altri servizi). Per tante ragioni (garantire maggiore concorrenzialità dei servizi, offrire servizi a costi inferiori, offrire servizi con un grado di autonomia e indipendenza ben maggiore) la Mifid 2 (entrata in vigore a gennaio del 2018) ha introdotto un servizio autonomo definito ***CONSULENZA INDIPENDENTE (o fee only)**. In pratica si tratta di una **CONSULENZA CHE PUÒ ESSERE PRESTATO DA SINGOLI PROFESSIONISTI O SOCIETÀ DI CONSULENZA** (non soltanto da intermediari come SIM e banche) **A FRONTE DEL RICONOSCIMENTO DI UN CERTO TIPO DI REMUNERAZIONE** e **CHE È CARATTERIZZATA DALLA INDIPENDENZA RISPETTO AGLI ALTRI SERVIZI PRESTATI**. È inoltre caratterizzata dal fatto che chi presta il servizio elabora e studia una quantità di strumenti finanziari sufficientemente ampia e variegata da escludere qualsiasi legame o vincolo con particolari intermediari. **Può essere prestata da soggetti che prestano unicamente consulenza.**

La consulenza indipendente **può essere prestata anche da altri intermediari** (es. Banca Intesa), ma in questo caso deve **essere separata dagli altri servizi** (le persone che prestano consulenza dipendente non possono prestare consulenza indipendente) e soprattutto deve essere tale per cui quando prestano consulenza lo fanno su una tipologia e un'ampiezza di strumenti finanziari tali da non essere in alcun modo interferita la loro valutazione dal fatto di appartenere o di prestare consulenza limitatamente a un singolo intermediario o una categoria di intermediari.

Deve essere molto chiaro al cliente se la consulenza è fornita su base dipendente o indipendente.

Sono inoltre richiesti **obblighi di informazione** particolarmente stringenti per coloro che prestano questo servizio di **consulenza indipendente** (in particolare devono essere **comunicati i costi ex-ante e ex-post**). Devono essere **esplicitate le motivazioni della raccomandazione** e formalizzate in un documento, **da conservarsi per cinque anni**.

È una consulenza che **non si limita a una raccomandazione orale**, ma che trova una sua **traduzione e una sua fissazione in rendiconti e report speciali**.

PROFILAZIONE DEL CLIENTE

Come già accennato la **profilazione del cliente consiste in un questionario**, che costituisce non solo l'adempimento della prestazione, ma anche una prova precostituita per l'intermediario (in caso di contestazione della conformità dello strumento rispetto alle caratteristiche del cliente). Il questionario **deve pertanto essere conservato**.

Vi sono linee guida dell'ESMA (del 2012 e aggiornate di recente) che danno una serie di indicazioni, anche di carattere pratico (es. trattano tema del caso di cointestazione del rapporto, ipotesi di rappresentanza, caso di persona giuridica).

Si tratta di un tema con una rilevanza pratica importantissima; dal punto di vista giurisdizionale è sempre molto importante aver svolto un'adeguata profilatura. Se la profilatura risulta mancante, pilotata, non completa, inesatta, non aggiornata, le contestazioni trovano spesso accoglimento.

LA PRODUCT GOVERNANCE NELLA MIFID 2

La prospettiva finora trattata è concentrata sul momento della vendita del servizio. **Il momento cruciale per la valutazione della bontà del servizio prestato** (piena validità ed efficacia) è quello del momento **della vendita del servizio** (es. quanto effettua l'ordine, quando viene prestato il servizio).

È una prospettiva che soprattutto nella disciplina impostata in via paternalistica rappresenta un classico punto di **attenzione dal punto di vista della tutela**, perché quello è **un momento in cui viene assunta la decisione**, in cui è verificata la **consapevolezza del cliente**, in cui è verificata **l'adeguatezza e l'appropriatezza dello strumento finanziario** o del servizio.

È però **solo una parte della catena distributiva** (è la parte finale).

La **prospettiva della product governance** è quella di **anticipare l'esame di congruità** dello strumento finanziario rispetto al destinatario ad un momento anteriore. La prospettiva della product governance è quella di **obbligare non soltanto il distributore finale a verificare se quel determinato strumento finanziario è coerente con le caratteristiche del cliente**, ma fin dal momento della creazione dello strumento obbligare il **creatore (l'emittente) a individuare il target market (mercato di riferimento) a cui quello strumento finanziario è destinato**. Il creatore deve quindi individuare le caratteristiche dei potenziali clienti a cui quello strumento finanziario è idoneo.

Questo **non esclude un'analisi in sede di vendita dello strumento finanziario da parte dell'intermediario (distributore finale)**, ma amplia la tutela obbligando anzitutto un'analisi anticipata dello strumento e soprattutto obbliga il creatore dello strumento a andare a esaminare fin dal principio quale siano le adeguate catene distributive del suo prodotto finanziario e porre in essere degli strumenti per cui quello strumento finanziario venga poi destinato effettivamente a quel target market di riferimento.

Ciascun produttore di strumento deve pertanto **individuare la clientela target e riesaminare periodicamente la coerenza del prodotto rispetto la clientela target** (se cambiano le condizioni di mercato potrebbe essere che quello strumento finanziario inizialmente pensato per un certo tipo di clientela non è più coerente con quella clientela).

L'OBBLIGO DI PRODUCT GOVERNANCE STA A CAPO ANCHE DEL PRODUTTORE FINALE CHE DEVE ANDARE A RIESAMINARE SE EFFETTIVAMENTE IL CLIENTE A CUI VIENE DISTRIBUITO QUEL PRODOTTO RIENTRA IN QUEL TARGET MARKET DI RIFERIMENTO e se non vi rientra vi sarà un maggior onere di dimostrazione per lui sotto il profilo dell'adeguatezza e dell'appropriatezza.

LA *CLASSIFICAZIONE DELLA CLIENTELA

Finora non abbiamo ancora parlato della classificazione della clientela; **nel questionario MIFID nella profilatura parliamo di caratteristiche della clientela**, non di classificazione (due profili differenti).

Ci sono clienti che per le loro caratteristiche intrinseche non necessitano di tutte quelle tutele (in termini di protezionismo, in termini di obblighi d'informativa) che abbiamo trattato finora. **Quanto finora detto vale per la clientela retail (cliente al dettaglio)**.

Oltre ai clienti retail **esistono i clienti professionali, cioè soggetti che per le loro caratteristiche non hanno bisogno di queste tutele di obblighi informativi**. Gli obblighi informativi comportano **oneri economici molto rilevanti a carico della clientela**. Pertanto può essere conveniente per un cliente qualificato non dovere sottostare a quelle regole che sono invece previste per i clienti al dettaglio.

Se non vi è esigenza di protezione specifica il dettato è quello di tornare al **diritto comune (dove non vi sono tutte quelle forme di protezione citate)**.

Le opzioni di regolazione possono di due profili: **RIKKK**

- individuare qual è il **soggetto classificato come professionale** **requisiti oggettivi definiti da Consob sentita BDI** spetta al MEF individuare i clienti professionali pubblici e relativi criteri di identificazione) **clienti professionali su richiesta**, in passato bastava autovalutazione ora **no** (richiesta per iscritto, **l'intermediario avvisa sulle tutele perse** (in presenza di quali caratteristiche il soggetto è professionale?). Questa è una tematica molto delicata e se nessuno dubita di quei casi di clienti professionali di diritto (allegato 3 al TUF), **cioè banche, SIM, intermediari finanziari vigilati,...**, per altri soggetti c'è una maggiore alea e maggiore complicazione dal punto di vista della

tecnica redazionale legislativa (dove pongo il livello della professionalità tale per cui escludo?). Il legislatore comunitario, e conseguentemente quello nazionale, ha fatto un'opzione di prevedere automaticamente clienti professionali di diritto (soggetti sopracitati e imprese di grandissime dimensioni che superano parametri fissati per legge) e clienti professionali su richiesta. Con riferimento a quest'ultima categoria in passato poteva essere classificato cliente professionale chiunque si valutava come cliente professionale. Oggi il legislatore ha deciso di ammettere i clienti professionali su richiesta che rispettano una serie di parametri sia quantitativi (economici) sia procedurali.

- **Prevedere possibilità di modulazione** (ad esempio la possibilità che un cliente **professionale** **chieda di vedersi applicata la disciplina di tutela del cliente retail** o chieda che per certi servizi o certe occasioni gli sia applicata): **il legislazione non ha voluto dettare una regola assoluta in termini di deroga/esenzione ma ha previsto una modulazione regolabile (a richiesta del cliente stesso)**. Ovviamente è prevista **solo l'elevazione della protezione** (non si possono abbassare le tutele).

APPROFONDIMENTO LEZIONE 3

TEMATICA PROFILATURA MIFID

Primo documento (2018) consiste negli orientamenti ESMA su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza MIDIF 2. Aggiorna le linee guida del 2012 in relazione alle **modalità con cui deve essere applicata la regola di adeguatezza nei diversi ordinamenti**, con **specifico riferimento la raccolta delle informazioni del cliente. È una linea guida, quindi un documento che di per se non ha valore normativo diretto ma che ha il ruolo di andare ad allineare** (nel suo ruolo interpretativo) i **diversi orientamenti che ciascuna autorità di vigilanza** applica della normativa europea.

È strutturato in orientamenti generali e orientamenti di supporto su specifici quesiti attinenti all'acquisizione dell'informazioni.

Gli altri documenti contengono alcuni temi accennati precedentemente.

Un primo documento (delibera CONSOB 2009) consiste in un provvedimento ingiuntivo (sanzione nei confronti della banca popolare di Milano).

È un documento esemplificativo del comportamento della CONSOB quando si **reca per effettuare delle ispezioni presso intermediari vigilati**.

I funzionari recandosi presso gli intermediari vigilati acquisiscono le loro informazioni circa il comportamento posto in essere da quest'ultimi, tramite l'analisi della **documentazione generale (policy e procedure interne) e dei singoli dossier**.

Il primo profilo è particolarmente rilevante: per chi opera nel settore è molto importante la presenza di procedure interne volte a regolamentare i processi interni, sia perché consente di uniformare i comportamenti dei funzionari e controllarli, sia perché le procedure stesse rappresentano una prova costituita del corretto adempimento delle regole imposte ai soggetti vigilati.

In questo caso, **nell'ispezione che la CONSOB ha posto in essere nei confronti dell'intermediario emerge la modalità con cui opera la BPM con riferimento alla prestazione di determinati servizi d'investimento** (in particolare i servizi di consulenza).

Particolarmente rilevante è che la CONSOB rilevi dalla documentazione informatica, le scorrettezze dei comportamenti nella misura in cui a fronte dell'offerta di determinati servizi e strumenti finanziari l'operatore procedeva a sistemi **di profilatura *pilotata** (profilava il cliente in modo conforme con lo strumento che intendeva cedere). **Veniva quindi adattato il profilo del cliente con quello dello strumento finanziario (logica totalmente opposta).**

La CONSOB ha rilevato questo tramite l'esame della registrazione informatica di profilature che avvenivano con distanza di pochi minuti l'una dall'altra. Inoltre ha rilevato quasi sempre la coincidenza di profilature o riprofilatura in occasione della presentazione di determinati strumenti finanziari. Altro elemento rilevante è la verifica comparata delle diverse modalità con cui vengono offerti gli strumenti finanziari (quando gli incentivi per gli intermediari non erano elevati gli strumenti veniva offerti con certe modalità, per esempio con consulenza attiva e con l'applicazione di regole di adeguatezza, e invece ove vi era un maggior incentivo e un maggior livello di complessità di distribuzione ai clienti retail degli strumenti l'offerta avveniva principalmente con consulenza passiva).

Altro documento è una **decisione dell'ACF (2017)** che attiene a un caso in cui viene contestato da parte del cliente **la correttezza della profilatura effettuata dall'intermediario.**

Il **giudice procede ad analizzare** in concreto le **modalità con cui sono state assunte le informazioni da parte dell'intermediario.** Il giudice in questo caso va a sindacare nel merito la circostanza che **l'intermediario avrebbe dovuto rilevare l'incongruenza e la non veridicità delle affermazioni** effettuate dal cliente.

Come già spiegato **l'intermediario non è un operatore di polizia giudiziaria** e non deve **investigare sulla verità** delle risposte del cliente, ma deve rilevare eventuali incongruenze nelle risposte rispetto sia alle altre risposte ma anche rispetto ad altre informazioni a lui disponibili.

Approfondimento: decisione dell'ACF (2018) **riguardo al caso di cointestazione**

Questo tema è trattato specificatamente dagli orientamenti ESMA.

Viene in rilievo un caso in cui il conto **titoli veniva sottoscritto da due cointestari**

L'orientamento ESMA espone che la profilatura deve avvenire con un approccio prudentiale. Nel caso un soggetto abbia conoscenza ed esperienza superiore all'altro (o caratteristiche diverse relativi a orizzonti temporali, profili di rischio, ...) **l'atteggiamento dell'intermediario deve essere quello di valutare il profilo di rischio meno elevato. Nelle valutazioni di adeguatezza e appropriatezza l'intermediario deve però tenere conto anche delle scelte che non debbano pregiudicare gli interessi dell'altra parte.**

Ultimo articolo di dottrina del 2019 del professore Perrone

Articolo di dottrina a firma del professore Perrone (UNICATT) esperto in materia intitolato **"servizi di investimento e tutela dell'investitore"**. La tutela degli investitori in ambito UE è identificata come finalità delle norme regolatrici di mercati, emittenti e intermediari. **Cosa significa tutelare l'investitore?**

Tradizionalmente: **ridurre asimmetrie informative tra i soggetti per migliorare l'efficienza dell'investimento.** Tradizionalmente quindi **la trasparenza è lo strumento ideale**, anche perché costa poco. Le crisi finanziarie degli ultimi anni hanno fatto vedere come i **comportamenti individuali liberi** sono spesso in **contrasto** con

la teoria dell'**agente economico razionale** (la cui efficienza sarebbe ottimizzata con le informazioni fornite dalla trasparenza). Da qui **MIFID** ha fatto sì che fosse **compito dell'intermediario prendersi cura maggiormente degli interessi dell'investitore**. Anche l'**allargamento della definizione di consulenza** significa in pratica assoggettare alla **verifica di adeguatezza ogni operazione**. Dopo la crisi finanziaria con l'avvento di MIFID II si passa ad una **tutela ancora maggiore con la disciplina della product governa**

Ultimo articolo di dottrina del 2019 del professore Perrone

LEZIONE 4

I contratti.

Le conseguenze della violazione delle regole di condotta.

LE BASE CONTRATTUALI DEL RAPPORTO TRA INTERMEDIARIO E INVESTITORE: + appunti riccardo

Sul piano giuridico, il **rapporto di intermediazione finanziaria tra soggetto abilitato e investitore** si realizza mediante la **conclusione di un contratto**. Nel **nostro ordinamento il contratto è il negozio** giuridico più **importante**. Trova una disciplina molto dettagliata nel libro IV del cod.civile e **definisce i diritti e gli obblighi delle parti**. In particolare, definisce le pretese, le facoltà e gli obblighi di ciascuna parte. Tratteremo principalmente di contratti bilaterali (due parti).

Se validi, tali contratti costituiscono la prima (in senso logico, non gerarchico) fonte di regolazione cogente (norme non derogabili) del rapporto (art. 1372 c.c.: "**il *contratto ha forza di legge tra le parti***"). Quest'ultima affermazione non fa però venire meno il rango delle fonti di disciplina di un rapporto contrattuale; **le parti sono libere di scegliere se e come regolare il loro rapporto sia sotto il punto di vista economico** (es. se stipulo contratto d'acquisto col barista di una brioche posso fissare il prezzo a scelta, le parti sono libere di determinare il contenuto economico) sia sotto il **punto di vista normativo** (posso prevedere in maniera libera come regolare dal punto di vista delle regole di funzionamento del contratto il rapporto contrattuale). **Il principio di fondo è quello dell'autonomia contrattuale (autonomia privata).**

Anche in un contesto di autonomia contrattuale il ruolo della legge è essenziale. **La legge anzitutto risponde alla funzione di attribuire efficacia vincolante ai contratti**. In assenza di una norma di legge che stabilisca che il contratto ha forza di legge tra le parti, **(altrimenti) il contratto avrebbe valore nullo**.

La legge attribuisce forza vincolante ai contratti, in tanto in quanto il contratto risponda a **determinati requisiti essenziali (requisiti di validità, es. il consenso, l'oggetto, la forma se prevista dalle parti o dalla legge)**. Perché abbia efficacia vincolante il contratto **deve essere stipulato con un consenso tra le parti che non presenti determinati vizi**. Il consenso deve essere formato liberamente, con una sufficiente capacità di intendimento delle parti.

L'ordinamento prevede in caso **di vizi la possibilità di un rimedio contrattuale (annullamento) per la parte il cui consenso non è formato correttamente**.

Inoltre l'ordinamento prevede che certi contratti che contrastano norme essenziali non possano ricevere protezione dell'ordinamento giuridico (sono considerati nulli). Esistono **casi di nullità** (es. contrasto con la legge, contrasto con l'ordine pubblico, contrasto con il buon costume..).

Altro ruolo essenziale delle **legge è quello di assicurare l'esecuzione (anche forzata) del contratto**. Pertanto qualora i patti non siano rispettati l'ordinamento **fornisce degli strumenti a colui che non è inadempiente di tutelarsi contro la parte inadempiente**, prevedendo **rimedi di carattere coercitivo o risarcitorio**. Da qui la previsione di rimedi contro l'inadempimento (es. azioni per l'adempimento coattivo, dove per esempio il giudice può imporre alla parte inadempiente un ordine di fatto di fare o non fare un determinato comportamento; può

inoltre prevedere rimedi dove il giudice ha la facoltà di sciogliere dal vincolo contrattuale le parti, cioè può risolvere il contratto tramite un risarcimento).

Inoltre **la legge ha un ruolo importante nel supportare le parti per ridurre i costi transattivi**. Se avessimo un cod. civile rappresentato da un'unica norma le parti sarebbero costrette a disciplinare ogni dettaglio del rapporto contrattuale che vanno a stipulare; sarebbero cioè tenute a prevedere ogni ipotesi possibile.

Questo è un sforzo che comporta dei costi (di tempo e di professionalità) per stipulare un contratto completo (sempre che sia possibile). **Ecco perché nel nostro ordinamento una parte importante del cod.civile è dedicata alla disciplina dei tipi contrattuali** (nelle norme successive alla parte generale dei contratti ci sono **25/30 tipologie contrattuali già disciplinate dal legislatore**). È una sorta di **"menu" offerto dal legislatore alle parti da cui le parti possono liberamente scegliere per cogliere quello che più fa al caso loro**. Queste previsioni hanno principalmente **il ruolo di ridurre i costi transattivi**. Sono norme derogabili messe a disposizione delle parti; se però le parti ritengono non siano adeguate al loro caso possono liberamente disciplinarle diversamente. In caso contrario la norma di default è quella prevista dal codice.

L'autonomia contrattuale può essere fonte di massimo squilibrio, in quanto se teoricamente tutte le parti sono poste sullo stesso piano è evidente nella realtà dei fatti che ci sono parti che possono imporre il contenuto del contratto e altre parti che invece non possono o non vogliono neanche negoziare il contenuto del contratto. Pertanto l'ordinamento prevede **la presenza di previsioni di natura inderogabile**; cioè previsioni che vanno a **limitare l'autonomia contrattuale delle parti, vanno imporre alle parti una disciplina che anche se le parti volessero non potrebbero derogare**. È una **tecnica funzionale a tutelare la parte debole** e evitare che lo strumento contrattuale sia piegato a perseguire funzioni che l'ordinamento ritiene non meritevoli di tutela.

Un esempio sono **le norme di divieto di introduzione di determinate clausole** (art. 1229 c.c.), come la limitazione alla clausola di esclusione di responsabilità, o ci sono norme che introducono alcuni contenuti (es. nella disciplina del consumatore vi sono alcune previsioni imposte dalla legge, come il foro del consumatore che prevede che il consumatore possa agire in giudizio nel tribunale a lui competente per territorio).

Di regola queste limitazioni sull'autonomia privata impattano sui contenuti normativi, più raramente impattano il profilo economico.

*3 CONTRATTI INTERMEDIAZIONE ALLA BASE:

Tipicamente lo svolgimento del **rapporto di intermediazione finanziaria** ha inizio sulla base **di tre contratti**:

- **Contratto di conto corrente bancario**: svolge da supporto "a monte" per lo **svolgimento dei servizi di investimento**, **costituendo la provvista dalla quale il cliente attinge il denaro da investire**. E' **regolato dalla disciplina bancaria, quindi non dal TUF ma dal TUB**. E' soggetto a **vigilanza di Banca di Italia** e normalmente funge da provvista al contratto per la prestazione dei servizi di investimento
- **Contratto di deposito titoli in amministrazione**: è un **contratto accessorio**. Costituisce un **servizio ausiliare** a "valle" rispetto alla prestazione dei servizi di investimento. **Il suo contenuto è dato dalla custodia dei titoli che l'investitore acquista e che sono affidati in custodia all'intermediario**. L'intermediario **si impegna a detenere per conto e in nome del cliente i titoli**, ma anche **a riscuotere i**

dividenti / interessi o a svolgere altri servizi accessori. (ad esempio cedole, dividendi, interessi). È anche esso soggetto alla disciplina dei contratti bancari.

- **Contratto per la prestazione dei servizi di investimento:** questo contratto costituisce l'accordo centrale, **vertente sulle prestazioni che l'intermediario finanziario si obbliga ad effettuare nei confronti dell'investitore.** È soggetto alle regole del TUF, è espressamente sottratto alla disciplina dei contratti bancari. È un contratto che tuttora presenta delle **complessità di inquadramento** in quanto **non è tra quei contratti che è espressamente previsto dal cod.civile** (non è un contratto tipico e pertanto non presente nei 25/30 tipi di contratto disciplinate dal legislatore).

Il problema dei contratti atipici è che in difetto di una disciplina generale smette all'interprete andare a ricostruire a quale categoria contrattuale tipica è riconducibile quello specifico rapporto contrattuale. **Normalmente la tipologia di contratto a cui viene ricondotto è il contratto di mandato** (categoria che più si avvicina ai rapporti tra intermediario e investitore; il mandatario svolge un'attività nell'interesse del mandante).

Nella prassi, il contratto si caratterizza tipicamente **per una struttura a doppio livello**, formata **da un accordo di base (noto anche come "*contratto quadro")**, su cui si appoggiano i singoli ordini di negoziazione.

Il contratto quadro è il contratto dove vengono **regolate dal punto di vista sia normativo sia economico le prestazioni tra le parti e a cui fanno riferimento i singoli ordini di negoziazione.** Il contratto quadro però **non contiene alcun ordine di investimento.** **Si limita soltanto a prevedere che l'investitore stipula con l'intermediario un contratto con il quale l'investitore potrà impartire ordini di negoziazione all'intermediario, che l'intermediario sarà tenuto ad eseguire a determinate condizioni di tempo, di luogo e di costo e i servizi che l'intermediario dovrà prestare dovranno essere i seguenti: servizio di negoziazione, servizio di collocamento, servizio di consulenza, servizio di gestione patrimoniale, ecc...**

Questa natura duplice del rapporto (che trova un'eccezione nella gestione di portafogli, dove l'ordine del cliente non è necessariamente presente) **pone delle problematiche teoriche** che hanno poi ricadute pratiche, perché **alcuni ritengono che si tratti di un unico contratto in cui gli ordini sono meri atti esecutivi, altri invece collocano il contratto quadro nell'ambito dei contratti normativi** a cui poi si ricollegano dei rapporti contrattuali autonomi e distinti in occasione di ogni singolo ordine.

La differente configurazione dal punto di vista giuridico non è neutra perché se si configura come unico contratto l'eventuale vizio si ripercuote su tutti i rapporti e invece mantenendo l'autonomia dei singoli contratti non necessariamente il vizio inficia gli altri contratti stipulati.

IL CONTENUTO DEL CONTRATTO QUADRO

È previsto da una norma di legge di **rango secondario che è l'art 37 del nuovo Regolamento Intermediari**; la norma di rango primario che va a toccare **questi argomenti è l'art 23 del TUF** (tematiche attinenti la forma).

L'art 37 non detta quali contenuti deve avere, ma indica **soltanto l'oggetto** (di cosa deve trattare il contratto quadro). Ha la **FUNZIONE di imporre alla parte forte (cioè l'intermediario) di predeterminare** in maniera sufficientemente dettagliata **i contenuti delle prestazioni, SENZA IMPORRE PERÒ NE QUALI SIANO NE A QUALE CORRISPETTIVO DEBBANO ESSERE EROGATE.**

I CONTENUTI necessari del contratto quadro sono:

- **Tipologia di servizi forniti e di strumenti finanziari interessati** (es. servizio di negoziazione, di consulenza, gestione portafoglio,...; strumenti azionari, obbligazionari, derivati,...)

- **Periodo di efficacia, modalità di rinnovo e di modificazione del contratto**
- **Modalità attraverso cui il cliente può impartire ordini e istruzioni** (es. telefono, fax, email, PEC, soltanto in filiale,.....)
- **Frequenza, tipo e contenuti della rendicontazione al cliente**
- **Remunerazione e incentivi** per l'intermediario (es. commissioni)
- Se **viene prestata consulenza congiuntamente** ad altri servizi
- **Eventuali modalità di risoluzione stragiudiziale delle controversie** (prima di chiamare in causa il tribunale il cliente deve addire una forma di mediazione, tra cui l'esempio più importante in questa materia è l'ACF).

Questa tassonomia dei contenuti del contratto quadro **SVOLGE LA FUNZIONE DI TUTELA INFORMATIVA** (essenzialmente della parte debole, cioè del cliente), ma **mancono delle disposizioni** espresse sulle conseguenze alla **violazione di tali requisiti, cioè non è previsto espressamente cosa succede se il contratto non prevede uno o più di questi contenuti essenziali** (es. se comporta nullità contratto o unicamente inadempimento). Non esistono molte controversie su questo aspetto, perché normalmente i contratti sono disciplinati secondo standard e relativamente completi.

L'art. 38 Regolamento Intermediari. aggiunge ulteriori requisiti per il contratto di gestione di portafogli, in ragione delle specificità del servizio (es.: tipi di strumenti finanziari che possono essere inclusi nel portafoglio del cliente, tipi di operazioni che possono essere svolte su tali strumenti e eventuali limiti, obiettivi di gestione, possibilità o meno di portafoglio con leva, benchmark di riferimento al quale sarà raffrontato il rendimento del portafoglio, eventuale delega dell'intermediario a terzi dell'incarico ricevuto, metodo e frequenza di valutazione degli strumenti del portafoglio).

Oltre ai contenuti obbligatori (che devono essere espressamente previsti) trovano comunque applicazione le disposizioni di carattere generale per i contratti (essendo contratti di diritto privato). Pertanto sono soggetti alla disciplina prevista per la contrattazione di massa, in particolare a due tipologie di disciplina:

1. la **disciplina** dettata dal cod. civile **per i contratti per adesione** (contratti stipulati su moduli o formulari, dove è una parte a redigere il modulo contrattuale e è l'altra parte che semplicemente deve aderire)
2. la disciplina **delle clausole consumeristiche** (cioè a **tutela del consumatore**). → clausole vessatorie.

Quanto alla prima disciplina il cod.civile prevede che, nel caso in cui il contratto **sia redatto da una parte e l'altra parte si limiti soltanto ad aderire senza negoziare il contenuto del contratto**, un **primo livello** di tutela **richiede una seconda e apposita sottoscrizione relativa a clausole contrattuali** che stabiliscono particolari prerogative a tutela della parte predisponente (es. limitazioni di responsabilità, foro speciale,...) che per essere opponibili **devono essere specificamente approvate per iscritto**. Il contraente deve leggere con particolare cura le clausole indicate. **Nella maggior parte dei casi il cliente si limita alla doppia firma senza in realtà acquisire una maggiore consapevolezza del contenuto di quelle clausole**, non avendo alcuna possibilità sostanziale di modificarne il contenuto.

In assenza della specifica approvazione per iscritto le clausole sono inefficaci.

Questo vale anche per i contratti di intermediazione finanziaria.

Un secondo livello di tutela attiene alle **clausole vessatorie, previste dalla disciplina consumeristica.**

Qui il presupposto è che vi sia un contratto con un consumatore, quindi necessariamente **una persona fisica che stipula quel contratto per ragioni estranee alla sua attività professionale**. Quando viene stipulato un contratto per ragioni estranee all'attività professionale nei confronti di un professionista, trova applicazione in Italia il Codice del consumo. **Questa disciplina si concretizza nel prevedere che alcune clausole siano presunte come vessatorie e come tali inefficaci**. **Pertanto non basta un'approvazione per iscritto per renderle efficaci**.

Per esempio la clausola sul foro competente (in una controversia col consumatore il foro competente è il foro del consumatore). È una clausola vessatoria e pertanto inefficace la previsione di un foro diverso da quello del consumatore.

Si applica questa tutela solo per i rapporti tra consumatore e intermediario professionista (non si applica per società quindi, perché consumatore è considerata solo la persona fisica).

La tecnica normalmente utilizzata dagli intermediari è quella di prevedere previsioni differenziate a seconda che la controparte contrattuale sia un consumatore o meno. **Se è un consumatore infatti vengono applicate le norme previste dal Codice del consumo, mentre nel caso in cui non sia un consumatore viene applicata la disciplina maggiormente favorevole all'intermediario**.

LE REGOLE DI *FORMA DEL CONTRATTO

La forma nella disciplina contrattuale ha molta importanza; nel nostro ordinamento in generale viene imposta dal legislatore una forma per richiamare le parti contraenti a prestare particolare attenzione in considerazione dell'importanza del contratto che vanno a stipulare.

Tipico contratto che prevede una forma sono i contratti aventi ad oggetto beni immobili (che prevedono una forma scritta). Questo perché i contratti aventi ad oggetto **beni immobili hanno un rilievo economico importante**. Il **requisito della forma scritta** necessaria (**ad substantiam**) ha la finalità di **richiamare l'attenzione dei contraenti al fatto che stanno stipulando un contratto particolarmente importante**. Inoltre i contratti aventi ad oggetto **beni immobili** devono essere **stipulati davanti ad un notaio**.

Esiste un'altra tipologia di forma nel nostro ordinamento: **la forma ad probationem**, in questo caso il **requisito della forma non attiene tanto alla validità del contratto**, ma attiene **soltanto alla forma della prova del contratto**. Ciò significa che quel contratto può essere stipulato anche mediante stretta di mano ma la prova di quel contratto, qualora fosse necessaria, deve essere fornita tramite documento scritto.

Ci sono contratti che il nostro ordinamento riconduce alla forma ad substantiam e altri che riconduce alla forma ad probationem (es. le transazioni).

Art. 23 TUF: "I contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento ... sono redatti per iscritto e un esemplare è consegnato ai clienti ... Nei casi di inosservanza della forma prescritta, il contratto è nullo. ... la nullità può essere fatta valere solo dal cliente"

Nel nostro ordinamento il contratto avente ad oggetto la prestazione di **servizi d'investimento deve essere redatto per iscritto** (art 23 TUF). Prevede inoltre che un esemplare **deve essere consegnato ai clienti**. Nei casi di **inosservanza** della forma prescritta il **contratto è nullo**. **Ciò presuppone che la forma richiesta sia una forma ad substantiam**.

La nullità è però **relativa**: non può essere fatta valere da entrambe le parti, **ma solo dal cliente**. (c.d nullità relativa)

La logica è duplice: **da un lato la regola di forma è tradizionalmente una regola di validità dell'accordo** (richiamando l'attenzione di entrambe le parti all'importanza del negozio giuridico che stanno per stipulare);

dall'altro svolge **una funzione informativa** (prevedendo per iscritto tutte le clausole in modo da rendere il cliente informato del contratto) .

Nell'ambito del contenzioso banca-cliente, il rispetto di tale regola assume centrale importanza, dovuta alla gravità delle conseguenze in caso di sua violazione e al particolare rigore con cui essa viene applicata dai giudici.

In caso di inosservanza della forma scritta, la legge dispone che il contratto è nullo e che la nullità può essere fatta valere solo dal cliente (c.d. nullità relativa). Tale conseguenza si presenta particolarmente gravosa per l'intermediario (e, specularmente, favorevole per il cliente), in quanto la dichiarazione di **nullità del contratto dà luogo alle restituzioni: l'intermediario deve restituire al cliente il denaro investito e il cliente deve restituire all'intermediario gli strumenti finanziari acquistati** (poiché la possibilità di azionare la nullità è rimessa al solo cliente, questi in sostanza gode di una copertura assicurativa gratuita sulle eventuali perdite degli investimenti, le quali, mediante il meccanismo delle restituzioni, possono essere trasferite all'intermediario).

APPLICAZIONI PRATICHE

In giudizio, la regola di **forma scritta per la validità del contratto** riceve tradizionalmente un'applicazione particolarmente rigorosa, che rende molto **semplice e immediato il riscontro della sua violazione**. Per esempio, i **giudici sono soliti affermare** che

- in **mancaza del documento contrattuale in giudizio**, è irrilevante che la **stipulazione per iscritto possa essere provata per testimoni o con altre prove scritte**;
- in particolare, **non può supplire nemmeno un documento** contenente la **dichiarazione scritta del cliente di aver ricevuto e sottoscritto una copia del contratto**;
- anche la **copia del documento originale non può avere efficacia sostitutiva**, se il cliente disconosce la conformità della copia all'originale (il disconoscimento però non può essere genericamente motivato);
- **l'esecuzione del contratto da parte del cliente, anche per lungo tempo, non ha alcuna efficacia convalidante**;
- **deve esserci assoluta precedenza temporale della stipulazione per iscritto rispetto alla prestazione dei servizi e pertanto**: è invalido l'ordine eseguito anche soltanto un giorno prima della firma del contratto quadro; la stipulazione successiva non sana l'invalidità degli investimenti precedenti
- **Addirittura alcune sentenze hanno dichiarato la nullità del contratto quadro perché non aggiornato alle modifiche legislative intervenute successivamente alla stipulazione, o perché mancante della sola firma dell'intermediario** (ma si tratta di decisioni controverse)

Per anni si è discusso della sufficienza ai fini della soddisfazione del requisito della forma scritta di un contratto che sia stato sottoscritto solo dal cliente (normalmente si procedeva alla stipula del contratto mediante lo scambio di due originali dove chi tratteneva un originale aveva la firma dell'altra parte. Quando però sorgeva una contestazione da parte del cliente, l'intermediario si trovava a produrre in giudizio l'originale unicamente sottoscritto dal cliente. **È nata una controversia particolarmente accesa in giurisprudenza, anche a livello di cassazione, tra chi riteneva sufficiente la firma del cliente e chi richiedeva la sottoscrizione sia del cliente che dell'intermediario.**

Sul punto è **intervenuta la Cassazione a sezioni unite (massimo organo)** italiano che interviene quando le sezioni della cassazione hanno adottato orientamenti differenti) nel gennaio del 2018 che ha deciso che è considerato equivalente alla sottoscrizione da parte dell'intermediario la produzione in giudizio del contratto

sottoscritto dal cliente; **ha ritenuto pertanto valido anche il contratto *monofirma** (sottoscritto unicamente dal cliente).

APPROFONDIMENTO

Sentenza Cassazione S.U. 2018 relativa al contratto monofirma.

Fattispecie: un **contratto quadro** prodotto di un intermediario **dove non erano presenti entrambe le firme, ma soltanto quella del cliente**. Questa è un prassi operativa molto diffusa, secondo cui i contratti venivano conclusi mediante lo scambio di due originali (ciascuno consegnato all'altra parte con la propria firma; ***l'intermediario era in possesso della copia firmata dal cliente ma non procedeva ad apporre la propria firma***). Spesso veniva contestato in giudizio dai clienti la mancanza della firma dell'intermediario sotto la qualificazione della mancanza di forma e della conseguente nullità. **La cassazione definisce invece la validità del contratto**. Nella motivazione viene sottolineata la funzione informativa che la previsione della nullità di forma assolve nel contesto dell'intermediazione finanziaria.

Un'altra problematica sorta è quella relativa **al fenomeno del *cherry picking**. Molto frequentemente il cliente che, dopo un lungo periodo di tempo di rapporti con l'intermediario, **si trovava con ordini che avevano avuto successo e altri ordini che avevano subito perdite** si **rendeva conto che il contratto quadro originale o non era mai stato sottoscritto o era andato perso**, procedeva ad **agire in giudizio per eccepire la nullità del contratto quadro** e di **quegli ordini che avevano prodotto un effetto negativo** per il cliente stesso. Anche questa controversia è stata risolta dalla Cassazione S.U. nel 2019. (vedi approfondimenti).

AMBITO DI APPLICAZIONE DELLE REGOLE DI FORMA

La regola di ***forma scritta** si applica

- A **tutti i servizi di investimento**, ad **eccezione della consulenza** (per la quale **la forma scritta è obbligatoria solo qualora sia effettuata una valutazione periodica dell'adeguatezza**)
- Al **servizio accessorio di concessione di finanziamenti**

Mentre è noto che il **requisito di forma scritta si applica al contratto quadro**, la **disciplina non chiarisce espressamente se esso vale anche per i SINGOLI ORDINI**

Sebbene non vi sia pieno accordo tra gli interpreti e vi siano diverse sentenze che hanno ritenuto nulli gli ordini privi di forma scritta, l'opinione prevalente è quella secondo cui la legge esige il rispetto della forma scritta soltanto per il contratto quadro. Pertanto i **singoli ordini possono essere stipulati secondo il principio della libertà di forma**, a **meno che il contratto quadro, come dovrebbe fare, preveda delle forme specifiche per impartire gli ordini** da parte del cliente.

#approfondimento: La Cassazione del 2017 per la prima volta afferma l'autonomia del contratto quadro dal singolo ordine e ammette questa soluzione

Non è chiaro cosa succede quando la forma dei singoli ordini non viene rispettata: alcuni applicano la nullità, altri che invece ritengono che con riferimento ai singoli ordini la conseguenza sia solo sul piano probatorio, mentre altri ritengono che ci sia una conseguenza solo in termini di risarcimento nel caso in cui il mancato rispetto della tipologia di forma crei un danno al cliente. Tipicamente prevale l'aspetto sostanziale, quindi prevale la terza ipotesi: un obbligo imposto contrattualmente tra le parti, ma a meno che non sia richiesto contrattualmente, non è un requisito né di prova né di validità.

#parte di un approfondimento: spesso i clienti chiedevano la nullità del contratto quadro quando avevano perdite nel portafoglio:

Se il cliente fa valere la nullità del contratto quadro e chiede la restituzione di tutte le perdite degli investimenti che sono andati male, l'intermediario potrà limitare le perdite in funzione del fatto che vi sono altri investimenti che sono andati bene. Può pertanto diminuire o addirittura azzerare la perdita.

Non c'è però accordo su come interpretare la valenza di tali forme, cioè se esse siano previste dalle parti:

- **per la validità** (con le implicazioni già esaminate)
- **per la prova** (la prova dell'ordine deve essere fornita con ogni mezzo che rispetti le forme previste, ma non necessariamente con l'ordine stesso)
- risarcimento quale **ulteriore obbligo tra le parti** (la cui violazione determina semplicemente inadempimento, che però non incide sulla validità o sulla prova dell'ordine).

Tendenzialmente prevale la terza ipotesi.

CONSEGUENZE *VIOLAZIONE REGOLE DI COMPORTAMENTO:

Mentre per la **violazione della regola di forma** la legge prevede espressamente la conseguenza (la **nullità**), non vi sono **disposizione europee e nazionali espresse che chiariscano quale siano i rimedi in caso di mancato rispetto delle altre regole** (es. mancato rispetto regole di appropriatezza, di adeguatezza, degli obblighi informativi.....).

Rispetto a questo problema centrale è nato un **dibattito giurisprudenziale che dura da anni.**

- **TESI DELLA *NULLITÀ**: siccome le **norme di condotta** previste dagli intermediari sono norme imperative in caso di violazione la conseguenza è la nullità. Il ragionamento è adeguato in quanto **l'art 1418 prevede la nullità non solo nelle ipotesi in cui sia espressamente prevista, ma in tutti i casi di violazione di legge.** Questo orientamento è stato particolarmente **diffuso nei primi anni duemila, in seguito ai vari scandali finanziari.**

È un **norma molto protettiva dei clienti** (la **conseguenza è la restituzione del capitale investito**).

Ha anche **UNO SVANTAGGIO**: dal punto di vista economico va a **sanzionare in maniera molto rigorosa comportamenti dell'intermediario** che non sono magari causalmente determinanti rispetto alla scelta di investimento del cliente.

I costi per gli intermediari relativamente a queste sanzioni causano un aumento generale dei costi del sistema e vanno a colpire l'efficienza della distribuzione delle risorse economiche nell'ambito finanziario.

Sul piano giuridico il tema della nullità non sta in piedi: **la nullità è un rimedio che è legato a un vizio inerente al momento costitutivo del rapporto.** **La violazione dell'obbligo informativo** in esecuzione del contratto non attiene al momento genetico del rapporto, ma **attiene al momento di esecuzione della prestazione.** È un elemento che attiene alla corretta esecuzione del rapporto contrattuale che presuppone che il rapporto contrattuale sia già formato

- **TESI DELL'INADEMPIMENTO**: è **prevalsa rispetto alla tesi precedente.** Le violazioni in questo caso costituiscono **SEMPLICI INADEMPIMENTI CONTRATTUALI** (se l'inadempimento interviene in fase esecutiva del rapporto contrattuale) **O PRECONTRATTUALI** (se l'inadempimento interviene in un momento in cui il rapporto contrattuale non è ancora sorto), che possono **dare luogo alla risoluzione del contratto e/o al risarcimento del danno.**

È molto differente rispetto al rimedio della nullità perché il rimedio della risoluzione o risarcimento del danno presuppone l'esistenza di un nesso di causalità tra la prestazione dovuta e non adempiuta (e quindi viziata) e il danno effettivamente provocato. **Ci deve essere pertanto un collegamento causale tra il danno subito dall'investitore e l'effettivo e specifica inadempimento realizzato dall'intermediario** (es. Se l'obbligo informativo che l'intermediario non ha adempiuto non è in alcun modo rilevante, non ci sarà alcun risarcimento del danno; se invece l'omissione ha una rilevanza causale il risarcimento del danno sarà il danno provocato all'investitore per il fatto che non è stato adeguatamente informato).

- **TESI DELL'ANNULLABILITÀ:** le violazioni in questione, integrando un comportamento scorretto, possono dar luogo a vizi della volontà (tipicamente errore e dolo) che inficiano il consenso dell'altra parte e possono determinare l'annullamento del contratto. È una tesi poco adottata perché difficilmente le violazioni in discorso arrivano a integrare i requisiti dell'errore essenziale e riconoscibile o del dolo determinate

APPROFONDIMENTI PARTE 1 (SULLA FORMA)

DOCUMENTO 1: decisione tribunale di Milano del 2015

Tratta del tema della **nullità per mancanza del contratto quadro**. È una decisione di primo grado relativamente ad un **investimento di bond argentini rispetto i quali il cliente contestava la mancanza di un contratto quadro**. **Il tribunale non può far altro che accertare la nullità del contratto e conseguentemente dei singoli ordini d'investimento contestati (a cascata)**.

Il cliente aveva effettuato altri investimenti sulla base del contratto quadro; questi investimenti erano stati profittevoli e non erano fatti valere in giudizio dal cliente (nullità selettiva). Il tribunale rileva che in previsione dell'art 23 del TUF (legittimazione relativa) non meriti alcune eccezioni rispetto a simili contestazioni.

La conseguenza delle prestazioni rese in presenza di un contratto nullo devono essere restituite. L'azione di nullità è imprescrittibile, mentre sono prescrivibili le azioni restitutorie delle prestazioni eseguite (10 anni).

ALTRE DUE SENTENZE relative sempre al tema della nullità, per altri profili.

Come già detto la giurisprudenza interpreta in maniera molto rigorosa il requisito di forma previsto per il contratto quadro, **ritenendo che sia suscettibile di dichiarazione di nullità non solo la fattispecie in cui l'intermediario non produca l'originale del contratto sottoscritto da entrambe le parti, ma anche ipotesi in cui il contratto non sia aggiornato rispetto alle prescrizioni normative.**

La **decisione del Tribunale di Modena (2015)** riguarda proprio tale aspetto; il **giudice si limita a rilevare la nullità del contratto poiché non è stato più aggiornato** (contratto del 1993; anteriore all'entrata in vigore del TUF), non più sottoscritto da cui ne discende che il **contratto quadro non risponde più ai dettami normativi previsti dalle norme successivamente intervenute (nullità sopravvenuta)**. Si tratta di una conclusione singolare perché come precedentemente spiegato il contratto non diventa nullo, o nasce nullo o nasce valido. Sono molto criticate in giurisprudenza quelle posizioni che ammettano la possibilità che un contratto possa diventare nullo per effetto di eventi o norme che intervengono nel corso del tempo.

Nello stesso filone giurisprudenziale si può iscrivere la decisione della **Corte d'appello di Milano**, riguardante **il tema dei derivati**. La sentenza si conclude con la **dichiarazione di nullità del contratto derivato per la mancanza degli indici** (in particolare del mark to market) dai quali potere ricostruire il meccanismo con cui viene determinata la fluttuazione del tasso d'interesse dell'interest rate swap. Qui la dichiarazione **di nullità riguarda l'incompletezza dell'oggetto**. Secondo altri interpreti queste carenze più che a profili di nullità relativi all'oggetto dovrebbero portare a profili di violazione rispetto agli obblighi informativi.

2 SENTENZE CASSAZIONE A SEZIONI UNITE (2018/2019 menzionale precedentemente)

Sentenza Cassazione S.U. 2019 relativa al tema della nullità *selettiva

Fattispecie: **la nullità può essere fatta valere unicamente dal cliente**. Questa caratteristica riguarda anche la selezione degli ordini d'investimento di cui si vuole chiedere la pronuncia di nullità in conseguenza della nullità del contratto quadro. Molto **frequentemente i clienti contestavano la nullità del contratto quadro e la nullità di alcuni degli ordini** di investimento sottoscritti, **ma non di tutti** (**facendo leva che la nullità prevista dal TUF era una nullità *relativa**). **Gli intermediari contestavano il fatto che la nullità relativa doveva riguardare solo il contratto quadro e non a cascata i singoli ordini**. Spesso i clienti sollevavano la questione di **nullità con riferimento** unicamente agli **ordini in cui avevano subito perdite** (essendo prevista in caso di nullità la **restituzione della prestazione da parte dell'intermediario**). Secondo alcune pronunce la relatività della legittimazione attiene anche alla selezione degli ordini, per altre pronunce la nullità del contratto quadro comportava la nullità di tutti gli ordini.

LA CASSAZIONE SI PRONUNCIA SU questo tema molto dibattuto, rilevando che è coerente dal punto di vista formale l'impostazione secondo la quale il **SOLO CLIENTE POSSA FARE RILEVARE NON SOLO LA NULLITÀ DEL CONTRATTO QUADRO, MA ANCHE LA NULLITÀ DEI SINGOLI ORDINI**; tuttavia la cassazione rileva che poiché è un principio costituzionale l'esecuzione secondo buona fede e secondo correttezza oggettiva, l'uso selettivo della nullità pur non contrastando in via di principio regole generale **può esporre il cliente a delle eccezioni di buona fede al fine di non determinare un ingiustificato sacrificio economico in capo all'intermediario**.

In sostanza la cassazione ammette che l'intermediario possa eccepire l'azione della buona fede contrattuale in capo del cliente che faccia valere una nullità selettiva, quando dal medesimo contratto quadro siano derivati anche degli effetti positivi di cui il cliente non ha tenuto conto nella formulazione della domanda, e che invece il giudice, se viene sollevata l'eccezione da parte dell'intermediario, deve valutare. **Se il cliente fa valere la nullità del contratto quadro**

e chiede la restituzione di tutte le perdite degli investimenti che sono andati male, **l'intermediario potrà limitare le perdite in funzione del fatto che vi sono altri investimenti che sono andati bene**. Può pertanto **diminuire o addirittura azzerare la perdita**.

Altro tema importante attiene alla **forma degli ordini**. Secondo la previsione dell'art 23 si tende ritenere prevalente la regola **della forma come una regola applicabile esclusivamente al contratto quadro e non ai singoli ordini**.

Rispetto a questo una parte della giurisprudenza rileva, benché non vi sia una disciplina di carattere legale, che sia ben possibile che il contratto quadro debba disporre in merito alle modalità con cui possono essere impartiti i singoli ordini. **VI È CONTRASTO IN GIURISPRUDENZA** su quale sia l'efficacia giuridica da attribuire a queste previsioni di natura non legale ma contrattuale; vi è **contrapposizione tra un orientamento più severo che ritiene che queste forme debbano essere intese come forme convenzionali ad substantiam** e altre invece posizioni dove questa previsione contrattuale è meramente indicativa, non comporta

conseguenze in termini di validità degli ordini. Questo contrasto di giurisprudenza è riportato in un **estratto di una rivista** (due decisioni Corte di Cassazione a distanza di pochi giorni nella primavera del 2018 che assumono decisioni contrastanti).

APPROFONDIMENTI PARTE 2 (CONSEGUENZE DERIVANTI DALLA VIOLAZIONE DELLE ALTRE REGOLE DI CONDOTTA IN CAPO ALL'INTERMEDIARIO).

Mentre la **previsione di nullità è espressamente prevista** con riferimento alla violazione delle regole di forma (art 23), non vi sono disposizioni ne nazionali ne europee su quali siano le conseguenze civilistiche conseguenti alla violazione delle altre regole di condotta. Questo ha portato a un'evoluzione giurisprudenziale: da una nullità dei contratti eseguiti in violazione delle regole di condotta (in particolare delle regole informative), a una meno diffusa ipotesi di annullabilità per vizio del consenso per eventuali contratti stipulati in presenza di vizi inerenti la formazione del consenso, fino alla sentenza **della Cassazione del 2007 in cui si è andata ad affermare** la posizione ritenuta già privilegiata per cui la **violazione degli obblighi informativi non può comportare la nullità del contratto** ma soltanto ipotesi di responsabilità di natura contrattuale o pre-contrattuale. In merito a questa ultima posizione vi sono tutta una serie di tematiche attinenti alla applicazione di questo principio.

Occorre ricordare i principi in materia di onere della prova; **l'art 23 prevede che sia posto in capo all'intermediario l'onere della prova di aver adempiuto agli obblighi imposti.**

La sentenza della Cassazione del 2019 chiarisce il fatto che **l'onere della prova è in capo all'intermediario**; se pertanto **l'attore (cliente)** contesta ad esempio il mancato rispetto degli obblighi informativi, sarà onere dell'intermediario **provare di aver assolto adeguatamente agli obblighi informativi previsti dalla legge o dal contratto. È onere dell'attore solo allegare la violazione.** **Inoltre è onere dell'attore provare sia il nesso causale sia il danno** conseguente alla violazione contestata.

Vi sono poi altre tematiche; ad esempio è tuttora **controverso se la VIOLAZIONE DEGLI OBBLIGHI INFORMATIVI possa dare luogo a risoluzione o solo a responsabilità contrattuale e pre-contrattuale**. È un aspetto importante perché **NEL PRIMO CASO VIENE PROPRIO SCIOLTO IL CONTRATTO** (restituzione reciproca delle prestazioni, soluzione non molto differente dalla nullità) mentre **nel secondo è previsto un risarcimento del danno** (che deve essere provato dal cliente tramite un nesso causale con la contestazione sollevata). **Prevale la responsabilità pre-contrattuale.**

Una giurisprudenza più recente distingue l'ipotesi quando l'inadempimento relativo alla violazione degli obblighi informativi attiene ai singoli ordini. A partire dal **2016/17** vi sono **sentenze della cassazione** che ammettono la possibilità della risoluzione dei singoli ordini (se la violazione degli obblighi informativi attiene a un singolo ordine d'investimento e questa violazione è di non scarsa importanza può effettivamente da luogo alla risoluzione dell'ordine senza che ciò impatti sulla tenuta del contratto quadro).

La Cassazione del 2017 per la prima volta afferma l'autonomia del contratto quadro dal singolo ordine e ammette questa soluzione.

LEZIONE 5

LA GESTIONE PATRIMONIALE E LA GESTIONE COLLETTIVA DEL RISPARMIO

La gestione patrimoniale (o di portafoglio) è un servizio di investimento speciale, la cui definizione è contenuta nell'art 1 comma 5 del Tuf.

Definizione: Si intende **La gestione *patrimoniale su base discrezionale e individualizzata di portafogli di investimento, includono uno o più strumenti finanziari nell'ambito di un mandato conferito dai clienti**

La struttura giuridica di questo servizio di inv. più degli altri casi è **ascritta al contratto di mandato** (è uno dei contratti tipici previsti del nostro c.c).

Il richiamo al rapporto di mandato, serve per evidenziare che **si tratta di un rapporto individualizzato** nel senso che la **gestione di portafogli si caratterizza per un rapporto personale** tra l'investitore e l'intermediario che offre la gestione patrimoniale.

Per individualizzato si intende, soprattutto per gli intermediari di grande dimensione che **offrono la possibilità di stipulare questi contratti di gestione patrimoniale scegliendo tra diverse linee di gestione**, un rapporto in cui vi è molta consulenza fatta su un solo cliente individuale.

Ciò **non esclude però che il gestore non operi per linee di gestione standardizzate** in funzione sempre del profilo del cliente. L'intermediario offre al proprio cliente delle diverse linee di gestione in funzione del profilo di rischio, degli obiettivi di investimento dell'investitore.

In funzione di questo si stipula con quale modalità, con che strumenti, in che aree geografiche (indicato tutto nel contratto di gestione) l'intermediario possa operare per conto dell'investitore, scelte di investimento, secondo linee di investimento presenti nel contratto

L'individualizzazione non viene meno perché l'intermediario per scelte commerciali e per scelte di sinergie economiche non va a customizzare il singolo servizio in funzione del singolo investitore, ma va a **customizzare le scelte di investimento in funzione di linee guida indicate nei singoli contratti sottoscritti.**

#Discrezionalità: Il rapporto si esprime anche nel fatto che **il servizio è discrezionale**, ovvero è il gestore a **scegliere in autonomia**, senza nessun **obbligo di doversi consultare con il cliente o di dover ricevere autorizzazione da questo** → così ha il senso logico il **contratto del mandato**, il mandatario opererà senza consultarsi con il suo mandatario (altrimenti la farebbe lui stesso).

Questa autonomia e discrezionalità, avrà delle ripercussioni dal punto di vista della disciplina, ma lascia invariata la facoltà tipica del rapporto di mandato, del mandante di impartire istruzioni vincolanti. **come linea**

di fondo è il gestore ad effettuare le scelte di investimento. **Ma se il cliente ritiene che c'è da effettuare un'operazione specifica, può impartire un'istruzione** (non obbligo, ma è una facoltà). Naturalmente l'istruzione vincolante **impartita deve essere in linea (coerente) con la linea di investimento presente nel contratto stipulato precedentemente.**

Consulenza e ordini di acquisto e di vendita

In passato era una prassi diffusa quella degli intermediari di stipulare dei contratti non di gestione patrimoniale, ma contratti generali di **prestazione di servizi di investimento** affiancati a un contratto di **consulenza**, ovvero contratti che formalmente prevedeva solamente una consulenza da parte dell'intermediario **dove la gestione patrimoniale formalmente non era stipulata**, ma di fatto c'era.

(Per non essere assoggettata alla disciplina della gestione patrimoniale)

Era una forma di **elusione rispetto a un vero e proprio contratto di gestione patrimoniale**, chiamata gestione amministrata, dove l'intermediario si limitava di fatto ad informare il cliente dell'operazione, ma assumeva decisioni in maniera discrezionale sulle decisioni di investimento da effettuare.

Contenuto del *contratto gestione patrimoniale: il legislatore ritiene che questa tipologia contrattuale necessiti di una maggiore e più **specifico disciplina**, contenuta nell'articolo 38 del regolamento degli intermediari. Il 37 disciplina il contenuto dei contratti, tra cui il contratto quadro, **devono essere presente una serie di oggetti** secondo art. 38 R.I.:

- **oggetto dell'investimento**, prevede le **tipologie di strumenti finanziari** che possono essere inseriti nel **portafoglio del cliente** (all'interno del contratto possono essere effettuati inv su azioni, obbligazioni...etc)
- Devono **essere indicati gli obiettivi di gestione** (definire il **livello di rischio** che il gestore può assumere nell'esercizio della propria discrezionalità)
Ad esempio, può essere indicato se il portafoglio del cliente possa essere caratterizzato da un **effetto leva nel portafoglio, se possono essere effettuate operazioni allo scoperto.**
- Deve essere indicato nel contratto il metodo e **la frequenza di valutazione del portafoglio** e il **benchmark di riferimento** (che consenta una più immediata valutazione della cattiva e buona gestione del gestore). **La reportistica è una reportistica che pone non poche difficoltà di lettura per un non-esperto** (trattandosi di una pluralità di operazioni svolte in un arco temporale (3mesi-6mesi) e quindi valutare una buona o cattiva gestione (deve essere valutata in termini relativi non assoluti, valutare in un momento di pandemia o in un momento florido dei mercati è diverso).
- **Possibilità che la gestione sia in concreto o in parte delegata a terzi.** Poiché la **gestione patrimoniale è un'attività non agevole**, può essere necessaria una delega se **ci siano delle quantità da intermediare** particolarmente **elevate rispetto alla dimensione dell'intermediario.** Questo potrebbe comportare **migliore gestione** ma **anche maggiori costi.** Da qui la necessità di **dover approvare esplicitamente.** Pratica diffusa in Italia.

La necessità che **ci siano più limitazioni agli incentivi.**

Il contratto è di durata (anche durata indeterminata in alcuni casi) quindi si **obbliga l'intermediario per un periodo di tempo a svolgere attività di investimento per conto del cliente.** Per questo il contratto deve prevedere la possibilità da parte del cliente di poter recedere in qualsiasi momento.

Trasparenza: UN'ALTRA CARATTERISTICA riguarda il **flusso informativo dall'intermediario al cliente**: vi è una ***rendicontazione periodica** (definito nel contratto) più dettagliata alla rendicontazione degli altri servizi di investimento; si prevede che **nel caso ci sia una *superamento di un determinata soglia di perdite che è fissata ex lege nel 10%** o nei successivi multi del %, **l'intermediario è tenuto a comunicare immediatamente al cliente**, o al massimo alla fine della stessa giornata lavorativa o al max nel giorno lavorativo successivo.

Procure: la gestione del portafoglio può avere ad oggetto titoli azioni o strumenti che attribuiscono diritti amministrativi (diritti di voto), sono previste **particolari regole speciali per le procure sul voto** (per singola assemblea e per iscritto) l'intermediario non può ottenere oltre un certo numero di deleghe. **Le deleghe devono essere sempre conferite per scritto e per ogni assemblea** perché i singoli strumenti finanziari sono intestati agli investitori. Quando ricevono le deleghe sono come le SGR, SICAV/F tenuti a comunicare al pubblico le loro politiche di voto e di monitoraggio delle società partecipate, management, strategie, risultati finanziari, impatto sociale.

→(evitare comportamenti opportunistici degli intermediari).

GESTIONE *COLLETTIVA DEL RISPARMIO:

Molto diffuse sono le **forme di gestione collettiva del risparmio**, che si differenziano dalla gestione individuale dal punto di vista economico perché questa ha senso solo se **il patrimonio investito è di un certo rilievo**.

Non è classificata come **servizio di investimento**, ma vi si applicano **regole simili**. Infatti **cambiano i presupposti del rapporto tra intermediario e cliente**.

È Forma di investimento che gli investitori effettuano attraverso il veicolo di uno schema societario per effettuare investimenti collettivamente. (questo ha dei **vantaggi ma anche delle complessità**).

Le fonti giuridiche sono il Tuf, il regolamento degli intermediari, le direttive UCITS e le direttive europee sui fondi alternativi. È un attività non del tutto armonizzata a livello europeo.

La gestione collettiva **non è un servizio di investimento** (infatti non c'è nell' art. 1 comma 5), **ma un attività**.

Definizione (art1 lettera n e k) **Art.1 n**: *la Gestione collettiva del risparmio è un servizio che si realizza attraverso la gestione di OICR e dei relativi rischi*.

Art. 1 k: con **OICR** si definisce l'organismo di investimento il cui **patrimonio è raccolto tra una pluralità di investitori** mediante **l'emissione e l'offerta di quote o azioni** e **gestito in monte** nell'interesse degli investitori e in autonomia dai medesimi

CARATTERISTICHE:

1. Deve esserci una **Pluralità di investitori** (gestione collettiva infatti) per definizione **ciò che conta è la strutturale predisposizione dello schema ad accogliere risorse da investitori su basi indifferenziate**
2. Deve essere **Gestito in monte e in autonomia**, significa che la gestione effettuata dall'intermediario **per conto della pluralità degli investitori**, è effettuata **senza il vincolo di mandato (caratteristica della gestione individuale)**. Qui i soggetti beneficiano degli effetti economici, ma i titoli acquistati non hanno la titolarità dello strumento finanziario (come nella gestione individuale), a causa del veicolo societario della OICR, che rappresenta un filtro tra l'investitore e l'investimento.
3. L'investimento deve essere effettuato attraverso **la politica predeterminata** (regolamento del fondo), che **detta i vincoli qualitativi e quantitativi** entro il quale l'intermediario può muoversi

nelle scelte di investimento. Il gestore è obbligato ad attenersi al documento dov'è sancita la politica di investimento.

4. Possono essere effettuati **investimenti in strumenti finanziari** ma non solo, anche altre **tipologie di beni** (gli immobili, valute, crediti...)

Gli schemi giuridici attraverso i quali **può essere svolto il servizio di gestione del risparmio**, sono fondamentalmente 2:

- 1- Il fondo comune di investimento- OICR
- 2- l'investimento in speciali società a capitale variabile (SICAV) o fisso (SICAF)

Il servizio di gestione collettiva del risparmio può essere svolto secondo 2 modelli fondamentali:

► ***SGR**: art 11-j il fondo comune è l'OICR costituito in forma di **patrimonio autonomo** suddiviso in quote, istituito e gestito da un gestore. Nel fondo comune **non c'è un rapporto societario, solo partecipativo**. Io sono **titolare** di una **quota del fondo** comune di investimento **gestito** non dall'organo amministrativo (che non esiste) del fondo ma **dalla SGR** che **gestisce quel fondo comune di investimento**. Io **partecipo solo ai benefici di quel fondo**. Il fondo comune è istituito e **gestito da un gestore** che in Italia è per forza una SGR, non può essere una banca, che invece si occupa di gestione individuale. La SGR gestisce il **patrimonio diviso dalla SGR stessa**. Il **patrimonio del fondo** comune appartiene, ad una pluralità di investitori. Esistono molte tipologie di fondi, per oggetto, disciplina e origine... il **rapporto tra investitore e società di gestione** ha **natura contrattuale** e il suo **contenuto è stabilito dal regolamento del fondo**.

► ***SICAV** è l'OICR aperto costituito in forma di S.p.A. a capitale variabile con sede legale e direzione generale in Italia avente per oggetto esclusivo l'investimento del patrimonio raccolto mediante l'offerta di proprie azioni e SICAF. L'investitore è socio. Lo schema è **più semplice**, i **soldi dei soci** vengono **utilizzati per effettuare investimenti esclusivi in strumenti finanziari o tipologie di beni indicate anche nello statuto**. In questo caso il **capitale e il patrimonio coincidono**. E' possibile la creazione di pluralità di fondi (chiamati comparti), **esistono sicav/sicaf multicomparto, dove ciascun comparto costituisce un patrimonio autonomo e gestito in maniera diversa l'uno dall'altro**.

La differenza tra **SICAV e SICAF** è circa quella tra fondo aperto o chiuso. La differenza dalle SGR è anche che il **socio** con il voto **può influire** nelle decisioni investimento. **Non possono svolgere attività diverse da gestione collettiva, salvo connesse strumentali** (SGR sì). Deve essere autorizzata da BDI sentita Consob e iscritta in apposito albo, si tratta di un'autorizzazione non solo dell'esercizio dell'attività, ma alla costituzione della società stessa. **No regole** societarie in merito alla **rigidità e modifiche capitale**. Entrambe possono avvalersi di un soggetto esterno per la gestione del patrimonio. SIS (società di investimento semplice) sono FIA riservati in forma di SICAF con l'obiettivo è creare un inventivo a start up e PMI. Patrimonio SIS < 25 M.

- **L'oggetto della gestione collettiva**: 1Promozione, istituzione e organizzazione di fondi comuni e amministrazione dei rapporti con i partecipanti al fondo, 2gestione del patrimonio di OICR (investimenti) e 3commercializzazione di quote Queste **attività possono essere svolte da soggetti diversi**. Normalmente le SGR **svolgono una o due di queste attività**. Gli investitori non hanno accesso diretto alle operazioni effettuate da un fondo comune. Da qui la necessità di una maggiore tutela. Il ridotto controllo degli investitori fa insorgere grandi necessità di tutela, la disciplina prevede con regole struttura + depositario

I centri di imputazione di interessi nel caso delle SGR sono 3:

1. **Investitori**: titolari delle quote del fondo, aderiscono perciò al regolamento del fondo, ma non sono considerati soci della SGR. Il rapporto tra investitori e SGR è di **mandato**? **No**, non hanno i tipici poteri nei confronti del mandante, meglio **comproprietà**? **No**, I titolari non possono godere e disporre dei beni. Ciò che conta è che sul patrimonio del fondo non sono ammesse azioni dei creditori dei singoli quotisti né del gestore. Si dice che la **SGR opera nell'interesse degli investitori**,

agisce come mandatario ma non può ricevere istruzioni vincolanti. Entro certi limiti gli investitori possono cambiare il gestori in condizioni abbastanza marginali (in caso di fondi chiusi e richiesta da parte di tot quote)

2. **SGR**: soggetti autorizzati da BDI sentita la CONSOB (per le SIM era il contrario) questo perché con riferimento al soggetto SGR, entrano in gioco maggiormente questioni inerenti alla **sana e prudente gestione**.
***Requisiti SGR**: ¹forma di SPA, ²denominazione SGR, ³sede legale e direzione in Italia, ⁴capitale sociale \geq min. stabilito da BDI, ⁵la presentazione di un programma iniziale, ⁶requisiti di soci (quote > 10%) ed esponenti aziendali. Le SGR sono iscritte in un apposito albo da BDI pubblico distinto in due sezioni (OICVM o FIA) le SGR sono un soggetto speciale nel nostro ordinamento e necessitano di **esclusività dell'oggetto sociale**, oltre alla gestione collettiva possono *istituire e gestire **fondi pensione**, *commercializzare quote o azioni di OICR terzi, *svolgere **attività connesse o strumentali**, *consulenza e gestione portafogli, *custodia e amministrazione quote OICR. Istituzione e gestione del fondo possono essere svolte da due soggetti diversi, una SGR che istituisce e gestisce il fondo e un promotore.
Ciascun fondo però mantiene la propria autonomia, sia rispetto agli altri fondi sia rispetto alla SGR. Il fondo comune non può essere in alcun modo intaccato dai creditori della SGR. È una singolarità il fatto che **il fondo comune di investimento è un patrimonio autonomo ma NON è un SOGGETTO autonomo**. Le caratteristiche del fondo sono contenute nel regolamento del fondo.
3. **Depositario**: secondo l'art. 47 TUF gli strumenti finanziari e le disponibilità liquide **non può detenerle la SGR**, devono essere depositate (sul conto corrente della SGR non troviamo né liquidità né gli strumenti finanziari del fondo). Al depositario **sono affidati ulteriori compiti**, ¹di controllare la legittimità dell'emissione e rimborso delle quote e di destinazione dei redditi del fondo, ²controllare la correttezza del calcolo del valore delle quote o la gestione le è affidata **direttamente**, che le ³controprestazioni siano effettuate nei termini d'uso con le tempistiche ed applicazioni dei costi ordinari (non fuori mercati). ⁴Esegue le istruzioni dell'SGR, solo se le istruzioni NON contrarie alla normativa, ⁵l'intermediario deve segnalare eventuali irregolarità riscontrate all'autorità di vigilanza. ⁶9 TUF **In caso di inadempienze è responsabile anche nei confronti dei partecipanti del fondo** – responsabilità aquiliana (oltre che della SGR – responsabilità contrattuale). **Data la rilevanza dei compiti l'assunzione del ruolo deve essere autorizzato da BDI**. I soggetti amministratori (SGR e depositario) **non devono coincidere**.

BDI nei momenti in cui dovesse accertare irregolarità delle SGR, e dovesse metterla addirittura in liquidazione coatta amministrativa, può **OBBLIGARE** l'SGR a vendere il fondo comune di investimento a un'altra SGR.

Il *regolamento del fondo è un documento standardizzato predisposto unilateralmente dalla società di gestione e approvato da BDI (non per i FIA riservati) su cui l'investitore non ha possibilità di intervenire. È diviso in 3 parti indicate dall'articolo 37 TUF, i provvedimenti di BDI guidano la redazione:

1. **Scheda identificativa** che riassume le caratteristiche del fondo
2. **Caratteristiche del prodotto**
3. **Modalità di funzionamento**

Deve inoltre indicare: ¹Denominazione e durata, ²modalità di partecipazione e liquidazione, termini per emissione e rimborsi di quote, ³organi competenti per la scelta degli investimenti e criteri di ripartizione, ⁴beni oggetto di investimento, ⁵Criteri per ripartizione proventi, ⁶spese a carico del fondo e delle SGR, commissioni, ⁷misure e criteri per la determinazione provvigioni SGR, ⁸Modalità di pubblicità del valore delle quote, ⁹indico se feeder.

***Tipologie di fondi contrattuali** NON TUTTI I FONDI SONO QUOTATI e si distinguono tra fondi armonizzati e non armonizzati, la principale distinzione attiene al profilo della rimborsabilità delle quote:

→ **#Fondi armonizzati** *UCITS detti OICVM patrimonio è investito soltanto in strumenti finanziari e depositi bancari in denaro., libera circolazione nell'UE. Tendenzialmente gli **investitori possono sottoscrivere quote o recedere in qualsiasi momento** (chiedendo il rimborso della propria quota). La facoltà di uscita libera comporta che la tipologia di investimenti effettuata sia coerente con l'immediata liquidazione delle quote. Questi fondi hanno particolari vincoli di concentrazione e rischio, al max 10% del patrimonio può essere investito in strumenti non quotati e non sono permesse le vendite allo scoperto.

→ **Non armonizzati** fondi FIA disciplinati dalla AIFMD ¹solo dal 2011 [mentre UCITS dall'85] coprono le altre aree di possibili investimento, ad esempio i fondi chiusi, non strumenti finanziari, in cui il rimborso avviene solo a scadenze predeterminate, maggior rischi e riservati ad investitori professionali. Ci sono eccezioni, i fondi immobiliari chiusi, se quotati, possono essere ceduti ad investitori non professionali.

→ OICR Garantiti: Particolare tipologia di OICVM che garantiscono restituzione del capitale o un rendimento minimo

I **FIA Italiani** possono essere: ¹Aperti non rispettano i parametri UCITS ma hanno meno del 20% in strumenti non quotati, i ²chiusi devono avere almeno il 20% in strumenti non quotati, immobili crediti... ³Immobiliari sono una sottocategoria dei chiusi, devono investire in immobili per almeno 67% del fondo, ≠ SIIQ società di investimento in immobili con azioni quotate almeno 80% in immobili e 60% diritti di voto (regime fiscale agevolato) ⁴Riservati a investitori professionali

Sia gli UCITS sia i FIA possono adottare la struttura **master-feeder**: uno o più OICR feeder sono investiti totalmente o in prevalenza (>85%) in altro OICR Master (**sono i fondi di fondi**) comportano **maggiore oscurità, quindi**, sono previste particolari regole di trasparenza. Il master deve essere della stessa categoria e il master non può essere a sua volta un feeder o avere partecipazioni in un feeder.), il max livello è di due oicr per non moltiplicare una catena all'infinito (accumulando costi di gestione).

Regole di condotta: Formalmente **non si applicano le regole della disciplina dei servizi di investimento** perché **non vi rientra**, tuttavia la **normativa secondaria ne applica una quasi uguale**. Questa differenza è perché non sono regolamentate in modo uguale a livello europeo a **differenza di MIFID ma soggetti ad AIMFD e UCITS** lasciano più libertà agli stati. I principi generali di condotta della gestione collettiva sono:

1. Operare con **diligenza correttezza e trasparenza** nell'interesse dei partecipanti al fondo
2. Assicurare una **gestione indipendente** e conforme con gli obiettivi
3. Adeguata **conoscenza dei beni** dove è investito il fondo
4. Assicurare **parità di trattamento** ai partecipanti del fondo
5. **Evitare costi ingiustificati** a carico degli investitori
6. Esercitare i **diritti di voto** derivanti dal fondo nell'interesse dei partecipanti

Nell'esercizio di questi investimenti bisogna rispettare una **disciplina di best execution**, e di gestione degli ordini analoga a quella prevista per i servizi di investimento, quindi una politica di esecuzione di ordini rapida corretta ed efficiente

Organizzazione interna: i soggetti avranno l'obbligo di ***acquisire informazioni affidabili** per analisi e previsioni, *applicare le regole in materia di conflitti di interesse (trasparenza) e incentivi, si hanno discipline analoghe ai servizi, *Devono definire una strategia di investimento

Commercializzazione: **SICAV e SGR** nella commercializzazione dei loro fondi devono rispettare vincoli di contenuto e forma dei contratti, obblighi informativi, rispettare il regime di appropriatezza o mera esecuzione, gestione ordini (BE) conferma di esecuzione dell'ordine e registrazione dello stesso

Approfondimento lezione 5:

Comunicazione Consob 26/7/2012: fattispecie "copy trading" assimilato a **gestione di portafoglio: esecuzione automatica segnali di trading, l'intermediario offre ai clienti la possibilità di adottare automaticamente i consigli di investimento di determinati trader.** Secondo Consob questo meccanismo configurava le **caratteristiche di una gestione patrimoniale** discrezionalità, autonomia gestione in capo all'intermediario o soggetto relativo all'intermediario escludendo la priorità delle scelte in capo all'investitore

Sentenza della cassazione 24/545/2013:

funzione del ***Benchmark** che è un **elemento necessariamente indicato nel contratto gestione di portafoglio.** Un **investitore aveva selezionato 2 gestioni con 2 benchmark uno più prudente e uno meno.** **Contesta** che nel **portafoglio inserito non fossero coerenti con il benchmark indicato nei contratti,** la CTU conferma che la discrezionalità dell'intermediario aveva optato per titoli con profilo di rischio più elevato al parametro di riferimento. Il **benchmark ha due funzioni:**

1. **Valutare l'efficienza delle gestioni**
2. **Verificare la coerenza del rischio dei titoli** inclusi nel portafoglio **rispetto al parametro di riferimento** inizialmente scelto, che **si pone in contrapposizione con la discrezionalità del gestore.**

L'impugnazione davanti alla corte di cassazione dell'intermediario: il benchmark non poteva essere scelto come unico parametro di selezione dei titoli. Anche la cassazione da ragione però all'investitore evidenziando la funzione del benchmark anche se questo **non è l'unico effettivamente parametro di scelta e nel contratto mancavano elementi per capire quale rischio selezionare** dei quali in assenza il benchmark era fondamentale per determinare il rischio della gestione, in generale il benchmark vi concorre.

Sentenza della cassazione del 2017: situazione dove **l'investitore specifica un'istruzione vincolante all'intermediario.** Nella fattispecie **sottoposta alla cassazione,** selezionata una determinata sezione patrimoniale l'investitore impartisce un'istruzione vincolante **riferita al 100% del suo portafoglio ad uno specifico strumento non in linea con il suo profilo di rischio di investimento,** che è stato fatto ma non è andato a buon fine, e inoltre il **conto era cointestato** e quindi siccome è stato fatto da un solo individuo. La corte effettivamente mostra come il **contratto di gestione patrimoniale non è uguale ad un contratto di mandato,** le scelte effettuate dall'investitore devono essere presidiate dalle adeguate tutele. **Non deve snaturare il contratto di gestione, gli ordini devono essere specificativi della linea di investimento già adottata.** Venne quindi confermata la **nullità di quell'ordine.**

che attiene alla qualifica del risparmio in relazione alla qualificazione del rapporto. **Un investitore aveva acquistato quote di un fondo peculiare e lamenta di non avere ricevuto informazioni sufficienti** informazioni nonostante **richieste specifiche circa le caratteristiche della gestione.** L'intermediario invece lamenta che il **quotista di un fondo comune debba avere informazioni**

circa gli investimenti effettuati previste dalla legge ma non ulteriori informazioni. Il rapporto tra investitore e fondo è quello di un **rapporto societario**. Il **quotista non ha titolo a differenza della gestione individuale a pretendere di avere un rapporto diretto** a differenza di una gestione patrimoniale, perché le scelte si ripercuotono nel valore del fondo e non direttamente ma solo indirettamente nel patrimonio del quotista (a differenza della gestione patrimoniale).

SGR e natura soggettiva del fondo: Tribunale di Milano: 30/05/2012: una **SGR che gestiva un fondo i private equity** finisce in **amministrazione straordinaria** per irregolarità gestorie e il gestore inviato da BDI individua una serie di SGR che dovranno sostituirsi nella gestione del fondo. Gli investitori in assemblea quindi ne selezionano uno. Una **delle società partecipate** tramite il **fondo dalle SGR** a fronte della nuova intestazione delle azioni di fatto consente agli altri soci di **esercitare il diritto di prelazione** e non vuole quella nuova SGR come socio. La questione è se **il patrimonio del fondo rappresenti oltre che un patrimonio autonomo anche un soggetto giuridico**. La soluzione in uno o nell'altro senso potrebbe cambiare la sentenza sul trasferimento in senso proprio. La cassazione diceva che il **patrimonio è autonomo ma non un soggetto giuridico autonomo** e quindi i **beni sono intestati alla SGR ma il tribunale di Miano dice che ciò non vincoli l'interpretazione**. Il tribunale dice i **titolari sostanziali sono gli investitori del fondo**. **Quindi non vale questa clausola di prelazione** perché non si è compiuto un trasferimento. **Quando muta l'amministratore di una società non c'è un cambiamento di proprietà, analogamente avviene con il gestore.**

LEZIONE 6

1. DISCIPLINA DEI CONFLITTI DI INTERESSE (IN PARTICOLARE INCENTIVI)

2. LA DISTRIBUZIONE DEGLI STRUMENTI FINANZIARI (IN PARTICOLARE L'OFFERTA FUORI SEDE)

I *CONFLITTI DI INTERESSE:

“chiedere un consiglio di investimento ad una banca di investimento è come chiedere a un pasticcere un consiglio nutrizionale”

Il rischio che l'intermediario persegue interesse personali o di terzi a discapito del cliente è **dovuto dal rapporto fiduciario che si instaura tra cliente e intermediario**. Il problema dell'asimmetria informativa che tipicamente interessava le due posizioni degli investitori e degli emittenti si riproduceva a valle nel rapporto tra intermediario e cliente. **Il Rischio è quindi che l'intermediario approfitti dell'asimmetria informativa, sfruttandola a suo beneficio.**

Il rapporto tra intermediario e cliente viene chiamato come **RAPPORTO DI AGENCY** (assimilabili a un contratto di mandato, ovvero dove il cliente si affida all'intermediario per l'erogazione di un servizio).

Caratteristica tipica del rapporto tra le due parti (cliente e intermediario) contrattuali è che è di **NATURA FIDUCIARIA**.

Questi conflitti e **situazioni di comportamenti** opportunistici **sono normalmente riconoscibili soltanto ex post**, sia **per l'asimmetria informativa**, sia per **la complessità del servizio** prestato (non è facilmente percepibile da parte di un investitore medio)

La conseguenza in un contesto di questo tipo è **l'indurre o il rinunciare l'investitore al ricorso dei servizi di investimento, ovvero il “market failure”**.

La disciplina dei conflitti di interesse non è esclusiva. (è affrontato i conflitti di interesse anche dal diritto privato). La disciplina del diritto comune **presuppone che le parti siano su un piano di parità**.

I servizi finanziari necessitano di una disciplina particolare circa i conflitti d'interesse, Perché? Se non ci fosse questa tutela avremmo **conseguenze a livello macroeconomico**, con una riduzione della fiducia nei mercati e quindi un minor ricorso ai servizi di investimento.

Quindi, se la **disciplina del rapporto micro**, ovvero il rapporto tra **il singolo cliente e singolo intermediario**, non prevedesse una adeguata tutela dell'investitore alla **fattispecie dei conflitti di interesse**, questo comporterebbe a una **minor fiducia nei mercati a livelli macro**.

→ Il fatto che il nostro ordinamento sia caratterizzato dalla presenza di **intermediari polifunzionali** (banche e SIM) e dalla possibilità di avere una **banca universale** (che unisce i servizi della banca di investimento con quelli della banca commerciale) **moltiplica la problematicità dell'esistenza di conflitti di interesse**. Perché non ci sia conflitto **l'intermediario dovrebbe effettuare un solo servizio nei confronti di un solo cliente**. (qui no conflitti di interesse). **Questo naturalmente è una situazione senza senso dal punto di vista economica**

Nel momento in cui si ammette più clienti e che l'intermediario presti una pluralità di servizi per una pluralità di clienti, questa **caratteristica di polifunzionalità determina potenziali conflitti di interesse anche particolarmente evasivi**.

La crisi del 29' era stata determinata da una situazione di estrema conflittualità in cui si trovavano le **banche americane che prestavano denaro alle imprese, di cui al contempo collocavano gli strumenti finanziari**. (gli interessi come commerciale e come banca di investimento si sovrapponevano a danno dei mercati). **Gli interventi del 1993** hanno determinato la **separazione tra banche di investimento e banca universale**. Da lì

ci fu separazione tra i due lati bancari rimasti fino agli anni '90 in USA, anche da noi fino al '93, quando fu introdotta la **banca universale**, con il recepimento del regolamento euro SIM.

Come vanno trattati dal punto di vista normativo questi conflitti di interesse

L'approccio normativo è diverso da quello **del diritto privato**.

Le scelte strategiche possono essere due: *gestione conflitti

- 1- **Imporre un vincolo diretto sulla condotta dell'intermediario** oppure misure di **incentivo per rafforzare la consapevolezza e l'autodifesa del cliente**
- 2- Un secondo profilo di **approccio normativo prevede strumenti** regolatori che possono **avvenire ex ante**, prima della creazione della situazione di conflitto, **oppure con interventi ex post a livello sanzionatorio**, sia perché esercitate dalla clientela o dall'autorità di vigilanza.
- 3-

Sul piano dell'intensità **si possono prevedere diversi livelli**, da un estremo in cui si prevede 1) **il divieto assoluto di agire in situazione di potenziale conflitto** a un altro estremo dove non si prevede 2) **nessuna regolamentazione correttiva**. La scelta di uno o dell'altro estremo ha dei costi impliciti, **comporta un trade off tra tutela del cliente e agilità operativa degli intermediari**. La scelta regolatoria, perciò, capiamo bene che non è banale.

LA DISCIPLINA PRE-MIFID:

Prima del recepimento della Mifid, il vigente regolamento intermediari, prevedeva una disciplina che era improntata a **due regole di fondo**.

- 1- ***divieto assoluto** (divieto degli intermediari di effettuare operazioni se sussiste un conflitto di interessi).
- 2- La seconda regola rappresentava la generalità delle situazioni, era **la *Derogabilità del divieto** (=L'operazione di investimento era comunque consentita) in **presenza di 2 elementi**:
 - **Avvertimento dell'intermediario al cliente** circa la natura e l'estensione del conflitto.
 - **La conferma da parte del cliente per iscritto** (o per audio registrazione) di procedere con l'operazione nonostante l'avvertimento ricevuto.

La disciplina pre-Mifid rappresentava la tutela piuttosto limitata nei confronti dei clienti, perché si andava di fatto a tradurre in una **mera attività formalistica di acquisizione del consenso da parte del cliente**.

Dal recepimento della Mifid nel 2007 in Italia, la tutela è stata spostata a livello di misure organizzative quindi in un momento anteriore al momento in cui viene venduto o prestato il servizio di investimento e la protezione informativa assume un ruolo residuale.

Secondo l'art 21 del Tuf, gli intermediari:

- ➔ **Autoanalisi:** devono **adottare ogni misura idonea ad identificare prevenire** e gestire i **conflitti di interesse** che possono insorgere tra clienti e tra cliente e intermediari. (quindi devono mappare i possibili conflitti di interesse e poi prevenirli o gestirli)
- ➔ **Politica di gestione:** per fare ciò gli intermediari devono mantenere disposizioni organizzative e amministrative efficaci (quindi la regola **di condotta che si traduce in un regola organizzativa interna**), al fine di adottare tutte le misure ragionevoli ad evitare che i conflitti di interesse incidano negativamente sugli interessi dei loro clienti.
- ➔ **Disclosure:** quando **le misure di prevenzione e gestione non sono sufficienti** ad assicurare che il pregiudizio sia evitato, allora l'intermediario applica la disclosure **informando chiaramente i clienti**,

prima di agire per loro conto, della natura e delle fonti **dei conflitti di interesse** e delle misure adottate. (la Disclosure ha un ruolo qui residuale infatti)

La nuova impostazione è sicuramente apprezzabile, **MA**: non è comunque possibile prevedere ex ante tutti i diversi conflitti *(scarsa efficacia). Inoltre, tutte queste misure *generano costi elevati, soprattutto per i piccoli intermediari creando un vantaggio degli intermediari di grandi dimensioni.

L'obbligo informativo perde di rilevanza in questo contesto, assume rilievo solo nel caso in cui non basta l'intervento preventivo posto in essere dall'intermediario.

Il **testo normativo in cui trovava attuazione** la disciplina dei conflitti di interessi era il **regolamento congiunto BDI e Consob, fino al 2007**, che esprimeva bene come questa disciplina dei conflitti di interesse attenesse **sia a profili di natura informativa quindi di competenza della Consob, sia a profili attinenti alla organizzazione interna** (la sana prudente gestione) affidati alla BDI.

Consob → tutela informativa

BI → sana e prudente gestione

Questa disciplina poi è stata **sostituita dal regolamento intermediari**.

In materia di organizzazione interviene ulteriormente **la Mifid 2 dettando gli adempimenti da adottare**:

- **Criteria minimi per l'identificazione delle situazioni di conflitto** (mappatura dei conflitti di interesse) e **prevedendo un'estensione delle situazioni da gestire anche quando il conflitto faccia capo a soggetti rilevanti** (soci, dirigenti...)
- Una materia su cui Mifid 2 interviene in maniera particolare **attiene alla remunerazione dei dipendenti** (le politiche di remunerazione dei dipendenti possono determinare dei conflitti di interesse o creare un maggior incentivo a una situazione di conflitti di interesse)

Una parte è anche dedicata alla predisposizione, attuazione e manutenzione di una politica di gestione dei **conflitti che preveda**:

- 1- **una mappatura dei conflitti** (quali sono i **conflitti potenziali** che può andare incontro ogni **intermediario nello svolgere i servizi di investimento** (ogni intermediario deve fare)).
- 2- **Prevede delle procedure e delle misure da seguire in presenza di conflitti individuali**
 - prevedendo **strutture di vigilanza interna separate da funzioni in potenziale conflitto**.
 - **impedimenti allo scambio di informazioni interne tra soggetti rilevanti** (le cosiddette "muraglie cinesi", tecniche importate dagli Stati Uniti, ovvero dei sistemi che servono a ridurre le problematiche dei conflitti di interesse, attraverso delle barriere tecnico-informatico tra dipendenti che si occupano di servizi che sono tra loro in potenziale conflitto nel caso in cui ci fossero degli scambi di informazioni).
 - la **politica retributiva dei soggetti rilevanti**, che deve essere non connessa ad attività in possibile conflitto
 - Mantenimento di **un registro che individua le situazioni di possibile conflitto** (ciò al fine di poter **verificare ex post** il rispetto delle regole)

nel regolamento delegato **CI SONO POI LA DISCIPLINA DI CONFLITTI SPECIFICHE**, per esempio **la ricerca in materia di investimenti, per il servizio di collocamento**.

GLI *INCENTIVI

È un concetto che esprime in maniera più ampia possibile, ogni **compenso di natura monetaria o non monetaria**, fornita o **percepita dall'intermediario in occasione della prestazione di servizi di investimento al**

cliente. La disciplina degli incentivi è inserita nel Regolamento intermediari e l'impostazione non è cambiata radicalmente rispetto a Mifid 1 anche se ha ricevuto un maggior dettaglio.

Parliamo degli incentivi durante i conflitti di interessi perché questi **rappresentano la fonte primaria di potenziali conflitti di interesse.**

In questa specifica materia, **l'atteggiamento legislativo** è sempre stato (e lo è ancora dopo la mifid 2) un'impostazione restrittiva, **LA REGOLA GENERALE È QUELLA DI DIVIETO NELLA CORRESPONSIONE DI INCENTIVI.**

Sono ammessi incentivi, in via di eccezione, **solamente in casi espressamente previsti:**

Sono ammessi solo se:

- hanno **lo scopo di accrescere la qualità del servizio fornito al cliente**
- **Non pregiudichino** il rispetto delle imprese di **agire in modo onesto, equo e professionale.** (non devono impedire che l'impresa di investimento svolga l'attività nel miglior interesse del cliente)
- **L'esistenza natura e importo** siano **comunicati al cliente** in modo **completo accurato e comprensibile prima della prestazione del servizio**
- I compensi necessari per la prestazione del servizio al cliente siano **tali da non creare conflitti con il suo interesse** (es. i costi notarili).

Con la Mifid 2 è stata un po' irrigidita la disciplina, la maggior rigidità ***si vede per due servizi di investimento: la consulenza indipendente e la gestione di portafogli*** dove in entrambi sono ammessi **solo incentivi minori NON MONETARI** (gli incentivi che possono essere pagati sono ammissibili solo se di valore minore avente il carattere non monetario. **questi soggetti non possono percepire delle remunerazioni da parte dei terzi** (soprattutto da parte dalle società prodotto) **ma possono ricevere soltanto degli incentivi non monetari**). **Per il gestore di portafogli quelli ricevuti devono essere restituiti alla clientela.**

Incentivo oggetto di discussione in Italia: retrocessioni da parte dell'intermediario prodotto alle società distributrici (SGR della banca). Retrocessione della commissione di sottoscrizione a favore dell'intermediario rientra nella categoria degli incentivi ed è considerato come ammesso solo perché è ritenuto che questa commissione consenta in definitiva al cliente un migliore servizio perché così il cliente può accedere ad una maggiore ampiezza di strumenti finanziari.

LA *DISCIPLINA DELLA DISTRIBUZIONE DEGLI STRUMENTI FINANZIARI: LA *PRODCUT GOVERNANCE.

La MIFID 2 introduce nell'ambito della distribuzione la disciplina della Product Governance con **l'obiettivo che vi sia una specifica e preventiva individuazione di un mercato di riferimento degli strumenti finanziari (target market)** e che sia **elaborata una strategia di distribuzione coerente con le esigenze della clientela** rientrante nel mercato di riferimento.

Questa scelta adottato con la mifid 2 è stata dettata dall' insufficienza nell'approccio di adeguatezza e appropriatezza.

Nella mifid 2 si introduce una **disciplina che imponga agli intermediari produttori e distributori UNA MAGGIORE VISIONE DI INSIEME DELLA CATENA DISTRIBUTIVA.** In particolare, **Impone di intervenire, già in fase di creazione degli strumenti finanziari**, per darne un codice fin dal momento di creazione, **senza lasciare la scelta del soggetto finale a cui viene distribuito** esclusivamente alla discrezionalità degli intermediari distributori.

L'obbiettivo è che vi sia una specifica e preventiva individuazione di un mercato di riferimento degli strumenti finanziari (target market) (già nella creazione/emissione dello strumento e non solo nel momento

della distribuzione) e che **sia elaborata una strategia di distribuzione coerente con le esigenze della clientela rientrante nel mercato di riferimento.**

Gli intermediari distinti in produttori e distributori collaborano nel raggiungimento di questo risultato al fine di evitare e ridurre i **fenomeni di misselling** (erronea distribuzione del prodotto a un cliente retail, magari un prodotto che era stato concepito per solo clienti professionali) e assicurare in definitiva una **maggiore stabilità del mercato.**

PER IDENTIFICARE IL MERCATO DI RIFERIMENTO è intervenuta L'ESMA, fissando delle linee guida, secondo cui produttore e distributore con riferimento al target market devono tenere in considerazione questi criteri di scelta:

- 1- **tipo di cliente** (es. retail, professionale)
- 2- **Conoscenza ed esperienza** per quel determinato strumento finanziario
- 3- **Situazione finanziaria** e capacità di sopportare perdite
- 4- **Tolleranza al rischio**
- 5- **Obbiettivi e bisogni** dei clienti

GLI INTERMEDIARI *PRODUTTORI sono coloro che **adottano e controllano un processo di approvazione** dei prodotti finanziari prima della commercializzazione che comprende:

1. **l'identificazione del target market potenziale, specificando in positivo e negativo il tipo di cliente destinatario**
2. **Esame dei rischi e dei conflitti di interesse**
3. **Analisi di scenario (cosiddetti stress test)**, cosa succede se si verifica un determinato scenario, può andare a modificare il target di clienti di quel determinato prodotto
4. **Valutazione in termini di costi e oneri**
5. **Strategia di distribuzione coerente col mercato.**

OFSS (Organo con Funzione di Supervisione Strategica) esercita un controllo effettivo sul processo di governo; **La funzione di compliance** svolge controlli **specifici sulle procedure** e sugli **strumenti finanziari**; **Insieme** svolgono un **riesame periodico** se vengono rispettate le categorie iniziali di riferimento e **trasmettono informazioni ai distributori.**

Cosa fanno **GLI INTERMEDIARI *DISTRIBUTORI NELL'AMBITO DI PRODUCT GOVERNANCE?**

1. **riesaminano regolarmente gli strumenti finanziari offerti o raccomandati**
2. **adottano le misure per acquisire tutte le informazioni necessarie** (svolgono perciò autonomamente delle attività di riesame).
3. **valutano la compatibilità con le esigenze della clientela, tenendo conto del market target e valutano che la strategia di distribuzione sia coerente con tale mercato.**

L'OFSS anche qua esercita il controllo effettivo sul processo di governo adottato dall'intermediario per **determinare il catalogo prodotti** (è il complesso di prodotti e strumenti finanziari che formano oggetto di distribuzione da parte dell'intermediario). **Anche gli intermediari distributori svolgono un periodico riesame e anche per loro valgono le regole di adeguatezza e appropriatezza.** Non ci scordiamo per l'entrata in vigore della product governance della disciplina studiata fino a adesso. (i due segmenti di disciplina si intersecano tra loro).

LE REGOLE DI PRODUCT GOVERNANCE FINISCONO PER TRADURRE IN PRESIDI ORGANIZZATIVI E IN PROCEDURE INTERNE QUELLE CHE SONO TIPICAMENTE DELLE REGOLE DI CONDOTTA. È una **sorta di evoluzione normativa** che si coglie da pre-Mifid a Mifid e a Mifid 2, cioè una maggior attenzione da parte del legislatore non tanto dal punto di vista del rispetto delle **regole di condotta puntuali**, ma **l'attenzione del legislatore** in particolare quello

comunitario, si sta spostando sempre di più verso **tematiche di organizzazione interna** che nell'attuale contesto vengono ritenute **DALL'AUTORITÀ DI VIGILANZA PIÙ EFFICACI E PIÙ VERIFICABILI** rispetto a regole di condotta specifiche puntuali che attengono al comportamento al singolo episodio, ma che difficilmente sono verificabili dall'autorità di vigilanza.

- **COMPLETA LA PRODUCT GOVERNANCE LA DISCIPLINA DELLA *PRODUCT INTERVENTION** (è l'enforcement della product governance del processo di product governance), **dove la vigilanza ha dei poteri** non soltanto per intervenire sui comportamenti degli intermediari, ma anche si estende al **contenuto e alla struttura dei prodotti (anche nella fase antecedente all'emissione sul mercato)**.

Viene attribuita anche **vigilanza diretta a ESMA e EBA** quando sussiste natura transfrontaliera dei prodotti. C'è la **possibilità da parte dell'autorità di vigilanza di intervenire sul prodotto** (esempio vietando la vendita a certi clienti, **limitando il target market ...**) ed è un elemento che va a completare quello che è un potere attribuito all'autorità di vigilanza (**potere ingiuntivo=la sospensione dell'attività o dell'operazione**) espresso nel Tuf che prevede la possibilità che siano vietate all'intermediario di svolgere nuove operazioni quando siano riscontrati delle violazioni. **Il potere di monitoraggio viene esercitato coordinatamente da Consob e BDI.**

***OFFERTA FUORI SEDE: ARTICOLO 30 TUF**

definizione: **promozione e collocamento di strumenti finanziari e servizi in luogo diverso dalla sede legale o dalle dipendenze di chi presta, promuove o colloca il servizio.**

Non trova una disciplina di carattere europeo generale ed è tipica dell'ordinamento italiano. Questo argomento riguarda quella che per la disciplina consumistica si chiama "vendita porta a porta" ovvero **entrare a contatto con l'intermediario al di fuori delle sedi di quest'ultimo**. È un servizio importante e qualitativamente migliore poiché "customizzato", ma presenta delle **criticità**:

- ❖ **Incidenza psicologica (c.d. effetto sorpresa)** maggiore da parte dell'intermediario rispetto a quando è il cliente a recarsi dall'intermediario.
- ❖ **Assenza di presidi organizzativi**: l'intermediario ha una **minore capacità di controllo** dei consulenti che operano fuori sede. In assenza della presenza fisica in sede, la vigilanza è più difficile.

Per offerta fuori sede non si intende soltanto il collocamento preso il pubblico dello strumento finanziario o del servizio ma **anche la promozione**. (diversa dalla pubblicità, che invece ha valenza informativa rispetto alla promozione).

Nell'offerta fuori sede la presenza fisica del funzionario dell'intermediario e del cliente è obbligatoria, perché essa non è una tecnica di comunicazione a distanza.

La sede cos'è? È qualsiasi filiale di una banca, anche uffici di banche o di altri intermediari purchè: sia una **stabile organizzazione di mezzi e persone**, sia **aperta al pubblico** e sia **dotata di autonomia tecnica e decisionale**, che **presti in via continuativa servizio o attività di investimento**.

Per lo svolgimento di questo servizio non occorre una specifica autorizzazione, perché non si tratta di un servizio diverso rispetto a quelli prestati (è solo una modalità di prestazione del servizio) (se sono servizi propri ovviamente).

Per una **maggior tutela dell'investitore**, vi sono **due elementi fondamentali nella disciplina**:

- 1- il primo è il **#diritto di recesso** o *chiamato diritto di ripensamento*: un cliente che conclude un contratto fuori sede ha diritto di ripensare e quindi di recedere dal servizio di investimento **entro 7 giorni** successivi alla sottoscrizione. Questo diritto **deve essere espressamente indicato nel contratto**.

L'omessa indicazione della facoltà di recesso nei moduli comporta la *nullità dei contratti* che può essere fatta valere solo dal cliente.

Questa disciplina si applica solo ai contratti di collocamento di strumenti finanziari o di gestione di portafogli individuali conclusi fuori sede. Per il **collocamento di strumenti finanziari** non è chiaro se si intenda il **servizio di collocamento** o tutti i servizi aventi la **finalità di distribuzione** dello strumento finanziario. Ne è sorta una giurisprudenza controversa, su quali servizi debba essere applicato il diritto di recesso.

- Una *posizione restrittiva* della giurisprudenza prevede che il diritto di recesso non si applica ai contratti di negoziazione, ma si applica soltanto al collocamento.
 - Una *posizione estensiva*, che è poi è quella che è prevalsa, **afferma come si applichi non soltanto al collocamento, ma a tutti i servizi di investimento**. Questo ha comportato una problematica per gli intermediari, i quali nei contratti di negoziazione non avevano la clausola di recesso, comportando la nullità di tali contratti. In questo caso il legislatore interviene specificando che per i contratti stipulati prima della sentenza della cassazione SU del 2013 la clausola di recesso è obbligatoria solo per il collocamento, mentre per i contratti stipulati dopo tale sentenza si applica il diritto di recesso a tutti i servizi di investimento
- 2- ***promotori finanziari**: Altro elemento fondamentale della disciplina riguarda i promotori finanziari: per l'intermediario c'è l'obbligo di avvalersi di specifici dipendenti, i promotori finanziari, oggi denominati consulenti finanziari, abilitati all'offerta fuori sede.
- Sono **soggetti professionali iscritti all'albo dei consulenti finanziari, abilitati attraverso un esame**
 - Sono sottoposti a delle regole più stringenti rispetto a qualsiasi altro intermediario e inoltre sono soggetti a regole di condotta specifiche
 - **I promotori in Italia sono caratterizzati dal MONOMANDATO = possono rappresentare esclusivamente un intermediario.** (possono operare solo nell'interesse di un mandatario, non di una pluralità).
 - son soggetti a vigilanza da parte di un organismo di vigilanza autonomo che tiene l'albo dei consulenti finanziari che verifica i requisiti e comunica alla **Consob l'esistenza di questi**.

Possono essere definiti quindi come: **la persona fisica, iscritta all'albo unico dei consulenti finanziari, che esercita professionalmente l'offerta fuori sede come dipendente, ma anche collaboratori, quindi non sempre sono dipendenti.**

L'ALBO UNICO DEI CONSULENTI FINANZIARI è tenuto da **un organismo di vigilanza autonomo** diviso in **TRE SEZIONI**.

L'organismo è soggetto a **disciplina e vigilanza della Consob**, e tenuto a svolgere una serie di attività:

- Provvede **all'iscrizione all'albo dei promotori, e alla cancellazione dallo stesso, se non sussistono i presupposti**
- **Organizza lo svolgimento delle prove valutative periodicamente**
- Verifica la **permanenza dei requisiti dei propri iscritti, comunica immediatamente alla Consob notizie rilevanti**
- È **autonomo dal punto di vista organizzativo e finanziario**, perché alimentato dai contributi degli iscritti all'albo.
- **L'iscrizione all'albo è subordinata all'accertamento dei requisiti di professionalità (superamento dell'esame) e onorabilità (non aver ricevuto condanne penali)**
- **La cancellazione dall'albo può avvenire in caso di domanda dell'interessato, o di perdita dei requisiti di onorabilità o professionalità.** È possibile contro i provvedimenti adottati dall'organismo fare reclamo alla Consob entro 30 giorni.

Le regole che deve rispettare il promotore, oltre le regole di comportamento imposte dagli intermediari sono:

- Mantenere le **riservatezza sulle informazioni** acquisiti dai clienti
- **Consegnare al cliente una dichiarazione** dove risultano gli **elementi identificativi dell'intermediario e del promotore.**
- Deve **consegnare al cliente il documento riassuntivo dei propri doveri di comportamento**
- Deve **rilasciare al documento una copia di ogni documento da questo sottoscritto** (deve **trattenere una copia anche per se, per 5 anni**: quando si sottoscrive un contratto fuorisede le copie da tenere sono 3: 1 al cliente, 1 al promotore e 1 all' intermediario)
- Il pagamento **dei servizi offerti deve avvenire solo con strumenti tracciati** (no compensi, si assegni, bonifici...)

Responsabilità solidale dell'intermediario: la disciplina di responsabilità **non è regolata dalle ordinarie norme del codice civile, ma da una disciplina più rigorosa**, cioè una disciplina che implica per l'intermediario una responsabilità maggiore.

Prevede che il soggetto abilitato, che conferisce l'incarico, **è responsabile in solido dei danni arrecati a terzi dal promotore**, Anche se tali **danni siano conseguenti a responsabilità accertate in sede penale e l'intermediario non aveva poteri.**

Cioè l'intermediario non risponde soltanto quando le violazioni poste in essere dal promotore finanziario siano casualmente collegate al suo comportamento (es. ometto di vigilare sul comportamento del promotore, ovviamente l'intermediario è responsabile).

Dal punto di vista del codice civile, qui IL CLIENTE NON POTREBBE RIVOLGERSI NEI CONFRONTI DELL' INTERMEDIARIO A MENO CHE NON PROVA CHE L'INTERMEDIARIO HA CONCORSO NELLA TRUFFA.

Ma la regola qui attuata è più rigorosa, c'è una **responsabilità ben più ampia dell'intermediario**, in tutti i casi che c'è un **nesso di occasionalità necessaria**, per esempio nel caso in cui il promotore finanziario non sia più mandatario di un intermediario e continuasse a comportarsi come se lo fosse, ma l'intermediario non ha posto in essere tutti gli strumenti che potevano permettere la comunicazione al cliente del termine del rapporto.

Si tratta di una forma di **responsabilità oggettiva**, in cui **non è possibile per il soggetto a cui viene imputata la responsabilità esonerarsi della responsabilità** provando l'elemento soggettivo dell'esenzione da colpa.

Il fatto oggettivo della sussistenza di un fatto illecito commesso da un dipendente/compresso determina la responsabilità dell'intermediario-preponente

La **disciplina alla offerta fuori sede non si applica: (esenzioni)**

- ⊙ Soggetti: la disciplina **NON SI APPLICA** per ***clienti professionali** (30₂ TUF) o nel caso di offerta di **propri strumenti** ai ***dipendenti dell'emittente** o dipendenti di ***società del gruppo.**
- ⊙ Prodotti: **Il diritto di recesso** dei 7 giorni non si applica alle ***offerte pubbliche di vendita o sottoscrizione di azioni a diritto di voto nei mercati regolamentati UE.**

Il servizio di consulenza può essere prestato anche fuori sede dai consulenti finanziari iscritti all'albo.
L'efficacia è sospesa per la durata di sette giorni anche in questo caso.

LE TECNICHE DI *COMUNICAZIONE A DISTANZA.

Rappresentano un'altra **modalità tecnica di distribuzione degli strumenti finanziari.**

Rispetto all' offerta fuori sede, qui **non c'è la fisicità del rapporto tra promotore e cliente.** Le tecniche di distribuzione a distanza non avvengono solo mezzo telefono ma **soprattutto oggi attraverso internet.**

Circa i riferimenti normativi di questa attività **si applica la disciplina consumeristica** (art 67-bis del codice consumeristico).

In questo caso il **diritto di recesso è più ampio** al diritto di ripensamento pensato per il caso dell'offerta del servizio fuori sede. Si **prevede un diritto di recesso entro 14 giorni**, ma questo **non trova applicazione nel caso** in cui il servizio di investimento riguarda **strumenti finanziari che determinano una fluttuazione del loro valore dopo la conclusione del contratto**.

Una disciplina importante attiene alla diritto di **informazione del consumatore** prima della conclusione del contratto, si devono ricevere **informazioni ben più specifiche rispetto ai servizi di investimento prestati in presenza**. **Le modalità di pagamento del servizio devono anche qua essere tracciate**.

Divieto di fornitura di servizi non richiesti, se l'investitore si dichiara contrario bisogna interrompersi il collocamento e la comunicazione.

Approfondimento Product governance.

Rappresenta un presidio nuovo in quanto rappresenta una forma di tutela che non si limita a prendere in considerazione solo la vendita dello strumento finanziario ma considera tutta la filiera di distribuzione. Sono fissate delle linee guida dall'ESMA nel 2018 sulla product governance.

Le categorie per la costruzione del target market di riferimento sono identificate in 5 categorie:

- la tipologie della clientela,
- la conoscenza ed esperienza
- la situazione finanziaria,
- gli obiettivi e i bisogni dei clienti,
- la tolleranza al rischio.

Sulla base di queste 5 categorie l'intermediario produttore deve identificare il mercato di riferimento che deve essere costruito in coerenza dello strumento finanziario per come è concepito. Identificato il mercato l'intermediario produttore deve fare in modo che tale mercato di riferimento deve essere rispettato anche nelle fase successive della distribuzione.

Sentenze della cassazione civile del 2020 attengono entrambe in merito alla responsabilità dev'intermediario in relazione **all'offerta fuori sede**.

Si tratta della fattispecie considerata **dall'articolo 31 comma 3° del TUF**, dove si afferma che il soggetto abilitato che conferisce l'incarico è responsabile in solido dei danni recati a terzi del consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede.

In particolare, è rilevante che tale responsabilità sussiste anche se tali danni siano conseguenti a responsabilità accertata in sede penale. Secondo la configurazione pacifica della cassazione **questa fattispecie di responsabilità può essere ascritta a una responsabilità extra contrattuale**, in particolare a quella della **responsabilità organica** del cosiddetto preponente nei fatti dei preposti.

Articolo 2049 c.c. del cosiddetto preponente. "I padroni (preponenti-intermediari) e i committenti sono responsabili dei danni arrecati dai domestici (preposti-promotori) **se il fatto illecito viene svolto nell'esercizio delle attività a cui sono preposti i promotori**".

Si tratta di una forma di **responsabilità oggettiva**, in cui **non è possibile per il soggetto a cui viene imputata la responsabilità esonerarsi della responsabilità** provando l'elemento soggettivo dell'esenzione da colpa.

Il fatto oggettivo della sussistenza di un fatto illecito commesso da un dipendente/commesso determina la responsabilità dell'intermediario-preponente.

Questa configurazione ha un grande rilievo nel caso in cui il promotore commetta delle irregolarità a danno dell'investitore, di cui l'intermediario non ne è a conoscenza. Il promotore è meno capiente dell'intermediario stesso, quindi l'unico soggetto nei confronti del quale può rivolgersi l'investitore tradito è l'intermediario.

Sentenza 857- del 2020. Prevede una situazione in cui l'investitore affida delle somme a un soggetto che opera per un intermediario assicurativo come segnalatore dei clienti interessati a investimenti di natura finanziaria. In questo caso il soggetto aveva un rapporto di collaborazione, anche se questo non preclude il rapporto di mandato, e aveva un limite molto basso per l'autorizzazione alla raccolta di liquidità (1500).

Questo elemento viene ritenuto rilevante nelle fasi di primo e secondo grado in cui l'investitore risulta soccombente in quanto per la corte d'appello non sussiste la buona fede del terzo investitore, poiché non vi sarebbe stata un'adeguata accortezza da parte dell'investitore che aveva dato delle somme in contanti e non aveva sottoscritto in moduli. L'investitore fa ricorso in cassazione contestando che la rilevanza della buona fede nella fattispecie concreta. La cassazione in questo caso pone in rilievo come occorre distinguere nelle fattispecie come un soggetto sia inquadrato nella organizzazione aziendale, va ad individuare come l'aver incassato da parte del promotore somme eccedenti il limite dell'autorizzazione conferita costituisca condotta abusiva e comunque in continuità dei poteri conferiti, tale per cui il rapporto di occasionalità necessaria non può essere negato, che è il presupposto per l'affermazione della responsabilità dell'intermediario.

La cassazione accoglie il ricorso e rimanda alla corte d'appello per tenere conto del principio del diritto affermato.

Sentenza 17947- 2020. In questo caso c'è un investitore che consegna in contanti delle somme per effettuare degli investimenti nei confronti di un intermediario che però non destina queste somme agli investimenti. Nel caso concreto le somme versate erano di 60 mila euro, ed emerge dalla fattispecie che il funzionario pur lavorando nell'ambito di una determinata banca era promotore di un altro intermediario.

A ciò si aggiunge che lo **svolgimento dei rapporti tra il cliente ed il promotore era caratterizzato da altri elementi di irregolarità** come l'assenza di compilazione di moduli e la non ricezione a garanzie delle somme anomale da parte del consulente. Entrambe le corti i giudici ritengono che **non si possa affermare un rapporto di occasionalità necessaria**, le caratteristiche del rapporto sono un indice se non di collusione tra investitore e promotore quantomeno di violazione delle regole che non si può non considerare che l'investitore non fosse consapevole della mancanza di legalità e **mancata spendita del nome del preponente**. Non si può affermare a favore dell'investitore una responsabilità dell'intermediario in solido con il promotore

Lezione 7

GLI EMITTENTI E L'INFORMAZIONE SOCIETARIA. L'OFFERTA AL PUBBLICO:

1. **La disciplina degli *emittenti:** Ratio e principi

Gli emittenti sono le società emittenti che fanno ricorso al mercato dei capitali, di rischio e di debito.

Il ruolo centrale che il mercato dei capitali svolge è quello **non solo di essere il luogo** dove si incontra la **domanda e l'offerta di quel bene specifico rappresentato dal denaro**, ma ha **la funzione** di canalizzare **le risorse economico finanziarie dai soggetti che hanno un surplus di risorse economiche ai soggetti che sono in deficit**. Questa canalizzazione, dovrebbe avvenire in un **mercato efficiente**, direzionando **le risorse finanziarie verso quei soggetti che sono in grado a parità di input a rendere il maggiore output**. Ovvero Sono

in grado di fare fruttare le risorse economiche che a vario titolo gli investitori prestano o investono nelle varie risorse di finanziamento, e di restituirle ai finanziatori con il migliore rendimento.

Problematica in un mercato finanziario di presenza delle **asimmetrie informative**, la presenza delle asimmetrie informative **secondo il modello di Akerloff ha come conseguenza il fallimento del mercato**, attraverso fenomeni di azzardo morale e selezione avversa che portano l'allontanamento dei soggetti migliori al mercato.

Da qui la necessità di una specifica regolazione. La finalità dell'investitore è quella di avvalersi dei servizi di investimento (consulenza, gestione patrimoniale etc.) per effettuare un investimento appropriato. Naturalmente l'investitore vuole che a fronte dell'investimento ci sia un adeguato rendimento. Il ruolo del legislatore è quello del superamento delle asimmetrie informative. Di questa finalità si coglie molto bene negli articoli **91 e 92 del Tuf**, che aprono la parte quarta nella disciplina degli emittenti:

Art. 91 TUF: *la Consob esercita i poteri avendo riguardo alla **tutela degli investitori nonché alla trasparenza ed efficienza del mercato dei capitali***

Nell'Art. 92 (anche qui si legge chiaramente **l'obbligo di trasparenza**): **gli emittenti forniscono tutti gli strumenti e info necessarie** e per l'esercizio dei loro diritti. Disclosure, secondo il detto di un giudice americano: **il miglior rimedio a fronte di qualsiasi condotta non legittima e non corretta da parte di qualsiasi operatore è quello della trasparenza.** Vale per i mercati finanziari dove il tema dell'asimmetria informativa è essenziale.

Le **strategie normative** attraverso cui il regolatore **supera** in definitiva questa criticità **dell'asimmetria informativa** sono essenzialmente di due tipi:

1. **Obblighi informativi in capo agli emittenti- disclosure:** Porre a carico di chi ha una maggiore visione informativa alcuni obblighi di distribuzione delle informazioni a carico degli emittenti.
2. **La seconda strategia** normativa centrale nella disciplina degli emittenti è invece una strategia improntata tipicamente a **regole societarie di diritto societario, strategie ovvero per risolvere problemi di agency, (rapporto tra investitore ed intermediario)** cioè problemi che si creano nella misura in cui un investitore rispetto alla società in cui ha investito si trova in un rapporto principle agent, dove l'investitore è un principle delle attività poste in essere dall'agent, cioè dal soggetto che compie e pone in essere le operazioni nell'interesse dell'altro soggetto. **Per spiegare il rapporto di agency si richiama sempre il rapporto di mandato (dove il mandante incarica il mandatario di svolgere una determinata attività per suo conto,** qui il mandatario si deve comportare secondo le istruzioni del mandante e persegua gli interessi del mandante. **Perché vi è rischio, perciò, che il mandatario ponga in essere dei comportamenti opportunistici** perseguendo propri interessi e non del mandante.

Le **regole di *diritto societario** si occupano di **legiferare nei rapporti tra:**

2. **Società e i creditori:** **i creditori nel momento in cui finanziano** una società assumono un rischio di credito nei confronti di un soggetto che non è una persona fisica ma una persona giuridica, i cui comportamenti e la cui regolazione interna è affidata a una serie di norme e soprattutto il suo patrimonio è separato rispetto al patrimonio dei singoli soci. *Da qua la necessità dei creditori di poter fare affidamento su regole certe, rispetto all'individuazione e alla protezione e tutela di quell'unico patrimonio sul quale possono*

fare rivalere i propri diritti, che è il patrimonio della società. (da cui una serie di regole riguardanti la conservazione del patrimonio sociale).

3. **Tra i soci di maggioranza e di minoranza:** le società sono composte da una pluralità di soci dove normalmente sono presenti uno più soci di maggioranza che possono contrapporsi a soci di minoranza. Da qui la necessità per il diritto societario di occuparsi di regolare i rapporti tra soci di magg. E di min. e tutelare adeguatamente le prerogative dei soci di minoranza
4. **Tra i soci e gli amministratori:** vi potrebbe essere una **contrapposizione tra amministratori e soci**, esempio il caso in cui gli amministratori siano eletti da un numero ristretto di soci, e la ragione dovuta al capitale sociale molto frammentato. Es. **Molti soci non hanno la possibilità di essere amministratori** e da qui devono ricevere una tutela che i comportamenti messi in essere dagli amministratori non devono essere opportunistici, ma devono essere fatte nell'interesse della società, ovvero di tutti i soci.

Rispetto a queste posizioni di conflittualità legate al soggetto societario, il legislatore interviene e offre delle regolazioni facendo ricorso a diverse strategie normative che vengono secondo una certa classificazione classificate in:

5. **strategie regolatorie** (es. **determinate regole di condotta** agli agenti, soci di maggioranza, amministratori) per cui devono agire nei confronti dell'interesse sociale
6. **Strategie di governance** (es. **allocazione dei poteri**, dove gli amministratori sono nominati dai soci, perciò se gli amministratori non si comportano correttamente nei confronti dei soci potranno essere dimessi.)

Queste regole sono comuni alle società di capitali chiuse e alle società aperte (quotate sul mercato di capitali) che fanno ricorso al mercato dei capitali, hanno strumenti di capitale diffusi ampiamente nel pubblico e alcune di queste hanno i titoli che sono negoziati sui mercati e le cui azioni sono quotate.

Queste **società aperte hanno discipline speciali e peculiari, i meccanismi di controllo di diritto comune non sono sufficienti**. Da qua la necessità che il **legislatore nazionale intervenga** su più profili nella disciplina societaria delle **società aperte**.

Le linee sul quale interviene:

- **TEMA DELLA #TRASPARENZA**, nel senso che richiede alle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, in particolare le società quotate, un onere di maggiore trasparenza su una serie di aspetti, perché per l'investitore non è irrilevante avere determinate informazioni per orientare correttamente le proprie scelte di investimento. **Per esempio**, la composizione del **capitale** ovvero gli assetti societari, quando un socio nelle società aperte supera una **soglia quantitativa (il 3%)** deve **effettuare delle comunicazioni**. Questo perché nelle società aperte permetterà al mercato di valutare correttamente la composizione del capitale. Visto che questo può **per esempio impattare sulle scelte di investimento della società**. In secondo luogo, la **DISCIPLINA RIGUARDA I *PATTI PARASOCIALI**, essenzialmente riconducibili alla stessa logica, infatti se i **soci hanno tra loro stipulato dei patti che hanno ad oggetto per es. la regolazione delle condotte di gestione** **devono essere resi noti** o in generale determinati aspetti riguardanti la vita societari, quando una **società è aperta questi patti hanno un'importanza rilevante, per la valutazione da parte degli investitori sulla bontà dell'investimento**. Nasce la necessità di una **DISCIPLINA DI TRASPARENZA E DI DURATA** perché è nell'interesse del mercato che la stabilizzazione che si ottiene dai **PATTI PARASOCIALI, DEVE ESSERE LIMITATA NEGLI ANNI (A 3 ANNI)**.
È regolata anche la **TRASPARENZA DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI**, per cui gli investitori che hanno delle quote rilevanti nelle società quotate **devono indicare al pubblico le loro politiche di gestione**, per evitare che le scelte di gestione siano troppo riservate e aumentare la trasparenza del mercato.

- Un'altra linea di intervento è l'**ATTRIBUZIONE DI PARTICOLARI DIRITTI AGLI AZIONISTI**, ovvero il legislatore prende atto che **gli azionisti di una società quotata non sono tutti uguali** (per es. gli investitori retail non hanno l'interesse all'esercizio del diritto di voto, infatti l'unico interesse dell'azionista retail è quello di speculare sull' eventuale incremento del prezzo dell'azione e di beneficiare dei dividendi annuali, non partecipa alla vita societaria. Da qua la previsione di strumenti come **le azioni di risparmio** ovvero categorie di azioni prive del diritto di voto ma dotate di diritti patrimoniali aumentati. Un altro strumento introdotto più di recente è la **maggiorazione del dividendo**, dove si prevede che a certe condizioni soprattutto se la partecipazione è detenuta per un certo periodo di tempo, **siano aumentati i diritti al dividendo e i diritti di voto, perché si incentivano gli investimenti di lungo periodo.**
- Altre disposizioni attengono invece a **STRUMENTI CHE TENDONO A FAVORIRE LA PARTECIPAZIONE ASSEMBLEARE**. Quindi una **tecnica è come detta prima l'erogazione di azioni di risparmio** per quei soci che non hanno interesse a svolgere attività assembleare, un'altra scelta però del legislatore che porta avanti parallelamente è quella di favorire la partecipazione assembleare in ogni modo, **per esempio prevedendo che l'avviso di convocazione sia dato con largo anticipo, che sia particolarmente completo, indicate le motivazioni delle proposte all'ordine del giorno**
- Buona fetta poi del **diritto societario** della disciplina speciale delle società quotate è data dalla **DISCIPLINA DELLA *CORPORATE GOVERNANCE** che prevede per esempio:
 1. Circa la **composizione dell'organo di gestione**, la **presenza di uno o più amministratori di minoranza**, che quindi non sono solo rappresentanti della lista di maggioranza, ma anche rappresentanti di liste che rappresentano partecipazioni non facenti capo al socio di maggioranza. Le norme prevedono **anche che la composizione dell'organo di gestione deve essere formato da amministratori indipendenti (almeno 1 se il cda è composto da più di 7 organi) e devono rispettare dei requisiti di professionalità**. Tutto ciò Per avere alla fine un organo amministrativo indipendente, professionale, competente e che quindi assicuri la ponderazione delle scelte di gestione.
 2. **Meccanismi di remunerazione che prevedono attraverso delle regole complesse**, dei meccanismi volti ad allineare attraverso le forme di remunerazione, gli interessi degli amministratori agli interessi dei soci, prevedendo che **le remunerazioni degli amministratori siano almeno in parte in funzione dell'andamento della società**. Evitando conflitti di interesse
 3. La disciplina delle quotate prevede poi **un rigoroso controllo contabile** attraverso la necessaria nomina di una società di revisione che eserciti questo controllo.
 4. Prevede anche che attraverso **un'apposita RELAZIONE fatta dagli amministratori sia espressamente indicato se la società aderisce o meno ai cosiddetti codici di disciplina**, cioè sono norme non vincolanti, ma sono norme a cui le società quotate possono spontaneamente adeguarsi. Se non ci si adegua il mercato potrebbe reagire in senso negativo, perdendo la fiducia in quell'organo e vendendo le partecipazioni di quelle società che non si adeguano.

LA DISCIPLINA DELLA TRASPARENZA: mentre la filosofia **della disciplina societaria**, è una **disciplina che attiene alle regole di funzionamento degli organi dell'emittente**, la disciplina di **TRASPARENZA ATTIENE SQUISITAMENTE AI MECCANISMI DI MERCATO**. In **mancanza di un obbligo di trasparenza** ci sono **effetti di asimmetria informativa**, sul mercato primario attraverso la selezione avversa aumento del costo della provvista e del market failure. Gli effetti dell'asimmetria informativa **si ripercuotono anche sul mercato secondario** (mercato di vendita degli strumenti finanziari agli investitori), ma il prezzo che viene fatto solitamente dipende dall'andamento del mercato, ma **in assenza di una disciplina di trasparenza il prezzo che si forma è non**

corretto, formando una differenza tra il prezzo di offerta e quello di domanda, determinando l'illiquidità di quei titoli.

Da qui la scelta da parte del legislatore di imporre **OBLIGHI DI DISCLOSURE E TRASPARENZA**, avendo anche un **effetto positivo sulla gestione della società**, perché così gli organi di gestione sono molto più attenti a comportarsi correttamente, perché **gli effetti negativi** di un proprio comportamento scorretto, **porterebbero a un prezzo di borsa in riduzione.**

Tuttavia, **l'imposizione di obblighi di informazione ha anche effetti negativi**, ovvero la produzione della informazione ha **dei costi rilevanti**, e altrettanto rilevante è poi **l'analisi dell'informazione**, molto **difficili da essere lette e comprese**, e anche questa è molto onerosa.

La **DISCIPLINA DI TRASPARENZA** non si legge soltanto come un tentativo di **SUPERAMENTO DELL'ASIMMETRIA INFORMATIVA**, ma si legge **ANCHE ALLA LUCE DI UNA TEORIA ECONOMICA** molto nota, ovvero la **TEORIA DEI MERCATI DEI CAPITALI EFFICIENTI** (**TEORIA SECONDO IL QUALE IN UN MERCATO DI CAPITALE EFFICIENTE I PREZZI INCORPORANO TUTTE LE INFORMAZIONI PERCEPIBILI**). Evidentemente anche da un punto di vista normativo, **se questa tesi è valida**, cosa molto **contestata ancora oggi**, in teoria **se viene pubblicata un informazione relativa a uno strumento finanziario**, questa informazione si **traduce in un cambiamento di prezzo immediato** perché viene incorporata dall'effetto del **comportamento degli investitori istituzionali**, che percepiscono questa informazione e danno **via a un movimento di acquisto o di vendita di quel titolo.**

***OFFERTA AL PUBBLICO**

L'offerta al pubblico che cos'è?

La nozione è contenuta nell'art1, con'offerta al pubblico di prodotti finanziari **si intende ogni comunicazione rivolta a persone in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo**, che abbia **ad oggetto un prodotto finanziario**, e che presenti **sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e dei prodotti offerti così da mettere in grado l'investitore di decidere di acquistare o sottoscrivere tali prodotti, compreso il collocamento tramite soggetti abilitati**

La nozione di prodotto finanziario è una nozione più estensiva rispetto a quella circa gli strumenti finanziari.

L'offerta al pubblico va a coprire le fattispecie in cui un soggetto va ad offrire ad un numero di potenziali clienti indefinito mediante una comunicazione genericamente definita (**CHIAMATA SOLLECITAZIONE AL PUBBLICO RISPARMIO**), forme di investimento da acquistare o da sottoscrivere.

Siamo nell'ambito del rapporto tra emittenti e clienti, non siamo più nell'ambito di rapporto tra intermediari e clienti (nell'ambito del rapporto **intermediari clienti** questa attività si traduce di fatto con la distribuzione che avviene tramite il **collocamento**, mentre nell'ambito **del rapporto tra clienti e emittenti** questo rapporto si traduce **nell'offerta al pubblico**) Due fattispecie diverse.

Nell'ambito dell'offerta al pubblico i *PLAYERS coinvolti sono:

1. **Gli investitori:** (che potranno essere **sottoscrittori o acquirenti**) di cui l'emittente cerca di acquisire i capitali perché ha un deficit di risorse economiche, e quindi **l'emittente si rivolge ai soggetti in surplus che possono acquistare o sottoscrivere gli strumenti finanziari a seconda che i titoli siano già emessi o di nuova creazione.**

2. **Il soggetto che sollecita può essere l'emittente**, nel caso che ci siano strumenti da emettere
3. **L'offerente**: cioè il soggetto sollecita il pubblico di effettuare un operazione di compravendita, di vendita per l'offerente e di acquisto per gli investitori. **L'offerente può offrire in vendita anche titoli non propri, o anche titoli propri.**
4. Gli **intermediari collocatori**: Forniscono il servizio di collocamento ed è una responsabilità verso gli investitori ma anche verso l'emittente. Può avere anche la responsabilità da prospetto. Non è l'emittente né l'offerente.

Gli elementi essenziali **DI DISCIPLINA SONO, ART 94 DEL TUF**:

1. **Obbligo di pubblicazione di un prospetto informativo prima di iniziare l'offerta**
2. Vi è necessità di approvazione del prospetto da parte della Consob ai fini della sua pubblicazione.

Fasi del **PROCEDIMENTO DI REDAZIONE DEL *PROSPETTO**:

- 1- **LA PRIMA FASE è la redazione del prospetto** che deve contenere tutte **le informazioni che a seconda delle caratteristiche dell'emittente e degli strumenti offerti** siano necessarie per formulare un fondato giudizio sull'emittente (situazione patrimoniale, situazione economica...) e sui prodotti offerti. (di solito è lungo una centinaia di pagine)
 Il prospetto **POI È AFFIANCATO DA UNA NOTA DI SINTESI**, che dovrebbe rappresentare **con un linguaggio conciso e non tecnico le informazioni chiave**, e quindi dovrebbe essere teoricamente **più di facile lettura rispetto al prospetto. Il prospetto può essere redatto in unico documento o in più documenti separati** (un documento di registrazione e una nota di informativa sui prodotti offerti, che si aggiungono alla nota di sintesi.) questa struttura viene frequentemente utilizzata dagli emittenti seriali, ovvero soggetti che durante l'anno provvedono a più emissioni.
Una volta approvato il prospetto è valido per 12 mesi, ma **se noi vogliamo emettere nuovi prodotti dovremmo continuare a integrare il prospetto iniziale**. Ma se invece faccio così ogni volta che emetto un nuovo prodotto farò approvare solamente la nuova nota di informativa sui prodotti e basta, oltre alla nota di sintesi.
Il prezzo e la quantità dell'offerta sono solitamente **inseriti all'ultimo momento**. Cioè **Il prospetto non contiene il numero di azioni che vengono offerte e soprattutto il prezzo** a cui queste azioni vengono offerte. Normalmente si **indica una forchetta di prezzo** in sede di collocamento, e viene **definito in un momento successivo** rispetto a quello della redazione del prospetto. Ma se non viene indicato un prezzo max, è prevista espressamente la possibilità che l'investitore possa revocare l'acquisto entro due giorni.
- 2- **Una volta redatto questo prospetto** molto articolato, il prospetto **viene trasmesso alla Consob** per l'approvazione. La Consob, essendo il suo compito quello di avere un efficiente mercato dei capitali, **valuta la completezza, coerenza e comprensibilità delle informazioni fornite, NON E' invece tenuta a verificare le veridicità delle informazioni e a valutare la convenienza economica dell'offerta**. Anche se la **Consob però è stata in alcune occasioni condannata a risarcire i danni sofferti dagli investitori la dove la veridicità dei dati forniti era molto sospetta**. La Consob **poi approva il prospetto entro 10 o 20 giorni lavorativi dalla comunicazione** a seconda che l'emittente abbia o non abbia già emesso valori mobiliari quotati. Può succedere che **il termine può slittare nel caso che la Consob richieda integrazioni del prospetto**, poiché non sono chiare determinate informazioni per esempio.
- 3- Poi successivamente c'è la **pubblicazione del prospetto**, esso infatti viene pubblicato sia sul sito internet della società e sia messo a disposizione del mercato in altre forme.

- 4- Con la pubblicazione **inizia l'offerta**: il **prospetto** come già detto è valido per 12 mesi dalla pubblicazione, ma se ci si accorge di errori in informazioni tenute nel prospetto, o ogni novità sopraggiunta, che possono influire sulla valutazione dell'offerta, **l'emittente o l'offerente deve integrare il prospetto già pubblicato con un supplemento.**

La Consob può comunque esercitare poteri informativi, richiedendo agli emittenti di fornire informazioni a se stessa o al pubblico, o **può anche sospendere o imporre il divieto dell'offerta (interdizione dell'offerta), se ci sono violazioni della disciplina.**

La **violazione della disciplina prevede DELLE SANZIONI:**

7. **DI NATURA PENALE**, per il **falso in prospetto o per l'omissione di informazioni** nel prospetto.
8. **SANZIONI AMMINISTRATIVE**, per **l'effettuazione di un offerta al pubblico senza prospetto**, per cui è prevista una sanzione da un quarto al doppio del valore dell'offerta
9. **SANZIONI CIVILI**, dove vi sono una **pluralità di soggetti che sono potenzialmente responsabili della veridicità e completezza delle informazioni** contenute nel prospetto nei confronti degli investitori. Questi **soggetti responsabili sono l'emittente l'offerente e l'eventuale garante**, non che le persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto, questi soggetti rispondono, ciascuna alle parti di propria competenza, dei danni subiti dagli investitori.

INOLTRE RISPONDE ANCHE IL RESPONSABILE DEL COLLOCAMENTO (L'INTERMEDIARIO), PER INFORMAZIONI FALSE.

E **in casi estremi**, come accennato, **anche la Consob**. Si prevede inoltre che le azioni risarcitorie devono avvenire entro 5 anni, responsabilità quindi di natura extracontrattuale, entro 5 anni dalla pubblicazione del prospetto, salvo che l'investitore provi di aver scoperto la falsità delle informazioni o le omissioni nei 2 anni precedenti l'esercizio dell'azione.

Ora parliamo **DELL'INTERMEDIARIO:**

esso non è ne l'emittente ne l'offerente, FORNISCE IL SERVIZIO DI COLLOCAMENTO AGLI INVESTITORI, può essere responsabile del collocamento ovvero il soggetto che organizza il consorzio di collocamento, il coordinatore del collocamento o il collocatore unico.

Responsabilità del collocatore verso investitori e anche verso emittente/offerente.

La documentazione da presentare **in sede di sollecitazione di investimento:**

10. Il Prospetto

11. **Il Modulo di Adesione**, predisposto dall'offerente, tramite il quale viene effettuata l'adesione dell'investitore all'offerta
12. Il **Materiale Pubblicitario** emesso normalmente dall'emittente/offerente insieme al collocatore (es brochure, pubblicità relativa una determinata offerta)
13. **La Scheda Prodotto** che è la scheda predisposta dal collocatore contenente l'informazione sui profili di rischio, e analisi degli scenari di rendimento e simulazioni che sintetizzano le caratteristiche del prodotto oggetto di distribuzione.

***Esenzioni nella Redazione del prospetto**

La predisposizione di un prospetto comporta sia tanti costi, sia tanto impegno di analisi.

Innanzitutto, la **disciplina del prospetto è semplificata per determinate tipologie di strumenti finanziari**: per l'OICR (**fondi di investimento aperti**) aperti, anche per essi deve essere redatto un prospetto, ma un **prospetto semplificato nei suoi contenuti**, in quanto il tipo **di strumento è già uno strumento di secondo livello**, e quindi **già risponde il gestore** nel momento in cui è stato creato un OICR.

Il legislatore ritiene che sia sufficiente una informativa più semplificata

Ci sono poi una **serie di casi previsti dall' art 100 del TUF**, che **prevedono L'ESENZIONE, E QUINDI NON SONO ASSOGGETTATI ALLA DISCIPLINA DEL PROSPETTO**. Possono essere raggruppati in **3 casi**

1) In funzione della natura del prodotto:

- **non sono prodotti finanziari** non hanno alcuna esigenza di prospetto (es. i **depositi bancari, i mutui**).
- Per i **prodotti finanziari-assicurativi c'è semplificazione**
- Per le **obbligazioni bancarie**, che hanno ricevuto una disciplina più volte modificata nel tempo, esiste un'esenzione a certe condizioni. (un tempo questa esenzione era per tutte le obbligazioni bancarie, per ragioni politiche. Oggi l'esenzione è molto più limitata, ed è limitata ai casi in cui gli strumenti diversi di raccolta del **capitale siano strumenti particolarmente semplici**, e quindi si parla di obbligazioni PLAIN-VANILLA.
- poi ci sono prodotti molto sicuri in **ragione dell'emittente**, e quindi gli **strumenti emessi** dagli **Stati, dalla BCE o da altre banche centrali** hanno l'esenzione del prospetto essendo almeno teoricamente prodotti **molto sicuri**.

2) In funzione della tipologia dei destinatari, cioè se non c'è una necessità di protezione perché il destinatario è capace autonomamente di proteggersi, ecco che non c'è la necessità di obbligare l'emittente o l'offerente a dei costi e impegni per sviluppare il prospetto. È questo il caso di:

- **OFFERTE RISERVATE A INVESTITORI QUALIFICATI**
- **OFFERTE RISERVATE AI DIPENDENTI** (STOCK OPTION)

3) Per dimensione dell'offerta:

- Quando **l'offerta è rivolta a meno di 150 destinatari o di ammontare inferiore a 8 milioni** ecco che dunque la scelta legislativa è stata quella di prevedere un'esenzione dall'obbligo di presentare il prospetto.

Esenzioni molto importanti sia perché su queste esenzioni **si basa la sollecitazione al pubblico risparmio da parte dei emittenti e gli offerenti**, sia perché danno come conseguenza di questa esenzione luogo a qualche forma di abuso e quindi devono essere adeguatamente approfonditi.

In particolare viene a rilievo l'art 100-bis del TUF, che riprende una fattispecie molto diffusa in Italia nella prima metà degli anni 2000, in cui, con riferimento soprattutto **al caso a Parmalat**, in cui era emerso che gli **emittenti procedevano a sollecitare non il pubblico risparmio, ma a riservare l'offerta a investitori qualificati, magari su mercati stranieri** (specialmente il mercato del Lussemburgo che all'epoca era quello maggiormente meno disciplinato nel consentire offerta a investitori professionali sostanzialmente in assenza di documentazione). Ebbene **era emerso che molte di queste offerte riservate a questi investitori istituzionali che poi rivendevano agli investitori retail**, e così in sostanza **VENIVA AGGIRATA LA DISCIPLINA DEL PROSPETTO**, dando luogo a un grande **SCANDALO FINANZIARIO**. A conseguenza di questo il **legislatore nazionale intervenne** con la **legge risparmio del 2005** introducendo una **norma ad hoc l'art.100-bis**, tra l'altro più volte modificata perché la formulazione non è estremamente chiara. Essa aveva ad **oggetto la nozione della *RIVENDITA SISTEMATICA**.

L'art 100 sostiene che se l'emittente o l'offerente procede a, prima solo a vendere agli investitori istituzionali per essere esentato dall'offerta, ma poi questi investitori istituzionali rivendono sistematicamente in modo tale da integrare i requisiti dell'offerta al pubblico, quella attività è soggetta all'offerta al pubblico. (cioè → **là dove gli intermediari procedono al collocamento, procedono di fatto a un offerta al pubblico, sono tenuti alla pubblicazione del prospetto**).

IL TEMA È PERÒ, NON TANTO QUELLO DELL'IPOTESI IN CUI EFFETTIVAMENTE CI SIA UNA RIVENDITA CHE FA QUINDI SCATTARE I REQUISITI DELL'OFFERTA AL PUBBLICO, ma **quello della rivendita sistematica, ovvero di una vendita che viene effettuata sulla base di colloqui privati con gli investitori** che per la loro singola configurazione, **di per se sembrano una normale attività di intermediazione**, ma che per le modalità e per la sistematicità con la quale viene posta in essere di fatto rappresenta un'elusione della disciplina del prospetto.

L'art 100 TUB infatti dice che: **Si realizza un offerta al pubblico anche qual ora i prodotti finanziari che abbiano costituito oggetto**, in Italia o all'estero, **di un collocamento riservato ad investitori qualificati, siano nei 12 mesi successivi sistematicamente rivenduti a soggetti diversi dagli investitori qualificati** e tale rivendita non ricada in nessun caso di inapplicabilità prevista dall'art 100.

Non **è definita la vendita sistematica**, si dice **solamente il limite temporale dei 12 mesi** (limite negativo), oltre i 12 mesi non viene a rilievo questa norma, ma questa è una ipotesi in cui ci sia una progettualità nella rivendita da parte degli investitori qualificati.

L'acquirente consumatore come rimedio può far valere la nullità del contratto. Resta ferma anche naturalmente l'applicazione delle altre sanzioni previste per l'ipotesi di responsabilità per la violazione di condotta ordinarie nella intermediazione. **Il rimedio della nullità è stato molto criticato perché è un rimedio che dal punto di vista tecnico non è confacente ma è sicuramente molto tutelante per l'investitore.**

Il *Crowdfunding

La disciplina del crowdfunding rappresenta un **approfondimento rispetto alla disciplina dell'offerta al pubblico e la disciplina del prospetto**. Il crowdfunding e l'investment crowdfunding, sono, innanzitutto la parola crowdfunding è di per se auto esplicativa, funding in inglese vuol dire raccolta di risorse finanziarie, crowd significa folla, infatti si definisce con questo termine quello che **è una raccolta di risorse finanziarie effettuate in un contesto in cui c'è un elevato numero di destinatari attraverso la rete**, quindi un numero estremamente elevato di destinatari che attiene nella maggior parte dei casi a **richieste di denaro relativamente piccoli di importi**, cioè con questo fenomeno si va a definire quello che è una **sollecitazione a fornire e prestare risorse economiche nei confronti di un elevato numero di destinatari attraverso la rete internet**. Il fenomeno è destinato a una **pluralità di utilizzi, non solo** quindi aventi ad **oggetto investimenti** ma per esempio è utilizzato per **la raccolta di risorse economiche destinate a iniziative senza scopo di lucro (una sorta di donazione)**. Il motivo per cui lo studiamo in questo contesto non è soltanto l'utilizzo della rete informatica, ma per la sua applicazione nell'ambito degli investimenti perché oltre che la raccolta di fondi per iniziative benefiche per esempio, **viene usato anche per iniziative imprenditoriali, (investment crowdfunding)** in particolare per **la raccolta di equity**. Questo fenomeno nasce **negli Stati Uniti contestualmente alla nascita della new economy e destinato anche per quelle iniziative imprenditoriali, definite start up**, soprattutto nei settori tecnologici e di ricerca. In buona sostanza questi operatori alla fase iniziale organizzativa di un'iniziativa imprenditoriale si trovano spesso nella difficoltà di accedere a un canale di risorse finanziarie adeguate. Perché per un verso **il canale bancario difficilmente presta liquidità a soggetti che non hanno storicità**, non hanno **garanzie da offrire**, per altro verso gli altri operatori più strutturati come

i fondi di private equity si rivolgono a fasi di iniziativa imprenditoriale più avanzata, non nella fase di "seme" dell'impresa.

Al contempo però queste iniziative imprenditoriali servono perché portano a un miglioramento della economia generale e possono raggiungere dei livelli di successo planetario. Da qui una soluzione individuata nella prassi operativa è di rivolgersi alla rete da parte di questi operatori **per individuare potenziali investitori disposti a finanziare queste tipologie di attività**. Proprio perché è **ad alto rischio normalmente il taglio minimo di investimento che viene richiesto è contenuto**, poche decine di euro per esempio, il che però se da un lato facilita la raccolta dall'altro comunque comporta anche problematiche di controllo di queste iniziative di raccolte del risparmio. Naturalmente **chi investe poche decine di euro in un iniziativa imprenditoriale difficilmente poi svolge un lavoro di monitoraggio**. Da qui quindi una necessità di una regolamentazione di questo fenomeno.

Nella maggior parte dei paesi e anche a livello europeo non ci sono regolamentazioni specifiche, ce ne sono soltanto negli stati uniti e in alcuni paesi anglo americani. **L'Italia è stata il primo paese in Europa a prevedere delle norme specifiche** in questa tipologia di forma di investimento. introdotta nel 2012 poi più volte modificata, con un'ampia delega alla Consob.

Di fatto la disciplina italiana ha la **finalità di favorire la raccolta di capitali per iniziative imprenditoriali con rischi molto elevati** e che hanno **difficoltà di reperire risorse a costi contenuti**. Questa modalità **di raccolta di risparmio presso il pubblico** era riservata almeno inizialmente solo alle **start up innovative**, cioè quelle tipologie di imprese che rappresentano delle caratteristiche sia in termini di giovane età della iniziativa, sia in termini di settore di attività dove esercitano la loro attività imprenditoriale (ricerca, tecnologie) ma con successivi interventi il legislatore italiano ha poi **esteso la possibilità del crowdfunding anche ad altre tipologie di impresa**. Con il recente intervento **si è aperto a tutte le PMI** (piccole medie imprese) e anche alle imprese sociali.

Per PMI si intende un soggetto imprenditoriale che in forma societaria rientri in questi parametri:

- **NON PIÙ DI 25° DIPENDENTI**
- **NON PIÙ DI 43 MLN DI PN**
- **NON PIÙ DI 50 MLN DI FATTURATO**

sono soglie molto alte.

Le **FONTI DELLA DISCIPLINA** italiana, la scelta del legislatore è articolare la disciplina anche per questo settore su due livelli:

1- **a livello primario:**

- La **definizione di portale** per la raccolta di capitali per le PMI e imprese sociali
- La disciplina primaria che indica le regole di fondo della disciplina, per la gestione dei portali per la **raccolta di capitali per le PMI e imprese sociali**
- **Come si svolge l'offerta** attraverso portali per la raccolta di capitali

2- **A livello secondario:**

- La legislazione primaria **ha poi delegato la Consob a livello secondario di emanare un regolamento, che è stato più volte modificato** dal 2013 a oggi (ultimo dei quali è stato nel 2017)

Come avviene la raccolta? Un soggetto imprenditoriale che decide di non rivolgersi a canale bancario, ma decide di rivolgersi a questo metodo di raccolta, decide **di raccogliere capitale di rischio principalmente mediante l'emissione di strumenti finanziari che possono essere azioni o quote di srl.** (le quote di srl non sono azioni).

il soggetto si rivolge perciò al gestore del portale che deve essere autorizzato allo svolgimento di questa attività, e il **gestore pubblica le informazioni relative all'offerta** e raccoglie gli ordini di adesione. Nel momento in cui raccoglie questi ordini di adesione li registra e li trasmette alle banche/SIM incaricate di perfezionare gli ordini. Viene quindi automaticamente **acceso un conto indisponibile finché l'offerta non è perfezionata intestato all'emittente** presso la banca/SIM con cui il gestore del portale collabora.

C'è la **necessità di una regolazione adeguata**, una regolazione che tenga conto di un trade off tra i costi che comporterebbe un aumento delle regole (impensabile di realizzare un prospetto per questo metodo di raccolta) e la **necessità di incentivare queste iniziative imprenditoriali**, soprattutto in questi ultimi anni dove le iniziative delle star up rappresentano linfa vitale di ogni economia. Gli **EMITTENTI** che possono formulare questa tipologia di raccolta **POSSONO ESSERE PMI** (prima soltanto star up innovative) o **IMPRESE SOCIALI O OICR CHE INVESTONO IN PMI**. È previsto soprattutto per l'equity crowdfunding che il **limite per la raccolta quantitativa è di 8 milioni di euro**. È possibile anche non soltanto la raccolta di equity ma anche la raccolta attraverso forme di obbligazioni o titoli di debito, ma in questo caso la sottoscrizione è riservata a investitori istituzionali. **La disciplina si occupa soltanto del mercato primario**, non si occupa del mercato secondario degli strumenti finanziari. Ci sono degli **operatori** coinvolti in questa forma di attività: **anzitutto i gestori dei portali**, ovvero la società che gestisce concretamente il **portale internet dove avvengono queste offerte e raccolte le adesioni**. Essi sono **soggetti professionali** possono essere **banche o SIM** e in questo caso sono gestori di diritto, in questo caso ovvero è una semplice comunicazione alla Consob che autorizza le banche e le sim allo svolgimento di questa attività e questi soggetti vengono iscritti in una sezione speciale del registro.

Nel **registro però sono iscritti anche gli altri soggetti diversi da banche e sim** che possono essere **autorizzati dalla Consob allo svolgimento di questa attività su specifica domanda**, subordinata alla **presenza di specifici requisiti**. Molti dei requisiti sono quelli che già conosciamo, ovvero **professionalità, onorabilità, il capitale minimo e** altri, requisiti simili alle SIM anche sono molto semplificati rispetto e esse. Sia i **soggetti** di diritto sia questi soggetti specializzati e autorizzati sono **iscritti in appunto un apposito registro vigilato dalla CONSOB** che **HA POTERI INFORMATIVI, INTERDITTIVI E SANZIONATORI**.

La differenza tra queste due tipologie di soggetti è che mentre le banche e **le SIM non trasmettono gli ordini a un altro soggetto** nel caso in cui vi sia una raccolta di ordini e il conto corrente indisponibile intestato all'emittente può essere stabilito presso lo stesso soggetto gestore. Nell'altro caso per i **soggetti specializzati ci deve essere una terzietà della banca di appoggio presso la quale c'è acceso il conto e vengono depositate le raccolte degli ordini**. In realtà la maggior parte degli operatori che operano effettivamente nel mercato italiano non sono banche o sim ma sono altri soggetti proprio perché questa attività è altamente specializzata.

Le regole di condotta dei gestori:

il gestore ha determinati obblighi di fatto è il perno del fenomeno del crowdfunding e quindi:

- **Adotta una specifica politica per la gestione dei conflitti di interesse**

- **Fornisce le informazioni sull'offerta** e mantiene sul sito per una durata determinata la disponibilità delle informazioni
- Deve **svolgere anche il gestore una attività informativa e educativa**. In particolare viene chiesto ai portali che diano adeguate informazioni sui rischi degli investimenti in particolare chiedono che possono accedere all'investimento solo gli investitori che hanno preso visione delle norme in tema di investor education (e **quindi che abbiano letto le disposizioni generali in termini di educazione all'investimento**).
- Inoltre svolge una **valutazione di appropriatezza**, ovvero deve valutare che gli investitori che accedano a quel mercato devono avere già quella conoscenza e esperienza in materia di equity crowdfunding

I meccanismi di tutela degli investitori:

- Costituisce **condizione per l'ammissione** dell'offerta il fatto che agli investitori retail sia consentito il recesso (o la co-vendita) nel caso di cessione del controllo. Ovvero se gli **operatori procedono alla raccolta attraverso l'equity crowdfunding si devono impegnare almeno per un triennio a mantenere il controllo di quella attività**.
- Costituisce **condizione di perfezionamento** dell'offerta che **una certa quota sia stata sottoscritta da investitori professionali**, in particolare (almeno il 5% o il 3% se il bilancio dell'emittente è certificato) sia riservata a investitori professionali. La logica è quella che **se gli investitori professionali investono del denaro son in grado di valutare con maggior attenzione rispetto a un investor retail la bontà dell'iniziativa**. In sostanza svolgono il ruolo di controllori questi investitori professionali che invece gli investitori retail non sarebbe in grado di svolgere o non avrebbe interesse a farlo. Ecco allora che prevedere una soglia minima di investimento che deve essere effettuata da questi investitori qualificati ecco che rappresenta una forma di tutela anche per tutti gli altri investitori.
- **Gli investitori possono recedere se si verificano fatti nuovi prima della chiusura dell'offerta**.

Lezione 8

LE OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO

1. Il mercato del controllo societario

2. La disciplina degli assetti proprietari

3. Le offerte pubbliche di acquisto

1. Il *mercato del controllo societario e Le logiche di disciplina degli emittenti

L'emissione degli strumenti finanziari sul mercato primario comporta che **questi vengano valutati sul piano del mercato secondario**, andando così a **definire**, attraverso l'incontro di domanda e offerta, il valore di scambio (**prezzo**). Questo determina **due aspetti rilevanti** sia sul **piano societario** sia sul **piano della disciplina degli intermediari**.

Innanzitutto, sul piano societario, **il singolo socio che non sia soddisfatto di come viene gestita una determinata società ha la possibilità di esercitare**, quello che viene definito **nel gergo di borsa, il diritto di voto coi piedi**, in sostanza può uscire dalla società. Questo è **un aspetto cruciale** in quanto nelle società non quotate (chiuse), ma anche in quelle aperte il cui mercato delle partecipazioni non sia ampiamente diffuso, **il socio non concorde con gli amministratori normalmente ha due strade:**

1. **esercitare i propri diritti di socio di minoranza** anche attraverso **operazioni giudiziarie** (molto **costosa e produce benefici solo indirettamente al socio**)
2. **vendere la propria partecipazione**, ma per definizione **quando la società è chiusa non c'è un mercato delle partecipazioni, l'unico acquirente potenziale normalmente è il socio di maggioranza**, il socio di minoranza si troverà quindi in una **posizione di svantaggio** andando a determinare le criticità delle società chiuse. **Questo problema non sussiste nelle società quotate** dove invece se il mercato è **adeguatamente liquido**, il **socio che non si trova d'accordo con la gestione esprimerà la propria opinione attraverso la vendita**, e questo è il principale **motivo per cui le società quotate hanno maggiore facilità nel reperimento delle risorse**, ovvero la **possibilità di disinvestire con relativa facilità con la cessione sul mercato secondario**.

Nel momento in cui sono in **molti ad esercitare il diritto di vendita** sul mercato delle proprie partecipazioni ci sono delle **conseguenze di prezzo** qualora **l'offerta superi la domanda**, e questo darà un **segnale negativo** al mercato riguardo la **società in questione**, come ad esempio una inadeguata amministrazione, e mettendo in difficoltà la stessa nell'individuazione di nuove forme di finanziamento, sia i gestori nel restare in carica. Può succedere quindi che **in caso di abbassamento del prezzo un investitore voglia assumere una partecipazione rilevante nella società** perché pensa che **acquisendone un pacchetto rilevante e potendo esercitare influenza sulla gestione** o essere lui stesso a gestire la società, di poterla far rendere meglio di quello la fanno rendere gli attuali gestori/soci, con la conseguenza che si può creare un vero e proprio mercato del controllo societario. **Questo meccanismo** porta quindi gli attuali **gestori e amministratori ad avere attenzione circa la bontà della gestione così da evitare eventuali esposizioni ad attacchi rivolti al controllo societario**. Ovviamente **questo può avvenire esclusivamente in un mercato dove il prezzo incorpori tutte quelle informazioni relative alle società** e pone quindi **l'accento** su quelli che sono gli **ampi obblighi informativi a cui sono sottoposte le società quotate**.

2. La disciplina degli *assetto proprietari

In questo contesto si spiegano quindi le **regole che prevedono obblighi specifici di trasparenza** per quanto riguarda **gli assetto proprietari**, in quanto **sapere se la società è partecipata (parte delle azioni sono possedute) da determinati soggetti è rilevante in una società quotata**, essendo **un'informazione che può tradursi anche in movimenti del prezzo**, ed è importante soprattutto per gli azionisti di minoranza che fanno affidamento sulla gestione anche in relazione agli effetti che la gestione può avere sui movimenti di borsa.

Non essendo sufficiente il diritto societario comune, e ritenendo quindi il **meccanismo del libro soci insufficiente data la pubblicazione annuale**, viene introdotta una disciplina specifica dal 1974 in quanto si **richiede di una informazione più tempestiva e puntuale**. La disciplina è dettata **dall'art. 120 tuf. e regolamento emittenti**, dove viene **previsto un sistema di soglie fisse che comportano l'obbligo di comunicazione immediata (5 gg.) da parte del partecipante alla Consob nel momento in cui viene**

superata la soglia del 3%, comunicazioni ulteriori devono essere inviate al superamento della soglia del 5% e dei suoi multipli, prevedendo in caso di *trasgressione sanzioni pecuniarie e societarie* (sospensione del voto per eccedenza e di impugnare la delibera assembleare se quel voto viene comunque esercitato dal soggetto che non ha dato comunicazione circa il superamento della soglia).

LA FINALITÀ DI QUESTA TRASPARENZA È RILEVANTE IN QUANTO GRANDI ACQUISIZIONI POSSONO AVERE EFFETTI SULLA GESTIONE E SONO RILEVANTI AI FINI DI UNA CORRETTA VALUTAZIONE DELLA SOCIETÀ.

Rilevante ai fini della comprensione delle finalità della **trasparenza è la modalità di calcolo**, la quale tende a far emergere la capacità di influenza sulla gestione, e quindi si tiene conto:

- **del solo capitale con diritto di voto** (anche multiplo),
- si computano **le partecipazioni tramite fiduciari**, società controllate e detenute a titolo di pegno,
- rilevano le **partecipazioni potenziali**, come i diritti di opzione o altri contratti di riporto.

Il legislatore si preoccupa quindi che non ci sia la possibilità di nascondersi dietro all'anonimato quando si ha influenza sulla gestione.

3. **Le offerte pubbliche di acquisto**

“L'OPA È UN'OFFERTA CON LA QUALE UN SOGGETTO DICHIARA FORMALMENTE AGLI AZIONISTI DI UNA SOCIETÀ QUOTATA LA PROPRIA DISPONIBILITÀ AD ACQUISTARE I TITOLI DELLA SOCIETÀ MEDESIMA A UN PREZZO SUPERIORE A QUELLO DI BORSA, CON IL FINE DI ACQUISIRE O RAFFORZARE IL PROPRIO CONTROLLO.”

L'offerta pubblica di acquisto (OPA) è **una sollecitazione al disinvestimento** (differenza essenziale rispetto **l'offerta al pubblico** in cui invece vi è una sollecitazione all' Investimento). Secondo la definizione presente all'art. 1 del tuf v) è un "*offerta pubblica di acquisto o di scambio: ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma effettuati, finalizzati all'acquisto o allo scambio di prodotti finanziari e rivolti a un numero di soggetti e di ammontare complessivo superiori a quelli indicati nel regolamento previsto dall'articolo 100, comma 1, lettere b) e c)* (stiamo parlando della **disciplina del prospetto**, quindi **superiori a 150 destinatari o 8 Mln di euro**); *non costituisce offerta pubblica di acquisto o di scambio quella avente a oggetto titoli emessi dalle banche centrali degli Stati comunitari*".

In sostanza **un soggetto si offre di acquistare determinati prodotti finanziari che sono diffusi presso il pubblico**, quindi **è il contrario dell'offerta al pubblico**. Il *bidder*, l'offerente, annuncia ad un numero indeterminato di destinatari, che è disposto ad acquistare ad un prezzo x un determinato prodotto finanziario.

Essendo questa una sollecitazione al disinvestimento, e quindi sostanzialmente il bidder sta effettuando una offerta di denaro, il **prodotto oggetto dell'OPA è di carattere molto semplice** rispetto invece all'offerta al pubblico che ha ad oggetto prodotti finanziari, per definizione di difficile comprensione e rischiosi, quindi **in questo caso l'investitore necessita di minore tutela**.

La **disciplina** si occupa quindi della **trasparenza** e della **correttezza** di come l'offerta viene comunicata al **pubblico** e di come viene svolta e avrà ad oggetto titoli che sono normalmente quotati sul mercato.

- La **finalità** è innanzitutto quella della **trasparenza**, si vuole garantire che ci sia una adeguata informativa da parte dell'offerente su chi sono i destinatari, sul prezzo offerto, sulle modalità attraverso la quale si può aderire all'offerta, in modo tale da non incidere sul funzionamento del mercato;

- questo attiene anche a quella **che è la finalità di correttezza**, con lo scopo di evitare pregiudizi a parità di trattamento e non deve incidere sul regolare funzionamento del mercato. Questo perché la logica dell'OPA si spiega molto bene nella logica del mercato del controllo societario;

- e quindi può essere inquadrata come un incentivo al corretto funzionamento del mercato, da qui quella che è **la finalità di tutela dell'OPA** ed effettività del valore dell'investimento, che si esprime soprattutto nella disciplina dell'OPA obbligatoria e del premio di maggioranza.

In assenza di regole sulle OPA, i pacchetti di controllo **verrebbero ceduti al di fuori del mercato** come premi attinenti al:

- **premio di maggioranza**: surplus di valore che l'offerente dovrebbe pagare rispetto alla somma del valore delle singole partecipazioni all'azionista maggioritario e che non verrebbe pagata agli azionisti di minoranza,
- **scarsa trasparenza**, in quanto se non ci fosse una disciplina dell'OPA non dovrei comunicare nulla al mercato e potrei concludere l'operazione segretamente,
- **distorsioni sul mercato**, potrei acquistare partecipazioni sia dagli azionisti di maggioranza sia dal mercato, senza dichiarare la mia intenzione di acquistare una partecipazione rilevante

Ai fini della trasparenza e del corretto funzionamento del mercato è stata quindi **introdotta una regolamentazione per le OPA** che definisce le **fasi del procedimento e l'OPA *obbligatoria**, anche al fine di permettere ai soci di minoranza di accedere al premio di maggioranza.

L'OPA obbligatoria (totalitaria successiva) art. 106 tuf. è una disciplina presente in Italia e nella maggior parte dei paesi europei, non in America. Si prevede che **chiunque superi una determinata soglia considerata critica (25% o 30% a seconda delle dimensioni) dal legislatore**, dei diritti di voto di **una società quotata debba impegnarsi ad acquistare, tramite una OPA obbligatoria, il 100% delle partecipazioni al capitale sociale della determinata società, al prezzo più alto pagato negli ultimi 12 mesi, entro 20 gg. dall'evento rilevante**.

La logica è quella che sostanzialmente si **vuole evitare l'acquisto segreto delle quote e far condividere un premio di maggioranza anche agli azionisti di minoranza** (questo attraverso il prezzo stabilito come quello più alto pagato negli ultimi 12 mesi), in quanto al superamento di una determinata soglia si ha di fatto il controllo della società in questione. **Si vuole inoltre evitare che avvenga un cambio del controllo senza che gli azionisti di minoranza possano esprimere la propria opinione**.

Ci sono poi altri **casi di *esenzione da OPA obbligatoria** previsti all' art.106 tuf, molto importante in quanto lo scattare dell'obbligo comporta un esborso notevolissimo per chi è costretto a lanciare l'OPA. **Il legislatore prevede quindi alcuni casi nella quale nonostante il superamento della soglia critica del 25% non scatti l'obbligo di lanciare l'OPA totalitaria successiva**. Questo, ad esempio, perché il superamento della soglia critica è determinato da un precedente e recente lancio di OPA preventiva totalitaria o OPA preventiva parziale a patto che:

- **oggetto almeno il 60% dei titoli con diritto di voto**

- nell'anno precedente non c'è stato un acquisto > 1%
- se c'è una approvazione secondo il meccanismo di *whitewash*, ovvero l'approvazione dell'OPA da parte dei soci che non sono collegabili ai soci di maggioranza
- non ci sono acquisti successivi superiori alla soglia dell'1%, per evitare il meccanismo della formica, l'offerente acquista progressivamente ogni anno piccole soglie dell'1,2,3% senza l'obbligo di lanciare l'OPA,
- tutto questo se l'offerente ha espressamente l'esenzione da parte della Consob dell'OPA totalitaria successiva.
- operazioni di fusioni/scissioni.

A fianco della materia possono presentarsi altri *casi collegati, come quello in cui un azionista abbia una partecipazione estremamente rilevante della società quotata, ad esempio:

- a seguito del lancio di un'OPA un azionista raggiunge un livello superiore al 95% scatta un obbligo di acquisto sulle azioni residue nei confronti degli azionisti che vogliono aderire, questo per evitare che l'azionista che abbia partecipazioni estremamente elevate costringa gli azionisti a svendere le proprie partecipazioni.

- Se invece un azionista raggiunge una soglia superiore al 90% scatta l'obbligo di acquisto o ripristina il flottante (quota minima di azioni circolanti in borsa) entro 90 gg, altrimenti anche la formazione dei prezzi in borsa risulterebbe poco coerente.

- Altra ipotesi è quella del diritto di acquisto (Squeeze out), in questo caso, secondo l'art. 111 tuf. a tutela del socio acquirente, se un socio supera la soglia del 95% dei titoli, non solo ha l'obbligo di OPA ma anche il diritto di acquisto, e quindi sostanzialmente di espropriare le partecipazioni in capo agli azionisti residui. Questo al fine di tutelare il socio acquirente che magari non voglia mantenere quotata la società o non avere più azionisti di minoranza e voglia delistare la società evitando che ci siano partecipazioni marginali che possono creare effetti di disturbo sulla gestione della società.

L'importanza della disciplina dell'OPA si può notare anche da quella che è la rigidità delle sanzioni da mancata OPA, che risultano essere particolarmente gravose. Si parla di sanzioni amministrative che sono di importi elevatissimi e le sanzioni sono proporzionali rispetto alle quantità in gioco. Sanzioni Societaria, come la sterilizzazione del voto in caso di mancato lancio dell'OPA obbligatoria. E delle sanzioni di tipo civilistico che si occupano del risarcimento del danno.

Le regole di svolgimento dell'OPA

Queste sono valide per tutte le società e per tutte le offerte, sia volontarie che obbligatorie. Disciplinate dagli art. 102 e 103 del tuf. in particolare si prevede che per il corretto funzionamento del mercato:

- l'OPA sia irrevocabile,
- deve essere a parità di condizioni per tutti, e sono nulle le clausole contrarie a queste decisioni.
- L'offerta può essere condizionata, ad esempio come quella di intesa (soglia necessaria ad approvare in assemblea le operazioni straordinarie), ad .
- L'offerta può essere incrementata ma non ridotta, ma sarà applicato anche a chi ha già aderito all'offerta dovendo essere garantita la parità di trattamento.
- Deve avere una durata compresa tra i 15 e i 25 gg. in quanto i mercati sono particolarmente suscettibili durante queste particolari operazioni.
- l'intero procedimento è svolto sotto stretta vigilanza da parte della Consob

Lo svolgimento dell'offerta avviene in *3 fasi OPA:

1. fase preparatoria: quando una **società esprime la volontà oppure scatta l'obbligo di effettuare una OPA**, questo deve **essere comunicato immediatamente alla Consob e reso pubblico**, a causa della **rilevanza dell'informazione ai fini della determinazione del prezzo**. **L'offerente dovrà presentare entro 20gg. il documento, molto articolato, che verrà sottoposto all'approvazione della Consob.**

2. comunicato ufficiale all'emittente, ovvero **la società target dell'offerta** (art. 103 tuf), che si pronuncia, **emette un giudizio sull'offerta**, e questo è centrale in quanto: **se il giudizio è positivo l'offerta si definisce amichevole**, cioè è un'OPA dove gli azionisti della società target esprimono il proprio consenso di **aderire all'offerta e l'offerta avrà sostanzialmente successo** perché gli azionisti di maggioranza hanno espresso attraverso il cda la propria volontà di aderire all'offerta; **ma l'OPA (come nel caso Intesa-Ubi) potrebbe essere ostile**, ossia il cda dell'emittente esprime un **giudizio negativo sull'offerta** (dice ad es: *l'offerta non è congrua, è vero che l'offerta in termini di prezzo di mercato delle azioni adesso è più basso ma questo è perché c'è il coronavirus, c'è una difficoltà momentanea del mercato, ma noi siamo in grado di risollevare la società, l'offerta non è destinata a valorizzare la società, determinerà danni per i dipendenti ecc...*), in questi casi l'esito dell'offerta sarà incerto e si possono **verificare ad esempio strategie difensive oppure offerte concorrenti**

3. avviene il lancio dell'offerta pubblica di acquisto in una data concordata con la Consob e l'adesione all'offerta da parte degli investitori tramite gli intermediari.

Dal momento in cui viene dichiarata l'intenzione di effettuare un'OPA, diventa centrale qualsiasi elemento e soprattutto il comportamento del cda della società target, poiché l'offerente dichiara di lanciare un'offerta ad un dato prezzo stabilito sulla base di quelle che sono le informazioni attuali e che conosce, ma è ovvio che siccome la società è una società operativa e **gli amministratori non gradiscono l'offerta**, e non la gradiscono per una ragione molto semplice ovvero **perché sanno che saranno rimossi dal loro incarico in caso di successo dell'offerta**, questi potrebbero quindi mettere in atto operazioni di ostacolo alla sottoscrizione dell'offerta (tecniche difensive), come ad esempio vendere un asset aziendale particolarmente rilevante oppure deliberando un aumento di capitale così da comportare un maggiore onere per l'offerente, oppure mettere in atto operazioni straordinarie come fusioni/scissioni che modifichino gli assetti della società con lo **scopo di ostacolare l'offerta e determinare il suo fallimento.**

Il legislatore italiano in queste situazioni è tendenzialmente **pro-concorrenziale, ovvero pro offerente**, perché vede nel **corretto svolgimento di un'OPA** un meccanismo **incrementale della concorrenza** nel mercato e quindi in linea generale **richiede che gli amministratori non possano porre in essere tecniche che vadano ad ostacolare l'offerta** a meno che non ricevano l'autorizzazione assembleare da parte di una maggioranza qualificata dell'assemblea. Il tutto **salvo che lo statuto non abbia optato per consentire le tecniche difensive**, in questo caso la scelta deve essere comunicata al mercato prima del lancio dell'offerta, in quanto è intenzione del legislatore che la scelta di una società di prevedere tecniche difensive farà sì che questo verrà deprezzato dal mercato.

L'unica strategia che è sicuramente concessa è il lancio di una **OPA concorrente**, in quanto questa è pro-concorrenziale, infatti la società target spesso va in cerca di una seconda società che lanci l'offerta concorrente, ovviamente migliorativa rispetto a quella ostile.

Le norme **104-bis e 104-ter** prevedono la cosiddetta **REGOLA DI *NEUTRALIZZAZIONE DELLE MISURE DI DIFESA**, si prevede espressamente, **se previsto dallo statuto** che il lancio di un'OPA determini ad esempio la **neutralizzazione di meccanismi che possano essere di ostacolo al buon funzionamento/successo dell'offerta**.

Neutralizzazione delle misure di difesa che siano di **ostacolo al buon funzionamento** del lancio di OPA (**regola di opt-in**) significa che durante l'OPA **tutte le clausole di limitazione al trasferimento** di partecipazioni nei confronti dell'offerente **cessano**. Se l'offerente **ottiene almeno il 75%** dei voti **cessano eventuali limitazioni al diritto di voto previste dallo statuto** e altri diritti speciali in materia di nomina o revoca amministratori.

Clausola di *reciprocità: il tema che si è posto anche dal punto di vista di politica legislativa, essendo le società esposte o avere interesse ad effettuare un'OPA nei confronti do società straniere, che magari non sottostanno alla medesima disciplina e potrebbero quindi attuare azioni di disturbo ritenute illegittime invece dal nostro ordinamento. Per questo è stata **introdotta in Italia la cosiddetta clausola di reciprocità per cui le tecniche difensive diventano ammesse se l'offerente si trova in un ordinamento straniero dove le tecniche difensive siano ammesse.**

Lezione 10

I MERCATI E LE SOCIETA' DI GESTIONE DEL MERCATO. IL MARKET ABUSE.

La disciplina dei mercati: Di cui si occupa la parte terza del tuf, in particolare art.61 e ss.

Come **FUNZIONANO EFFETTIVAMENTE I MERCATI E COME AVVIENE L'INCONTRO TRA LA DOMANDA E L'OFFERTA.**

1. I mercati finanziari (secondari)
2. Le società di gestione dei mercati
3. La tutela dell'efficiente funzionamento dei mercati

1. I mercati finanziari (secondari)

È necessario che il **mercato funzioni bene nell'interesse**, non solo degli **investitori** ma anche degli **emittenti**, in quanto le esigenze di chi ha necessità di raccogliere sul mercato dei capitali (deficit) e di chi ha un surplus di denaro e che quindi ha la necessità di scegliere tra le varie forme di investimento, sono **esigenze diversificate**. Se poniamo ad esempio la **raccolta di capitale di rischio che avviene sul mercato primario da parte delle società quotate attraverso l'emissione di azioni**, questo sarà per definizione **capitale destinato a rimanere stabilmente all'interno della società** con lo scopo di destinarlo **allo sviluppo dell'impresa**, ma per l'investitore un investimento di questo tipo, ovvero a **lunghissimo termine, sarebbe particolarmente rischioso**, e quindi per le **società di capitali risulterebbe davvero difficile la raccolta di capitale di rischio se non ci fosse la possibilità di una circolazione delle partecipazioni all'interno del mercato secondario**, un mercato liquido che consente di cedere ad altri soggetti lo strumento finanziario liquidando l'investimento. Il mercato secondario consente quindi il superamento della criticità rappresentata dalle diverse inclinazioni e necessità dell'investimento che possono avere i soci (azionisti) e le società emittenti.

Un **efficiente** mercato secondario inoltre **agevola la gestione e la riduzione delle asimmetrie informative** tra emittenti ed investitori **attraverso la formazione DEL PREZZO** e il prezzo stesso, quale **INDICATORE SINTETICO** delle **condizioni di rischio di un determinato emittente**, cioè attraverso la formazione del prezzo vengono sintetizzate tutte le informazioni disponibili sul mercato rispetto ad un determinato strumento

finanziario. Il corretto funzionamento del mercato e la corretta formazione del prezzo sono necessari anche alla tutela dell'investitore, in quanto l'investitore può fare affidamento sul fatto che l'acquisto di un determinato strumento finanziario sia effettuato ad un prezzo che sia corrispondente alle informazioni presenti sul mercato. Assicura quindi l'acquisto ad un prezzo corretto a **differenza di quanto avviene per le società chiuse**, dove si potrebbe acquistare una partecipazione ad un prezzo che risulti essere di gran lunga superiore al valore effettivo della partecipazione, per questo quando si tratta di **società chiuse e avvengono le operazioni di M&A** apposite società si occupano dell'analisi puntuale di ogni aspetto della società target dell'operazione, processo estremamente complesso e oneroso, che consente **all'acquirente di poter valutare correttamente quello che è il valore della società e negoziare il prezzo con l'investitore**. Ruolo del tutto inutile per le gli strumenti connessi a società quotate in quanto viene **svolto dal mercato**, che per svolgere questo ruolo in **maniera ottimale deve essere abbastanza**

- **liquido**, dove avvenga una corretta e continua **circolazione del particolare strumento**, e
- **trasparente**, ovvero **informato adeguatamente**, rispetto a tutte quelle informazioni che possono concorrere alla formazione del prezzo, dallo stesso soggetto emittente.

Tutto questo perché il corretto funzionamento del mercato secondario potrebbe essere ostacolato dalla presenza di costi di transizione ovvero quei **costi connessi all'operazione di cessione**, di **compravendita**, **degli strumenti finanziari**, che inevitabilmente comportano processi di negoziazione, di realizzazione di esecuzione. E **QUINDI UN MERCATO È EFFICIENTE SE TUTTI QUESTI COSTI SONO RIDOTTI AL MINIMO**.

I modelli delle infrastrutture di mercato (trading e post trading venues)

In astratto le **infrastrutture di mercato possono essere ispirate da due modelli**, tra di loro diversi, ma accomunati da **un'unica finalità**, **L'EFFICIENZA DEL MERCATO (ADEGUATA LIQUIDITÀ E TRASPARENZA)**.

Le infrastrutture di mercato si distinguono tra infrastrutture di:

- **trading**, ovvero dove si devono **incontrare gli ordini di acquisto e vendita sul mercato**;
- **post trading**, identifica le operazioni di **clearing e settlement**, che sono le fasi sostanzialmente di **esecuzione di compravendita**.

In astratto i ***MODELLI DEI MERCATI** possono essere di due tipologie:

- o **Pubblicistico**: dove cioè il **mercato è gestito da una società pubblica**, caratterizzato quindi da un **regime di monopolio**, che gestisce e regola il mercato dei capitali, ovvero la sede di negoziazione dove avvengono gli scambi degli strumenti finanziari;
- o **Privatistico**, dove il mercato è **gestito da un soggetto privato fortemente regolato ma che essendo privato ha comunque finalità lucrative**.

In Italia fino **agli anni 90' la disciplina era ispirata al modello pubblicistico**, la borsa italiana era un ente pubblico, come anche ad esempio quello francese, in questi modelli le **criticità** sono determinate dalla **rigidità del funzionamento** come qualsiasi ente pubblico, che ha difficoltà a gestire con elasticità, che caratterizza di più le società private, l'evoluzione della materia vista anche la particolarità della materia in questione, **con la conseguenza di possibili inefficienze ma il vantaggio del regime di monopolio**.

In Europa e conseguentemente in Italia **è poi prevalsa l'affermazione del modello privatistico**, così oggi **l'attività di gestione e organizzazione delle sedi di negoziazione è un'attività d'impresa a tutti gli effetti**, come previsto dall'art.61 tuf, che apre la parte dedicata ai mercati. Borsa Italiana è diventata una s.p.a. controllata dalla London Stock Exchange, società di gestione del mercato di Londra. Negli **anni 90' con la riforma dei mercati è caduto il regime di monopolio dei mercati regolamentati**, in questo **modo le operazioni possono avvenire**, non soltanto sulle sedi di negoziazione rappresentate dai mercati regolamentati, ma **anche su altre forme di sedi di negoziazione**. L'accesso al mercato non prevede forme pubblicistiche bensì privatistiche attraverso la stipula di un contratto tra intermediario o l'emittente e la società di gestione del mercato aderendo al regolamento di mercato.

Funzionamento delle operazioni sul mercato secondario: VEDI APPUNTI RIKKK

1. Si parte con una **proposta di negoziazione**, immissione sul mercato di un ordine di vendita o di acquisto, che può essere a prezzo fisso o al meglio (alla migliore condizione disponibile sul mercato).
2. Il passaggio successivo, e ruolo fondamentale del mercato, è quello di **consentire il matching tra una domanda e una offerta aventi condizioni di prezzo identiche**, e avviene così la **conclusione del contratto**, il *trading*;
3. Una volta concluso il contratto **occorre eseguirlo**, e quindi **scambiare gli strumenti finanziari con il denaro corrispondente**, operazioni che devono avvenire nel minor tempo possibile e con i minori rischi di inadempimento possibile, **non è concepibile che avvenga in maniera manuale, e deve avvenire in forme diverse**. I sistemi più diffusi, **anche in Italia, prevedono le cosiddette fasi di *Clearing e Settlement**.
 - ❖ In particolare una fase di **Clearing** (Compensazione dell'operazione) dove l'operazione include una operazione di acquisto o di vendita viene spezzata in due segmenti: **un'operazione di acquisto con una controparte centralizzata (Clearing House)** e un'operazione **parallela di vendita con la medesima controparte centralizzata**, in modo che **non vi sia rischio di inadempimento, che** creerebbe delle problematiche di garanzia ed esecuzione forzata incompatibili con la velocità e i meccanismi di mercato, e non consentirebbe il mantenimento dell'anonimato, aspetto tenuto in grande considerazione nei mercati.
 - ❖ **Il Settlement**, il regolamento, **viene effettuato soltanto con operazioni di compensazione**, che avviene **tramite gli intermediari**, in questo modo sia gli strumenti finanziari che il denaro non si spostano fino alla fine della giornata, quando si vanno a regolare il complesso delle operazioni avvenute tra gli operatori ammessi a quel mercato. I titoli sono in gestione accentrata e dematerializzati, e questo *settlement* avviene semplicemente attraverso operazioni contabili, ci si limita ad indicare dei segni + o - nei conti depositi presso la società di gestione accentrata, che in Italia è la Monte Titoli s.p.a.

Strutture di post trading

Si occupano della cosiddetta fase del **Clearing e del Settlement**.

Il loro scopo è essenzialmente quello di **riduzione ed eliminazione dei rischi di controparte** (inadempimento) ed operativi, **importante in quanto potrebbero determinarsi rischi di esternalità negative sistemiche** come effetti a **catena e perdita della fiducia**.

L'introduzione di sistemi di compensazione come la *Clearing House* centralizzata **che fa sì che ciascun ordine immesso sul mercato finisca per avere come controparte**, non la controparte con cui è stato incrociato il determinato ordine, ma che abbia come controparte **effettiva un ente di compensazione centralizzato**, che garantisce il buon fine dell'operazione in ogni caso, perché **anche se una parte non adempie** la catena di inadempimenti viene interrotta sul nascere dalla *Clearing House*, che assicura il buon esito dell'operazione e l'anonimato.

L'operazione viene **eseguita attraverso il cosiddetto Settlement**, con un regolamento che normalmente avviene, in caso di **gestione accentrata degli strumenti finanziari, su base netta**, cioè alla fine della giornata di borsa avvengono le iscrizioni contabili per i singoli intermediari sui conti deposito che ogni intermediario ha presso la società di gestione accentrata (Monte Titoli s.p.a.).

MERCATI *REGOLAMENTATI

I mercati regolamentati non sono più l'unico luogo dove avviene la domanda e l'offerta di strumenti finanziari, questo è il risultato della Mifid ma soprattutto della Mifid II, che hanno consentito il SUPERAMENTO DELL'UNICITÀ DEL MERCATO COME LUOGO DI NEGOZIAZIONE. Mentre un tempo tutte le operazioni avvenivano sul mercato regolamentato oggi questo non è più vero, perché sono sorti nel tempo luoghi diversi da mercato, e il diritto si è così adeguato, dove avvenivano scambi frequenti su titoli che non sono ammessi al mercato, ammissione non richiesta in quanto **l'ammissione comporta l'applicazione di una disciplina molto articolata**, la disciplina degli emittenti, in materia di: patti parasociali, trasparenza degli assetti proprietari, struttura della governance, assetti societari, regolamentazione dell'OPA, tutti elementi di disciplina che comportano costi *compliance* (adeguamento alla normativa) non trascurabili. Questo ha portato alcuni emittenti ad evitare di essere ammessi al mercato così da non essere assoggettati a questa disciplina fortemente rigorosa. Da qui la **NASCITA DI SITI DI NEGOZIAZIONE**, prima non regolamentati e poi regolamentati in maniera specifica attraverso la Mifid e la Mifid II, tra questi figurano **MTF** (Sistemi multilaterali di negoziazione) e **OTF** (Sistemi organizzati di negoziazione), i quali differiscono in quanto gli OTF sono caratterizzati da una discrezionalità del gestore del sistema circa l'esecuzione dell'ordine, e poi i cosiddetti Internalizzatori Sistemati.

Un mercato regolamentato è un **mercato gestito da una società di gestione dei mercati regolamentati** (SGM), Questa attività è specificatamente un'attività d'impresa che si occupa di svolgere con finalità imprenditoriali l'attività di gestione del mercato.

Deve essere obbligatoriamente una società per azioni, anche senza scopo di lucro, potrebbe quindi anche trattarsi di una società cooperativa per azioni, è **soggetta a controlli (art. 61 tuf) e ad autorizzazione (art. 64 tuf)**.

Le caratteristiche per **essere autorizzata** quale società di gestione dei mercati regolamentati, **l'attività del gestore deve essere esclusiva, soddisfare alcuni requisiti** degli esponenti aziendali e dei partecipanti al capitale, essenzialmente requisiti **di professionalità e di onorabilità**, dove la Consob può esprimere un gradimento circa i partecipanti al capitale, che si occupa anche della vigilanza.

La società di gestione del mercato una volta autorizzata organizza i mercati (suo scopo esclusivo) e **li disciplina**, in quanto non esiste una disciplina di legge, il regolamento di gestione del mercato è un documento di natura privatistica. **Il regolamento non è deliberato** dall'organo di gestione della società di gestione del mercato, ma **dall'assemblea ordinaria**, che deve essere autorizzato e **soddisfare determinate caratteristiche** (art. 65 tuf):

- **La società deve dotarsi di regole e procedure trasparenti** e non discrezionali che garantiscono una negoziazione corretta e ordinata, nonché efficiente;
- **Regole per l'ammissione alla negoziazione**, sia degli strumenti finanziari sia degli operatori che possono accedere ed operare sul mercato;
- **Le regole di partecipazione al mercato devono essere trasparenti**, oggettive e non discriminatorie, così da garantire il buon funzionamento della sede di negoziazione.

Quindi l'adesione al mercato comporta l'accettazione delle regole di mercato ed avviene attraverso la sottoscrizione di un contratto tra il potenziale emittente e la società di gestione del mercato regolamentato.

A differenza dei servizi d'investimento, **la Consob ha poteri di vigilanza molto forti**, in quanto l'esercizio dell'attività di gestione è **subordinato alla sua autorizzazione** anche in ordine alla conformità del regolamento alla disciplina: il regolamento specifico non è autorizzato ma lo sono le modifiche.

I mercati *italiani

Le società di gestione sono **SGM**

- ❖ MTS S.p.a. per i titoli di Stato e titoli a reddito fisso
- ❖ **Borsa italiana S.p.a.**, entrata nel gruppo LSE (London Stock Exchange) **ORA FUSIONE CON EURONEXT**

I mercati regolamentati sono:

- ❖ MTA, mercato telematico azionario;
- ❖ IDEM, mercato dei derivati;
- ❖ MOT, mercato obbligazionario telematico;
- ❖ ETFplus, oicr aperti.

Contenuto essenziale regolamento MTA

Per essere ammessi alla quotazione la società di gestione del mercato verifica l'esistenza delle condizioni, Borsa italiana controlla:

- **Conformità a legge dello statuto e degli strumenti emessi;**
- Che gli **strumenti siano negoziabili** e che non ci siano vincoli alla negoziazione;
- Che i **bilanci siano pubblicati** e depositati e che almeno l'ultimo bilancio sia revisionato;
- Che la **società sia in condizioni di gestione autonoma**, che non sia soggetta a vincoli che possano pregiudicare la sua autonomia gestionale, e che abbia attività capaci di generare ricavi;
- Che la **capitalizzazione sia superiore a 40 Mln**;
- **Che il flottante sia superiore al 25%**, anche se su questo ci sono possibili eccezioni.

Procedura di ammissione nel mercato MTA (cosiddette IPO, Initial Public Offering), che prevede una serie di step per l'ammissione ad un mercato regolamentato, come il MTA:

- **Deve essere presentata una domanda di ammissione dell'emittente;**
- **Presentazione del prospetto.** Scatta un obbligo di prospetto non solo quando la società rivolge un'offerta al pubblico che supera i parametri posti dall'art. 100 (esenzione dal prospetto), ma **anche ogni volta che si chiede l'ammissione alla negoziazione dei titoli sul mercato regolamentato**: spesso le cose coincidono ma non sono di per sé sempre coincidenti. Inoltre, secondo il regolamento MTA deve **esserci uno sponsor della quotazione**, che **normalmente è una banca o una banca di investimento**, che sostanzialmente affianca la società nella presentazione alla Borsa italiana per l'ammissione alla negoziazione sul mercato.
- **Borsa italiana S.p.a.**, non soltanto gestisce il mercato, ma ha anche tutta una serie di **poteri invasivi sui titoli che sono negoziati sul mercato regolamentato**, come la **sospensione**, la **revoca e l'esclusione temporanea o permanente dalle negoziazioni**, a causa di **ragioni tecniche**, eccessiva oscillazione dei titoli per **ragioni finanziarie**, perché non garantiscono il corretto funzionamento, o in caso di fallimento della società emittente.

Il regolamento MTA disciplina anche quella che è l'ammissione degli intermediari, cioè quali intermediari sono **ammessi ad immettere ordini di vendita o di acquisto su quel determinato mercato.**

Sedi di negoziazione alternative

Il più importante, come tipologia, è l'***MTF**, ovvero il sistema multilaterale di negoziazione. Questi sono luoghi **diversi dai mercati regolamentati e consentono l'incontro tra domanda e offerta**. Sono assoggettati alle **medesime regole dei mercati** per quanto riguarda gli obblighi di trasparenza e la disciplina sull'informazione continua.

La differenza è che queste sedi vengono gestite da **intermediari autorizzati, come banche e SIM**, inoltre **non valgono le regole sull'ammissione alla quotazione**, non essendo un mercato regolamentato, le società i cui titoli sono negoziati in un MTF **non sono considerate società emittenti** con riguardo alla disciplina emittenti agli art. 119 tuf ss. e quindi **non sono soggetti** alle medesime regole di trasparenza per

quanto riguarda la trasparenza degli **assetti proprietari, patti parasociali, obblighi di compliance** (che **comportano dei costi**, per questo le società ancora in fase di crescita scelgono gli MTF piuttosto che il mercato regolamentato).

Il più famoso in Italia è l'AIM (Alternative Investment Market), sempre **gestito da Borsa italiana S.p.a.** che costituisce quindi una sede di negoziazione diversa ed assoggettata a regole differenti che negli ultimi anni ha ricevuto un numero di domande di ammissione sempre crescente per quanto riguarda le PMI.

Un **ulteriore tipologia di sede di negoziazione sicuramente di minore** rilevanza, introdotta dalla **Mifid II** è il cosiddetto ***OTF** (Organised Trading Facility) per andare a **coprire alcune aree lasciate scoperte**, in quanto **alcuni operatori avevano creato sistemi di negoziazione** nella quale **in gestore aveva discrezionalità circa l'esecuzione dell'ordine immesso** nel sistema e **per questo non rientrava nella definizione di MTF**, e quindi **gli OTF non assoggettata alla disciplina di trasparenza dei mercati e dell'informazione continua pur essendoci un sistema multilaterale di negoziazione** (sistemi in cui si hanno una pluralità di controparti). Non riguarda alcune tipologie di strumenti come le azioni, **possono trattare esclusivamente obbligazioni e derivati.**

Maggiormente importante è invece l'Internalizzatore Sistemico*, che non è un sistema multilaterale ma è **una forma di negoziazione per conto proprio** si tratta infatti di un servizio di investimento con una certa pervasione a livello di vigilanza da parte della Consob, dove un **intermediario negozia per conto proprio rispetto ad ordini immessi dai clienti.** Le banche italiane più importanti come Unicredit, Intesa e Ubi, hanno dato vita ad internalizzatori sistemici.

3. La tutela dell'efficiente funzionamento dei mercati

Trattiamo della **disciplina della trasparenza rispetto al mercato**, tema che si **aggancia fortemente alla trasparenza degli emittenti.** Il tema di fondo è che il **mercato funzioni correttamente**, e per questo deve essere efficiente e svolgere il suo ruolo, ovvero quello di **veicolare le risorse in surplus verso i soggetti in deficit** che sono in **grado di restituire**, rispetto ad un determinato input di risorse finanziarie, il **migliore output in termini di rendimento dell'investimento** e di dividendi, e **perché funzioni correttamente** è essenziale che questo mercato sia adeguatamente **presidiato da regole che assicurino il corretto funzionamento del mercato.**

Anzitutto sono quindi **previste degli istituti volti a sanzionare** comportamenti che vanno ad incidere sul corretto funzionamento del mercato, andando a determinare quelli che sono i cosiddetti **abusi di mercato**, di cui la nozione è la più inclusiva possibile:

"Tutte le ipotesi in cui gli investitori si trovano a dover subire, direttamente o indirettamente, le conseguenze negative del comportamento di altri soggetti che mediante operazioni illecite, utilizzano a vantaggio proprio o altrui, informazioni non accessibili al pubblico oppure hanno divulgato informazioni false e ingannevoli o manipolato il meccanismo di determinazione del prezzo degli strumenti finanziari", questo ultimo elemento è fondamentale in quanto un mercato funziona tanto **quanto è efficiente**, cioè consente di **conoscere la domanda e l'offerta con i minori costi transitivi possibili**, ma soprattutto consentendo la formazione del prezzo in maniera corretta.

Da qua possono distinguersi **due fattispecie:**

- 1. L'abuso di informazioni privilegiate (cd. Insider Trading);**

2. E la manipolazione del mercato.

Il quadro normativo è passato **da un livello nazionale ad un livello europeo**, per la ragione che questi **comportamenti hanno rilevanza sistemica** ed evitare che possano effettuarsi arbitraggi di natura normativa tra i diversi ordinamenti nazionali, è **quindi centrale che ci sia una uniformità**, una **massima armonizzazione**, da qui la scelta tecnica di avvalersi del regolamento invece della direttiva come strumento normativo. **La disciplina è contenuta nella:**

- **MAR (Market Abuse Regulation, regolamento Ue);**
- **MAD II (direttiva, per alcuni aspetti di principi generali che devono essere regolati su base nazionale);**
- **D.lgs di natura attuativa del 10 agosto 2018.**

1. L'*abuso di informazioni privilegiate

La finalità di fondo è la **parità di trattamento tra tutti gli investitori**, **escludendo l'utilizzo di informazioni non pubbliche**. La disciplina è in stretta **connessione con la disciplina dell'informativa degli emittenti**, in **particolare l'obbligo dell'emittente di comunicare al pubblico informazioni privilegiate riguardanti l'emittente**.

Le informazioni privilegiate e una informazione avente un carattere preciso, che non è stata resa pubblica, **riguardante un emittente o uno strumento finanziario e che se resa pubblica, potrebbe avere un effetto significativo sul prezzo** del relativo strumento finanziario o di strumenti finanziari derivati collegati.

Oltre le informazioni che un emittente ha il dovere di comunicare, **un altro aspetto è quello riguardante la continuità dell'informazione**, nel senso che **ogni volta che si verifica un fatto** che può avere un effetto significativo sul prezzo del relativo strumento finanziario o di strumenti finanziari derivati collegati **vi è l'obbligo**, a carico della società, **di darne informazione**, così da **evitare situazioni di asimmetria informativa** e disparità di trattamento, così da evitare la possibilità di sfruttare l'informazione esclusivamente da un ristretto numero di investitori.

Può esserci l'abuso di informazioni privilegiate, quando c'è un'informazione privilegiata, e quando c'è una condotta vietata da parte dei destinatari del divieto.

Le informazioni **privilegiate includono**, secondo la MAR, anche le **informazioni che riguardano indirettamente l'emittente**, ovvero le informazioni riguardanti il **mercato in cui opera l'emittente**, e le **informazioni relative ad ordini su strumenti finanziari**, se capaci di influire sul prezzo del relativo strumento finanziario.

Le *condotte vietate sono:

- **insider trading**, ovvero il compimento di operazioni in strumenti finanziari sulla base di informazioni privilegiate;
- **il tayutage**, cioè la raccomandazione o l'induzione al compimento di un'operazione in strumenti finanziari sulla base di informazioni privilegiate;
- **il tipping**, comunicazione a terzi dell'informazione privilegiata.

2. *Manipolazione di mercato

Mentre l'abuso di informazioni privilegiate vuole evitare che avvengano comportamenti che approfittano della conoscenza dell'informazione privilegiata **non ancora resa pubblica**, **la manipolazione di mercato** a colpire tutta **una serie di comportamenti, difficilmente descrivibili in maniera astratta**, da qui la difficoltà della strategia regolatoria, che riguardano i comportamenti che vanno a **distorcere il corretto funzionamento del mercato**.

Essenzialmente sono di due categorie:

- **Manipolazione informativa:** diffusione di informazioni che forniscono segnali falsi o fuorvianti riguardo all'offerta, alla domanda o al prezzo di uno strumento finanziario ovvero consentono di fissare il prezzo di mercato a un livello anormale, i cosiddetti rumors di mercato qualora non siano veritieri (*fake news*). Centrale quindi l'elemento di consapevolezza della falsità delle informazioni;
- **Manipolazione operativa:** serie di comportamenti che si caratterizzano per la presenza di fattori artificiali che si inseriscono nel meccanismo di formazione dei prezzi, ad esempio immetto un numero elevatissimo di ordini di acquisto sul mercato al fine di manipolare il prezzo ritirandoli immediatamente e creando una distorsione del prezzo di cui posso approfittare.

Art. 115 TUF: obblighi di **comunicazione alla Consob:**

- 1Può richiedere agli emittenti quotati la comunicazione di notizie, documenti fissandone le relative modalità,
- 2Assumere notizie mediante la loro audizione dai componenti degli organi sociali,
- 3eseguire ispezioni presso i soggetti.

Ritardare la diffusione di info è possibile se, probabilmente: 1La comunicazione immediata pregiudica i legittimi interessi dell'emittente o partecipante al mercato delle quote, 2Il ritardo non avrebbe l'effetto di fuorviare il pubblico, 3L'emittente o il partecipante al mercato delle quote è in grado di garantire la riservatezza di tale info. Consob viene informata dell'intenzione di ritardo. In caso di rumors che generino sospetto di fuga di info, salta tutto e bisogna comunicare. Per le banche il ritardo comunicativo riguarda anche problemi di liquidità e LOLR dalle BC se comunicare sarebbe peggio per tutti.

Sondaggi di mercato: comunicazione di informazioni anteriormente all'annuncio di un'operazione per valutare l'interesse di potenziali investitori per una possibile operazione e le relative condizioni. Non costituisce abuso e dev'essere registrato il fatto e informato il destinatario.

Analisti finanziari: 20 MAR devono provvedere affinché le informazioni siano presentate in maniera corretta e devono comunicare i propri interessi ed eventuale conflitti relativi a strumenti finanziari. I Giornalisti 21 MAR libertà di stampa tranne se le persone ricavano un vantaggio o guadagno dalla comunicazione delle info in questione o se sono effettuate con il fine di influenzare il mercato. Agenzie di Rating: regolamento 1060/2009: rating = parere relativo titolo/ emittente di debito. Obbligo di registrazione (ci sono condizioni alla "concessione" della registrazione) delle agenzie a carico di ESMA. Le agenzie devono adottare misure per evitare la dipendenza del rating da conflitti. Previsti meccanismi di rotazione degli analisti che hanno comunque remunerazioni indipendenti dal fatturato e così almeno i/3 del cda.

Sistema di enforcement

Rispetto a questi comportamenti distorsivi del mercato il **legislatore attua forme di enforcement di tipo preventivo e sanzionatorio**.

Preventivo, ad esempio, in quanto si prevede che debba essere comunicata al pubblico l'informazione privilegiata appena l'emittente ne viene a conoscenza e in tempi rapidissimi, deve tenere un registro delle persone che hanno accesso ad informazioni privilegiate, segnalazione dell'internal dealing, il dovere per gli intermediari di predisporre sistemi e procedure di controllo efficaci al fine di prevenire e individuare gli abusi di mercato, previsione della responsabilità amministrativa delle persone giuridiche, nonché gli ampi poteri concessi all'autorità di vigilanza.

Oltre ai meccanismi preventivi esistono quelli

sanzionatori: amministrative pecuniarie regolate uniformemente a livello europeo, sanzioni pecuniarie da 20k a 3M al 10 volte il profitto ottenuto, a **chi compie insider trading, tipping o tayoutage, interdizione nella possibilità di ricoprire cariche amministrative in una società, penali** se comportamenti posti in essere con **dolo devono essere sanzionati in maniera penale**, in Italia questo ha creato il **doppio binario**, lo stesso fatto può essere **contestato sia a livello amministrativo** che penale che può creare **problemi di costituzionalità**. **Se sanzioni penali > amministrative, si corrisponde amministrativa + eccesso**. **Dibattito tra Italia e CEDU in materia**, 2018 la corte di giustizia sancisce la **non contrarietà alla doppia sanzione** (Consob + Penale) **se proporzionata**. Ancora incertezza, dipende dal giudice.

Approfondimento lezione 9

Lezione 9, testimonianza Palmisano – Grossi:

Palmisano: "mercati finanziari e attività di public enforcement: **Poteri e Responsabilità della Consob***:

funzione principale è quella di **garantire trasparenza sui prodotti finanziari che circolano nel mercato**
vigila sul comportamento degli intermediari

Guarderemo i **poteri della Consob più nell'ambito degli intermediari**: la Consob è un'autorità **Indipendente** che ha un substrato giuridico di risparmio e teorico che ruota intorno alle autorità indipendenti. Bisogna vedere la **legge 216/1974 istitutiva della Consob** che disegna i **3 ambiti di autonomia della Consob**:

- **Organizzativa**: secondo il dott. la più importante, rende l'organizzazione più in grado di mutare. Abbiamo assistito a modifiche epocali negli ultimi anni dei mercati finanziari, se fosse stato un soggetto non indipendente sarebbe molto più lento. **L'autonomia** della Consob ha però alcuni **vincoli importanti**. **Art. 24 della legge 261/2005**: distinzione tra funzioni istruttorie e decisorie rispetto all'erogazione della sanzione. **L'autorità disciplina le modalità organizzative per dare attuazione al principio tra funzioni istruttorie e decisorie rispetto all'irrogazione della sanzione**. La Consob quindi nella suddivisione dei compiti deve **separare le funzioni istruttorie da quelle decisorie**. Questo principio è figlio di una decisione che incide sul **potere sanzionatorio** che però è solo l'ultima fase dei poteri della Consob. Il principio della distinzione delle due funzioni condiziona tutto il funzionamento dell'istituto. Gli **atti di carattere istruttorio** finalizzati a **raccogliere le informazioni** sono compiuti **dagli uffici** e non dalla commissione. Dopo saranno gli **uffici stessi a proporre alla commissione le eventuali azioni, decisorie** proposte alla commissione senza che queste due funzioni interferiscano l'una con l'altra. La **separazione delle due funzioni** nasce **perché nel 2005 il potere sanzionatorio passa in toto dal ministero alla Consob**.

- **Trattamento economico e giuridico del personale:**
- **La gestione delle proprie spese:**

Su questi 3 aspetti la Consob decide autonomamente anche in deroga alle norme sull'organizzazione dei ministeri etc. norme che a Consob non si applicano. In ciò sta il cuore pulsante dell'autonomia della Consob.

ATTRIBUZIONI alla Consob nell'ambito degli intermediari: la Mifid 2 declina **3 ordini di attribuzione** chiamati nella direttiva: **1Poteri, 2Misure, 3Sanzioni**. Una **distinzione** per categorie però **non è così netta**, le direttive comunitarie che richiedono un recepimento devono fare i conti con le differenze strutturali e concettuali dei sistemi giuridici nazionali perciò la terminologia del legislatore comunitario è volutamente equivoca su questo punto. **Nell'ambito delle funzioni istruttorie** abbiamo modo facilmente di parlare di quelli che **sono i poteri informativi e di indagine** che noi vediamo indicati nell'articolo 6-bis che in **taluni**

casi devono essere autorizzati dal procuratore della repubblica (es. perquisizione) poi abbiamo i **poteri ispettivi**.

Nell'ambito delle **funzioni decisorie** che comporta provvedimenti da parte del collegio della commissione rientrano le **misure** [funzioni decisorie] (**atti di amministrazione attiva per superare crisi**) poste nell'ambito della legge in una **graduazione proporzionata alla gravità della situazione** dalla **convocazione degli organi amministrativi fino alla sostituzione dell'amministrazione** e provvedimenti restrittivi verso le attività, poteri introdotti da CRD IV, alcuni sono solo inviti ma poi vengono sempre applicati -Moral Suasion- hanno la caratteristica di guardare al futuro) e **le sanzioni che costituiscono la reazione punitiva nei confronti dei responsabili delle violazioni, possono essere *Pecuniarie o *Interdittive**. L'attività sanzionatoria è regolata da un procedimento sanzionatorio scansionato da sottofasi relative a diversi soggetti e non sovrapponibili, guardano al passato.

Nell'ambito della vigilanza la Consob ha ***poteri CONSOB** (Cap 3)

◇ **Regolamentari**: emanazione di norme secondarie, tante dall'introduzione del TUF, meno dall'aumento dello spazio per il legislatore comunitario. **ESMA riduce la discrezionalità regolamentare della Consob e BDI che devono osservare i seguenti principi (art 6 TUF)**: 1) Valorizzazione dell'autonomia decisionale dei soggetti abilitati, 2) Proporzionalità (raggiungimento del fine col minor sacrificio degli interessi dei destinatari) 3) Riconoscimento del carattere internazionale del mercato finanziario, 4) Agevolazione dell'innovazione e concorrenza.

◇ **Informativi** e di **indagine**: rimodellati con MIFID II, 6-Bis TUF: **potere di BDI o Consob di richiedere: informazioni in via generale, informazioni specifiche. Non ci sono informazioni non richiedibili, anche nei confronti del personale**. Da MIFID II **Consob a poteri specifici simili agli organi di polizia giudiziaria nei confronti di chiunque possa essere in possesso di informazioni pertinenti**. Ci sono poi **obblighi informativi** da parte dell'organo di controllo e revisore (leggermente meno estesi, solo gravi violazioni) **verso le autorità** se vengono a conoscenza nell'esercizio dei propri compiti di fatti che possano costituire **irregolarità o violare norme**.

◇ **Ispettivi**: BDI e Consob possono effettuare ispezioni e richiedere esibizione di documenti e comportamento degli atti ritenuti necessari presso i soggetti abilitati in armonia con le disposizioni comunitarie

MIFID 2 NUOVI POTERI: obblighi di governo e di intervento sui prodotti, sono l'attività più dirompente di Mifid 2 riguarda la **product governance**. Tali obblighi impongono al "produttore" la costituzione di un processo destinato a definire le caratteristiche del prodotto e le caratteristiche dei soggetti a cui è indirizzato. Ciò coinvolge gli organi di vertice degli intermediari che vengono più responsabilizzati. Viene demandato all'ESMA di **poter vietare la commercializzazione e distribuzione di alcuni prodotti c.d. product intervention** (è successo negli ultimi anni rispetto ai CFD con leve molto elevate). **Oggi l'ESMA e le autorità nazionali hanno il potere di impedire a monte la commercializzazione.**

Consob: nei confronti di chi sono esercitati i poteri? I destinatari sono i soggetti sottoposti all'osservanza delle leggi del TUF, che declina questi soggetti in maniera analitica. In base al TUF i soggetti sono 3 categorie:

1. **Le imprese di diritto italiano** e autorizzati dalle autorità italiane (SIM, SGR, SICAV, SICAF, Banche)
2. **Le imprese comunitarie con succursale in Italia**. Mutuo riconoscimento, le imprese comunitarie possono **operare in tutta l'area** in base **all'osservanza del proprio quadro giuridico** e nei confronti della propria autorità, ma ha **un'attenuazione** (quasi deroga all'home country control), **chi in Italia ha un'organizzazione stabile** (succursale) in questa realtà prevale la sostanza sulla forma, il legislatore comunitario ha attribuito al **paese dove risiede la succursale un carattere antielusivo**. Chi ha una stabile organizzazione in un paese è **sottoposta anche alle autorità dello stato dove è la succursale**, quindi i 3

poteri si applicano a tutti queste tre categorie di soggetti. L'intermediario comunitario che opera in Italia senza una succursale è totalmente avulso dai poteri della Consob? No. Articolo 7 quater TUF.

Commissione tra l'Home e l'Host country control. Se un **oggetto fa cose contrarie alle direttive europee BDI o Consob:**

- ▶ **Informano l'autorità del soggetto** dove risiede l'intermediario che opera in Italia senza succursale. Richiedono l'intervento dell'attività, se non basta:
- ▶ **Se l'intermediario continua ad agire in modo scorretto l'autorità competente dello stato ospite può adottare tutte le misure necessarie** tra cui il **divieto di svolgere altre operazioni**

3. Imprese extracomunitarie autorizzate in Italia. Devono fare una verifica preliminare. (Cap 6) per le imprese di investimento devono essere autorizzate da Consob sentita BDI, autorizzazione subordinata al possesso di requisiti di cui al 28 TUF tra cui importante, l'accordo tra BDI, Consob e autorità dello stato di origine. Per gli extracomunitari è richiesta succursale, servizi senza succursale da loro solo a soggetti professionali.

Brexit: questo evento comporta un **mutamento di stato delle imprese inglesi** da imprese operanti liberamente in seguito all'autorizzazione da parte dell'autorità britannica ad una attività da **extracomunitarie**. Il 31 dicembre era il termine entro il quale queste imprese dovevano essere autorizzate ad operare nei paesi comunitari pena l'esercizio non autorizzato, gli accordi tra UK e UE non hanno portato a nulla di diverso. **Quindi dovevano essere autorizzate dai paesi dove intendevano operare.** C'è una attenuazione riguardo un sistema centralizzato di autorizzazione verso tutta l'UE.

Grossi: "mercati finanziari e attività di public enforcement: Poteri e Responsabilità della Consob":

Il tema della responsabilità si lega a quello dei poteri perché nell'ordinamento giuridico **non c'è responsabilità se prima non c'è l'attribuzione di un potere.** Parliamo degli **investitori come soggetti tutelati** da un **eventuale cattiva vigilanza della Consob**, in questo caso si parla di **diritti**. Per **potere avanzare una richiesta** di risarcimento bisogna essere **proprietari di un diritto che l'ordinamento vuole tutelare: (comporta il danno ingiusto)** essere tutelati dall'attività errata od omessa attività. Quindi **se c'è un danno patrimoniale c'è responsabilità della Consob** che è obbligata ad esercitare i propri poteri nella tutela di chi non ha quei poteri. I principi a carattere generale sono: **La punizione di chi chiunque apporta un danno in giusto**, diritto quindi all'integrità patrimoniale, (*danno ingiusto, *nesso di causalità, *danno patrimoniale quantificato e un *atteggiamento colpevole) **L'onere della prova è in capo al danneggiato** (investitore). È difficile per una persona fisica capire quali sono le responsabilità della Consob rispetto alle normali eventualità del mercato.

• **EVENTO DANNOSO DALLA CONSOB:** intervento o più spesso mancato intervento che ha comportato un danno patrimoniale. Ritardato esercizio del potere di vigilanza (quindi mancato intervento). È importante tenere a mente un altro principio che ha altre pesanti conseguenze. **Articolo 40 comma 2 c.p. Non tutte le omissioni sono giuridicamente rilevanti**, la giurisprudenza dice che è **dannoso se ricorrono due presupposti:** **1La omissione rilevante non può dipendere solo dall'attribuzione di un potere di vigilanza** (la mera attribuzione di un potere non equivale a qualificare come omissione ogni non esercizio del potere) **2L'esercizio del potere non è richiesto sempre e comunque ma solo qualora**, esposti o segnalazioni circa situazioni anomale o patologiche.

• **NESSO CAUSALITA':** il danno deve essere riconducibile all'omissione: conseguenza **diretta ed immediata** secondo ad un criterio di (mancanza della prova controfattuale). **Cosa potrebbe essere cambiato per l'investitore se la Consob fosse intervenuta? Caso di falso in prospetto** (il falso in prospetto è un danno se per l'investitore è stato decisivo).

- **CONDOTTA INVESTITORE:** influente rispetto all'obbligo risarcitorio, . La **giurisprudenza** può **limitare il risarcimento** se **l'investitore non rimedia a situazioni pregiudizievoli** dei suoi rendimenti riducendo la causalità del danno da parte di Consob

- **DANNO QUANTIFICABILE:** *depauperamento + ***lucro cessante** anche questo **difficilmente quantificabile**. Il danno risarcibile è: dello stesso. **Se il prospetto era incoerente o viziato** l'investitore può **lamentare la differenza rispetto al prezzo del valore intrinseco**. Si sottolinea anche come **l'andamento di borsa del titolo non sia indicativo dello strumento stesso**, non si può fare **riferimento al valore del titolo**.

- **PROFILO DELLA COLPA:** Sicuramente nel caso di vigilanza assume una connotazione ancora più complessa. **L'autorità di vigilanza risponde** , per evitare anche ciò che non è connotato per colpa grave dia origine ad una responsabilità.

Vigilanza prudenziale (Cap 10): 61 TUF: spetta a BDI per SIM e Gestori disciplinare adeguatezza patrimoniale, il contenimento del rischio e l'informativa e altri poteri collegati alla vigilanza prudenziale. Normativa di riferimento, per SIM CRD e CRR IV (tranne quelle non autorizzate a detenere fondi dei clienti), per i gestori UCITS e AIMFD. Per le SIM 3 tipologie:

1. Sottoposte integralmente al regime CRR/CRD IV. Cap min 1 M
2. Autorizzazione limitata (gestione sistemi multilaterali) e sottoposte al particolare regime del 95 CRR cap min 385k
3. Autorizzazione limitata e sottoposte al particolare regime del 96 CRR, solo consulenza cap min 120k

Alla fine il capitale minimo necessario è: $\text{MAX}[\Sigma \text{elementi } 92 \text{ CRR}_{18}; \text{spese fisse generali} * 12,5]$

Per i gestori di OICR: capitale minimo interamente versato di almeno 1 M. 0,5 M se sono FIA chiusi riservati. Il loro capitale che devono sempre avere è la somma tra $\text{MAX}[\text{"masse gestite"}; \text{"coefficiente altri rischi"}]$, + Copertura richiesta per la gestione dei fondi pensione + copertura patrimoniale a fronte del rischio responsabilità professionale (se gestisce FIA) "per le masse gestite" è $\text{Min}[(\Sigma \text{OICR} + \text{FP} - 250\text{M}) * 0,02; 10\text{M}]$. Altri rischi = costi operativi fissi x 0,25.