

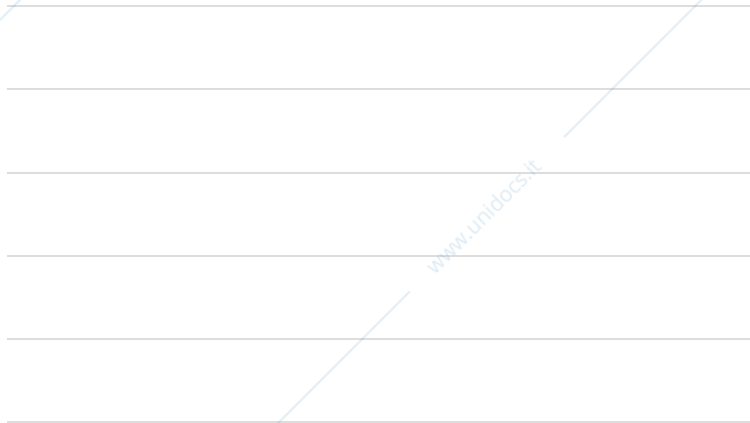


Contratti e servizi di investimento 2023

Diritto dei contratti

Università Cattolica del Sacro Cuore - Piacenza (UCSC PC)

95 pag.



Sommario	
Lez 1	3
Il mercato finanziario e il ruolo del diritto	3
Le caratteristiche dell'intervento pubblico.....	6
Tecniche di regolamentazione.....	7
Lezione 2	9
APPROFONDIMENTO DELLE SENTENZE	11
I servizi di investimento e le regole di trasparenza	12
Disciplina dei soggetti	12
Lezione 3 del 05/10/2023	14
Analisi Sentenza Cassazione penale 18284/2013	14
I servizi di investimento	15
Servizi accessori	17
Gli strumenti finanziari	19
I prodotti finanziari	20
Sentenza Diamond SPA Cassazione 2736/2013	21
Sentenza opere d'arte Cassazione 5911/2018	21
Lezione 4 11/10/2019	21
Regole generali di condotta: art 21, 22, 23 TUF	21
Contenuto degli obblighi informativi	24
Orientamenti giurisprudenziali	24
La trasparenza sui prodotti illiquidi	25
Obblighi informativi Ex Post	26
Flusso informativo dal Cliente all'intermediario	27
Ambito di applicazione	28
Lezione 5 18/10/2023	29
Sentenza BPM	30
La profilatura del cliente	30
Principali problematiche	31
Product governance	32
Classificazione della clientela	32
Lezione 6 del 8/11/2023	35
Le basi contrattuali del rapporto	35
I contratti	35
Il contenuto del contratto quadro	36
La forma del contratto quadro	37

Il contratto Monofirma	39
Sentenza contratto Monofirma	39
Il fenomeno del cherry picking	40
Ambito di applicazione delle regole di forma	40
Lezione 7 15/11/23	42
La consulenza	42
La Gestione patrimoniale o di Portafoglio	43
Arbitro per le controversie finanziarie	44
Reclamo	46
La Gestione collettiva del Risparmio	46
Oggetto della gestione collettiva	48
I soggetti del modello di Gestione Collettiva	48
Il regolamento del fondo	51
Lezione 8 del 22/11/2023	52
Il conflitto di interessi	52
Tecniche di riduzione dei conflitti	53
La disciplina Mifid nel conflitto di interessi	54
Possibili misure per prevenire il conflitto di interessi	56
Gli inducements (gli incentivi)	56
La product governance	58
Intermediari produttori	59
Il target Market	59
Intermediario Distributore	59
Product intervention	60
L'offerta Fuori Sede	60
Il diritto di recesso	61
I promotori	62
Lezione 9 del 27/11/2023	63
LA DISCIPLINA DEGLI EMITTENTI	63
LA DISCIPLINA DELL'OFFERTA AL PUBBLICO E LA DISTRIBUZIONE DEI PRODOTTI FINANZIARI	71
Il ruolo dell'intermediario	73
Le esenzioni	74
Nozione di rivendita sistematica	74
LEZIONE 10	75
Le logiche della disciplina degli emittenti	75
GLI ASSETTI PROPRIETARI	76

Un tema diverso è quello relativo alle partecipazioni reciproche.....	77
OPA.....	77
L'OPA OBBLIGATORIA.....	79
Le sanzioni per mancata OPA.....	81
La disciplina di svolgimento dell'offerta.....	82
Procedura di OPA.....	83
La passivity rule e le altre regole.....	83
11 Lezione disciplina dei mercati del 08/12/2023.....	84
Strutture di post trading.....	87
Sedi di negoziazione alternative.....	89
Disciplina della trasparenza e degli abusi di mercato.....	89
Abuso di informazioni privilegiate.....	90
Manipolazione del mercato.....	91
Enforcement di tipo preventivo:.....	91
Enforcement di tipo sanzionatorio:.....	91
LEZIONE 11 CROWDFUNDING.....	91
La disciplina è divisa in primaria e secondaria.....	92
OPERATORI.....	93
TUTELA DEGLI INVESTITORI.....	93

DIRITTO DEI CONTRATTI

Lez 1

Il mercato finanziario e il ruolo del diritto.

Cos'è il mercato? Il luogo di incontro tra domanda e offerta, osservando il mercato finanziario scaturiscono osservazioni rilevanti. Il mercato finanziario è la piattaforma di incontro di domanda e offerta del bene denaro da un soggetto 1 a un soggetto 2. Nel mercato dei beni misuriamo con i prezzi il corrispettivo come previsto dal Codice civile, questo realizza l'incrocio. Ma se il bene è il denaro che succede? La specificità è che nel mercato finanziario entrano in gioco altri fattori, il denaro è combinato a fattori quali il tempo, come per esempio un contratto di mutuo in cui io pago con l'obbligazione denaro in una certa data o intervallo, e il rischio.

L'oggetto del rapporto non è solo il denaro ma il denaro più il **tempo**. Gli interessi dipendono quindi dal tempo. Anche il **rischio**, quando si combina si creano dei contratti detti prodotti bancari o finanziari. Se pensiamo alle azioni o alle obbligazioni si crea un rapporto giuridico di investimento con elementi patrimoniali e amministrativi che generano un rendimento. Nel mercato finanziario si incontrano domanda e offerta di prodotti finanziari, non è tanto l'offerta e la domanda di denaro generica ad incontrarsi ma l'offerta e la **domanda specifica**.

Un'altra definizione di mercato finanziario è quella secondo cui da un lato vi sono soggetti con surplus (le famiglie) di denaro e dall'altra soggetti in deficit (imprese e PA) con necessità di risorse. Il mercato finanziario consente questo flusso.

Come affermato prima il bene oggetto dello scambio non è generico, il denaro inoltre è un bene fungibile, il cui valore quindi non dipende da una qualità specifica.

(Bene non fungibile: es. il quadro di un artista, ha un valore unico e non può essere sostituito).

(Bene fungibile: es. Il grano, il cui valore dipende dalla quantità e non dal chicco specifico).

Nel mercato finanziario la domanda di denaro è specifica. L'impresa chiede denaro a certe condizioni (temporali e di rischio) per cui l'incrocio non è di facile attuazione.

Per questo motivo esistono gli intermediari. Se ne distinguono due tipi:

1. Intermediazione bancaria
2. Accesso diretto o disintermediato

Intermediazione Bancaria: il risparmiatore cede il denaro alla banca con il contratto di deposito e la banca ne diventa proprietaria con obbligo di restituzione a richiesta e remunerando gli interessi sul deposito. La banca utilizza il denaro per erogare credito attraverso contratti con terzi remunerati per mezzo degli interessi (attività riservata).

Solo la banca si interfaccia con l'imprenditore, il risparmiatore ha **apatia razionale**, cioè non sa nulla di questo rapporto, compie quindi un investimento inconsapevole. Non corre rischio di insolvenza di impresa affidato totalmente alla banca che garantisce. La banca viene quindi detta **Intermediario in senso forte**.

La banca trasforma le scadenze. In qualsiasi momento è concesso ritirare risparmi e da parte della banca stipulare contratti di finanziamento con le imprese trasformando quindi le scadenze da breve a lungo termine. Quest'ultima, però, non svolge queste

operazioni in maniera gratuita, ma ottiene un certo ritorno economico derivante dalla differenza (spread dei tassi di interesse) tra il tasso di remunerazione sui depositi bancari pagati ai risparmiatori e il tasso di interesse applicato sull'erogazione dei finanziamenti pagati dalle imprese alle banche, detti anche costi di intermediazione. Tale modalità di raccolta dei capitali è regolata in modo tale da garantire una sana e prudente gestione dell'attività bancaria e garantirne la sua solidità.

Accesso diretto: consente l'incontro diretto tra investitori e imprese. L'impresa sollecita l'investimento emettendo documenti che incorporano l'esigenza in prodotti finanziari. Con la sottoscrizione dei prodotti si crea il flusso di denaro.

DIFFERENZE: nel primo caso si ha trasformazione dei rischi e delle scadenze mentre nel secondo caso l'impresa riceve ciò che viene sottoscritto e l'investitore ha rischio e caratteristiche del contratto a suo carico.

Nel primo caso il risparmiatore sa cosa acquista e non ha rischi, nel secondo caso invece c'è una complessità sia perché non c'è trasformazione del rischio sia perché ogni prodotto è diverso e ogni emittente è diverso. L'emittente e la banca hanno accesso a un'informazione maggiore, per cui nel modello diretto esiste un'asimmetria informativa tale per cui si necessita di una forte regolamentazione.

[L'asimmetria informativa secondo Akerloff conduce al fallimento del mercato → "mercato dei bidoni". La ragione è che sul mercato ci sono tre tipi di soggetti: Onesti, disonesti e normali. L'Agente razionale non potendo conoscerli Ex Ante sconta l'asimmetria in termini di prezzo pagando il valore atteso ed escludendo gli onesti fino alla realizzazione di un mercato di soli bidoni.

Altro fenomeno è l'azzardo morale per cui non si è incentivati a migliorare la propria condotta e questa non può essere monitorata in quanto l'informazione è costosa. Il monitoring ha un costo. L'informazione non è infatti precludibile, cioè non posso escluderne gli altri dal consumo. [ad esempio, Il Faro che segnala il pericolo ai naviganti soddisfacendone un bisogno] Questi sono tutti beni pubblici in quanto seppur la realizzazione sia vantaggiosa per il singolo, questa crea vantaggi a chiunque ne usufruisca per cui non si è incentivati a sopportarne i costi, non è quindi soggetto a preclusione. Non sarà possibile quindi un mercato privato per via del free riding (dilemma del prigioniero). L'asimmetria non può essere risolta, l'agente ha apatia razionale e si rende necessario l'intervento pubblico.]

Il mercato non è in grado di autoregolarsi, viene quindi detto eteronomo. Per esempio, chi offre una sollecitazione è tenuto ad informare l'acquirente con un

documento (il prospetto). Si potrebbe quindi creare un mercato dei servizi informativi, come esiste con gli intermediari finanziari, con la consulenza, con la gestione collettiva e individuale, eccetera. Nonostante tutto questo non muta la natura del modello. L'intermediario non annulla il rischio che resta a carico dell'investitore. Resta quindi la necessità di regolamentazione tra intermediari e investitori perché di questi non è nota l'onestà. Serve quindi l'intervento del legislatore. Anche nell'intermediazione bancaria vi sono regole, seppur con ratio diverse, che puntano alla stabilità del sistema e alla protezione del risparmiatore.

- Altra spiegazione → Scelta pubblica (Stigler)

[Le ragioni non sono solo le asimmetrie ma anche alla tutela degli operatori presenti sul mercato, un corpo massiccio di regole, infatti, è un ostacolo all'ingresso (newcomer).]

Queste sono le ragioni fondanti dell'intervento pubblico.

Le caratteristiche dell'intervento pubblico

Queste esigenze hanno portato il legislatore a definire una certa regolamentazione per il Mercato finanziario e bancario. Regolamentazione che presenta una serie di Caratteristiche:

- 1) **Alto contenuto tecnico**, per essere approvate seguono un iter diverso rispetto all'iter tradizionale, la Costituzione prevede l'utilizzo di decreti legislativi redatti dal governo e aventi effetti di legge (es. TUF). Tali d.lgs. rappresentano una normativa primaria da cui scaturisce una normativa secondaria da parte di soggetti terzi (es. CONSOB).
- 2) **Carattere internazionale dell'attività di scambio dei prodotti finanziari**, i mercati si dice siano allergici ai confini nazionali per cui la normazione deve adattarsi ai contesti internazionali. A tale scopo si è ritenuto di regolare il mercato finanziario con direttive europee (es. UE) o internazionali (es. Basilea).
- 3) **Forte variabilità del fenomeno economico e dei prodotti finanziari**, che rendono necessaria una velocità nell'emissione di nuove norme adeguate al contesto, evitando l'obsolescenza.
- 4) **Necessitano di un enforcement pubblica**, poiché, a differenza di un mercato tradizionale, dove molti rapporti sono regolati da cod. Civile o leggi speciali e il mancato rispetto di una norma prevede l'avvio di una richiesta di rispetto della norma su base volontaria del cittadino, in un mercato non tradizionale

come questo c'è necessità di un'enforcement pubblica. Ciò accade perché, nel mercato finanziario, nel caso in cui un'istituzione finanziaria ottemperasse ai propri obblighi, il privato cittadino non avanzerà mai una richiesta di adempimento alle norme perché gli risulterà sicuramente sconveniente in termini economici, per cui è necessario l'intervento di un soggetto pubblico, quali autorità di vigilanza, che imponga il rispetto della regolamentazione indetta.

Tecniche di regolamentazione

La regolamentazione può avvenire in due modalità: normativa di dettaglio (rules) e principi generali (principles).

- 1) Una **regola** proibisce un comportamento identificato. Ha come lato negativo la non inclusività (per esempio i limiti di velocità che non tengono conto del traffico) e non è suscettibile di interpretazione per cui o è over inclusiva o è sotto inclusiva.
- 2) Un **principio** (per esempio guidare con prudenza) si adegua ad ogni contesto ma non è chiaro né ex ante né ex post. Nei mercati finanziari dove la prevedibilità è di primaria importanza vi sono pochi principi.

La normativa è quindi prevalentemente costituita da regole di dettaglio accompagnate da principi di chiusura, garantendo quindi un livello di adeguamento.

L'attività di produzione di normative secondarie e l'attività di vigilanza avviene per mezzo delle **autorità di vigilanza indipendenti** (Authority). Queste, infatti, sono indipendenti dal governo e dal potere politico.

Esse svolgono un'attività di **vigilanza regolamentare**, ossia, sono preposte a emanare norme regolamentari sulla scorta della delega fornita dalla legislazione primaria. All'attività di vigilanza regolamentare, si affianca poi quella di **controllo** che dà il potere di emanare le necessarie autorizzazioni per svolgere l'attività finanziaria in Italia. (Banca di Italia per l'attività bancaria, Consob per l'attività finanziaria, Ivas per l'attività assicurativa)

Le due attività hanno contenuti **informativi e ispettivi**, difatti, le banche hanno il dovere di trasmettere continuamente le loro personali informazioni in merito a patrimoni o composizione azionario alle autorità, le quali, quando vogliono possono anche compiere ispezioni per verificare il rispetto delle norme. L'ispezione termina con una relazione a cui possono essere affiancate delle sanzioni. Quindi le autorità si occupano di regolamentare, controllare e sanzionare.

Questa attività è svolta nel continuo: ad inizio attività con la concessione dell'autorizzazione, durante l'attività chiedendo una sapiente gestione e nel momento di crisi affiancando il tribunale. Ovviamente le autorità di vigilanza hanno dei doveri di cui rispondono, queste infatti sono tenute ad avvisare i vigilati di adeguarsi al comportamento corretto.

La vigilanza e il controllo hanno come obiettivo quello di mantenere: la stabilità delle istituzioni bancarie e del sistema nel suo complesso; di garantire una certa trasparenza e correttezza dei loro comportamenti, in modo tale da proteggere i risparmiatori; garantire l'efficienza allocativa e operativa degli intermediari e la concorrenza del mercato in cui essi operano.

Le autorità di vigilanza italiane sono: Banca di Italia, CONSOB, MEF, CICR, IVAS e AGCM.

Delle volte questi obiettivi e queste autorità possono entrare in conflitto tra di loro motivo per cui sono stati ideati quattro modelli di vigilanza:

- 1) **Modello per soggetti** → organizzato per categorie e operatori: Bancario, finanziario e assicurativo. Implica che l'attività di ciascun soggetto finanziario sia vigilata da un'autorità ad-hoc. Il modello risulta efficace se ogni soggetto svolge la sua funzione tipica. In un contesto di banche polifunzionali queste si ritroverebbero a rispondere a tutte le autorità.
- 2) **Modello per attività** → Le autorità vengono vigilate in base all'attività che essi svolgono.
- 3) **Modello per finalità** → prevede che ad ogni finalità o scopo si associ un'autorità che vigili. La Banca di Italia è competente nel garantire la stabilità, La Consob è competente per quanto concerne la trasparenza e la correttezza, l'AGCM è competente in materia di concorrenza. Per quanto riguarda l'attività bancaria, avendo questa più finalità, il controllo è affidata per ragioni storiche a Banca di Italia.

La scelta del legislatore italiano, con riferimento all'art 5 TUF e 6 TUB, è ricaduta sul modello per finalità. Esistono delle ragioni per ritenere che il sistema sia avvicinato a un misto tra finalità e soggetti. In molti casi su un operatore opera più di un'autorità.

Esiste un **modello accentrato**, vecchio modello utilizzato in passato in UK che riuniva tutte le competenze in un'unica autorità, ma, poiché ritenuto poco efficiente per il rischio di "rapimento" del vigilante, è stato abbandonato.

La vigilanza è ispirata al **Home Country Control**, quindi ogni operatore risponde alla normativa del paese in cui opera. Per questa ragione è necessario integrare la dimensione nazionale con una normativa europea al fine di evitare arbitraggi normativi. Il sistema europeo risente comunque delle limitazioni della sovranità.

Il sistema europeo di supervisione si articola in un'architettura per soggetti a cui si legano i sistemi di vigilanza sui rischi sistemici.



Lezione 2

Come anticipato precedentemente il modello per soggetti e per attività risultano meno efficaci nei sistemi moderni. In Italia viene utilizzato il modello per finalità, pur riconoscendo un modello ibrido. In ambito di legislazione europea si riconosce un modello per soggetti.

Le finalità europee e le ragioni contenute nel trattato sul funzionamento dell'unione pongono delle limitazioni alle materie di competenza dell'unione e quindi alla vigilanza europea. L'ambito dei mercati seppur rientri nella materia della libera circolazione dei capitali si può ritenere al confine con le competenze europee per cui possiamo affermare che questa sia una materia in evoluzione, in quanto vi sono dei dubbi sulla precisa materia di competenza europea. La volontà europea è che gli stati siano uniformi, per mezzo delle direttive e dei regolamenti europei, ai fini di evitare arbitraggi normativi.

La normativa sui mercati è quindi profondamente incisa dal legislatore europeo (es. Mifid). Il legislatore non solo ha la volontà di uniformare la normativa ma si preoccupa anche dall'applicazione, per mezzo delle autorità di vigilanza, che possono emanare norme secondarie e applicarle.

A tale scopo in Europa si è creata un'armonizzazione delle diverse regole di vigilanza sui sistemi finanziari, mediante la procedura di Lamfalussy, in modo tale che in ciascun Paese si utilizzino le medesime regole pur lasciando però quel principio di sovranità nazionale a ciascun ordinamento. L'Unione quindi, pur per mezzo di appigli normativi, è riuscita a creare norme.

Quali sono gli strumenti utilizzati? Tra il 90 e 2000 assistiamo alla nascita **di comitati consultivi europei** inseriti all'interno della procedura **Lamfalussy**. Il sistema per comitati è stato messo in discussione tra il 2007 e il 2008, periodo che ha costretto l'unione a riflettere sull'insufficienza della vigilanza contro rischi di grande portata. Nel 2009 il rapporto de **La-Rosiere** evidenzia come le autorità non abbiano intercettato i rischi sistemici per cui propone una nuova architettura che non sia solo consultiva, da questo rapporto deriva la nuova struttura basata su **due pilastri**: La **vigilanza sui rischi sistemici** e le tre **autorità sovranazionali**:

- EBA → Autorità per l'attività bancaria
- EIOPA → Autorità per l'attività assicurativa
- ESMA → Autorità per l'attività Finanziaria

Le tre autorità europee hanno funzioni diverse dalle autorità nazionali, la struttura di vigilanza europea si basa su un modello per soggetti, a causa delle diversità europee, seppur negli ultimi anni si sia valutato un passaggio al modello per finalità.

Le tre autorità europee non si occupano di vigilare l'ente ma svolgono attività di coordinamento delle autorità nazionali e verifica dell'implementazione del diritto europeo e delle linee guida europee (soft law), supportano inoltre la produzione di norme tecniche. Le autorità di vigilanza europee non possono emanare leggi ma solo supportarne la produzione. Emanano solo Soft Law: Q&A e linee guida piuttosto che documenti di consultazione che stati sono tenuti ad attuare. Hanno il potere di coordinare e risolvere conflitti di competenze, intimando le autorità nazionali ad ottemperare, e in caso di necessità e urgenza possono intervenire direttamente. Quindi i privati non hanno rapporti con le autorità europee.

Le autorità europee, in sintesi, vigilano sulle autorità nazionali e risolvono i conflitti, svolgono quindi un ruolo da coordinatore e verificatore sulle autorità nazionali. Esistono delle eccezioni, sulle attività di rating e vendita allo scoperto possono agire direttamente a causa della rilevanza del fenomeno. C'è un'ulteriore eccezione, ovvero, la BCE che non rientra nell'architettura ma svolge attività di vigilanza bancaria. Dal 2014 con il meccanismo di vigilanza unitario si prevede vigilanza esclusiva da parte della BCE per banche con attivo sopra i 30 milioni, definite "*significant*". La competenza è quindi diretta per mezzo dell'unione bancaria, senza alcuna differenza

nazionale, in quanto la BCE produce norme e ha applicazione diretta nell'area euro e per i paesi che hanno aderito alla vigilanza della BCE. In Europa si attende la creazione del terzo pilastro dell'architettura sulla vigilanza dei depositi bancari. Avere vigilanza nazionale o sovranazionale, come anticipato nella lezione 1, ha influenza sulla teoria della cattura, se allontanano i vigilanti il rischio di cattura è minore, la vigilanza sovranazionale diminuisce quindi il rischio di lobbying. Questo fenomeno costituisce una preoccupazione per i piccoli paesi dell'unione in quanto temono di ricevere trattamenti difformi. In pratica la normativa non è così neutra come la teoria espone. Minore sensibilità è rivolta ai mercati poiché questi sono internazionali per natura. Nonostante la minore sensibilità non si è mai arrivati alla creazione del mercato unico dei capitali, con un sistema unico e norme uniformi per tutti gli stati membri.

APPROFONDIMENTO DELLE SENTENZE

I doveri delle autorità nazionali: crescendo i poteri è cresciuta l'attenzione degli operatori per la possibilità di invocare la responsabilità delle autorità per corresponsabilità in certe situazioni. Investitori che hanno perso soldi per causa degli operatori hanno iniziato a rivolgersi alla Consob, che a differenza di Banca d'Italia, era un'autorità giovane (nasce nel 1974). Gli operatori si lamentavano dell'inefficienza della Consob. La sentenza in oggetto fa parte di questo filone sulla responsabilità della Consob. La sentenza analizza dei patrimoni affidati a una commissionaria di borsa poi trasformata in SIM, ai sensi della legge 1/1991 che crea le società di intermediazione mobiliare. La società fallita in poco tempo risulta non sia stata né vigilata dalla Consob né mai sanzionata né mai sospesa nonostante le gravi ispezioni, anzi la Consob ne ha autorizzato ma la trasformazione in SIM. Il tribunale ritiene quindi vi sia una corresponsabilità, La Consob va quindi in Cassazione a seguito delle decisioni di appello. La Corte di cassazione afferma i presupposti tipici dell'illecito Aquiliano, secondo il principio del *neminem laedere*, per cui chiunque commette fatto doloso colposo con danno ingiusto va punito. Quello verso la Consob era visto come interesse legittimo che la Cassazione del 1991 ritiene risarcibile. Servono inoltre i presupposti dell'articolo 2043 del Codice civile di condotta, pregiudizio e nesso causale. Servono inoltre dolo o colpa e danno proporzionale alla condotta. La condotta della Consob è di tipo omissivo e non commissivo; si deve dimostrare cosa doveva fare la Consob e cosa non ha fatto e l'entità del danno provocato dal non fare quella certa azione, è quindi evidente una difficoltà probatoria.

Nella giurisprudenza sono frequenti i casi di falso in prospetto, un caso di studi famoso rientra nella crisi delle Dot-com, la nota azienda Freedomland, a cui Gerry Scotti faceva la pubblicità in tv, produceva un oggetto che permetteva di usare internet dal televisore piuttosto che dal PC. Questa società fu la prima ad essere colpita dallo scandalo Dot-com nel mercato delle nuove tecnologie, la Freedomland venne quotata molto alta e vennero accusati di truffa e falso in prospetto. Nel prospetto allegato furono indicati dati falsi o gonfiati, come la diffusione dei decoder altamente gonfiata e non coerente con il resto del prospetto. Di lì a poco la società fallì, La Consob venne coinvolta in responsabilità per non aver saputo rilevare che i dati erano tutti irrealistici, l'autorità non ha quindi verificato la congruenza del documento. Della sentenza è interessante il metodo di calcolo utilizzato dal giudice per calcolare il prezzo di collocamento senza alterazioni di bilancio, secondo un metodo controfattuale ipotetico.

I servizi di investimento e le regole di trasparenza

Premessa storica: la storia è molto breve, il diritto del mercato mobiliare nasce nel **1974 con la legge numero 216**, questa introduce una disciplina di deroga al diritto societario comune; quindi, una normativa diversa per le società quotate. La normativa tiene conto delle diverse sensibilità degli investitori distinguendo tra gli investitori interessati al rendimento e investitori interessati al rischio d'impresa. Vengono introdotte delle prerogative per gli investitori, nascono le azioni di risparmio e nasce la Consob che inizialmente si occupa della vigilanza sui mercati. Nasce inoltre un'embrionale diritto dei mercati finanziari, nulla invece viene ancora fatto sugli intermediari finanziari. La **prima normativa sugli intermediari è la legge 77/1983** per la regolazione della gestione collettiva del risparmio. Negli anni 90 nasce il bisogno di una riforma sui Servizi di Investimento (SIM) con la **legge 1/1991** che introduce un nucleo di tutela dell'investitore. Con la legge **84/1992** vengono introdotte le **SICAV** (società investimento collettivo a capitale variabile). Nel **1993** viene approvato il **Testo Unico Bancario** che riforma e abroga la precedente legge del 1936 sostituendo la banca tradizionale in favore del modello di Banca Universale. Nel 1990 inizia il processo di privatizzazione bancaria con la legge Amato. **Il d.lgs. 58/1998 noto come Testo Unico della finanza o Legge Draghi raccoglie tutta la normativa finanziaria** e ad oggi è testo fondamentale e vigente seppur sia stato modificato per effetto della **MIFID del 2004 e della MIFID II del 2014** recepita con il d.lgs. 129/2017. Il diritto dei mercati finanziari e quindi un diritto giovane spesso modificato che segue l'evoluzione economica e segue le ondate emotive delle crisi

(per esempio la legge risparmio 262/2005 a seguito dell'onda Dot-com, Tango-bond e crack Parmalat.)

Disciplina dei soggetti: il sistema non prevede un unico soggetto, non è biunivoco, anzi permette alle banche di svolgere diverse attività. A differenza dei classici mercati gli operatori del mercato finanziario godono di attività riservata. Infatti, chi può svolgere servizi di investimento è solo un soggetto autorizzato per via della delicatezza dell'attività che presuppone regole di stabilità e fiducia e un'autorità di vigilanza. La riserva, quindi, introduce una barriera all'ingresso che prevede il superamento di un controllo di qualità. Superato questo può godere della fiducia dell'investitore e viene identificato dalle autorità di vigilanza. Il sistema risponde quindi a due esigenze. Se questo è svolto da un soggetto non autorizzato è punibile penalmente per il reato di **abusivismo finanziario**, che è causa di reclusione. Bisogna quindi identificare i casi in cui vi è riserva di attività, secondo l'art. 18 del TUF: "L'esercizio professionale nei confronti del pubblico 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", prevede quindi un numero chiuso di soggetti. Le banche che sono gli intermediari plurifunzionali e le SIM per i servizi di investimento. Una volta ricevuta l'autorizzazione in un paese dell'unione si è autorizzati a svolgere l'attività in tutti i paesi dell'unione, per il **principio del mutuo riconoscimento**. Infatti, l'articolo 18 elenca le SIM e le imprese di investimento Ue oppure i paesi non Ue ma autorizzati. Le imprese non autorizzate non possono svolgere attività professionale verso il pubblico e di investimento con gli strumenti finanziari.

Perché è importante delineare la fattispecie? Se ci troviamo fuori dalla fattispecie tutto è lecito e non rispondiamo delle sanzioni penali. Se in un colloquio privato suggerisco un acquisto azionario non sono sanzionabili in quanto non svolgo attività professionale (per esempio sentenza docente universitario). La legge del 1991 definisce un'attività professionale come ciò che non è occasionale e richiamando l'articolo 2082 del Codice civile. Questa distinzione è un po' sfumata negli anni in quanto il servizio non necessita di un'organizzazione, ma nonostante tutto è ancora il principio utilizzato nel diritto penale. La direttiva Mifid fa riferimento alle attività accessorie. Il Tuf non definisce il pubblico e quindi si interpreta la Mifid che esclude i servizi verso una cerchia ristretta, ad esempio le società controllate dal gruppo, i lavoratori dipendenti o comunque un numero generalmente ristretto di persone. Se l'attività è svolta professionalmente e potenzialmente verso il pubblico è riservata ai sensi dell'articolo 18 del TUF e incorpora reato di abusivismo finanziario ai sensi

dell'articolo 17 del TUF. I soggetti autorizzati sono: SIM, società di gestione del risparmio, altri intermediari finanziari, consulenti finanziarie società di consulenza. Per ottenere la certificazione da consulente finanziario bisogna presentare domanda alla Consob che accoglie in base ai requisiti con discrezione tipica della pubblica amministrazione.

Le SIM vengono autorizzate dalla CONSOB sentita la Banca di Italia, viceversa le banche vengono autorizzate dalla Banca di Italia sentita la Consob.

I requisiti delle SIM (art 19 TUF):

- Forma SPA → prescelta per la struttura e organizzazione che presuppone.
- Denominazione di SIM → per l'identificazione
- Sede legale e Direzione in Italia → ai fini di identificare l'autorità competente è necessario che la sede e la direzione si trovino nello stesso paese per evitare arbitraggi normativi.
- Capitale Sociale Minimo → Stabilito da Banca di Italia, comunque superiore ai minimi di legge di 50.000€, determinato in base ai settori per i quali si richiede l'autorizzazione.
- Presentazione di un programma iniziale → Business Plan dove si spiega cosa si intende fare, la Consob non verifica la sostenibilità e la meritevolezza né la stabilità economica. Valuta la coerenza e che il programma sia completo e adeguato e che indichi un bilancio preventivo a tre anni.
- Requisito di onorabilità e indipendenza di coloro che detengono almeno il 10% del capitale, non devono quindi avere condanne penali e devono aver svolto attività affini. Non tutti quindi possono accedere. I soci devono essere autorizzati. Celebre il caso Berlusconi-Mediolanum con la non onorabilità di Fininvest.
- Adesione a un sistema di indennizzo in favore degli investitori.

Ai fini di una sana e prudente gestione, non è richiesta l'autorizzazione per tutti i servizi subito ma solo per quelli che si è intenzionati a svolgere. Le autorizzazioni impegnano massimo sei mesi. Se autorizzate vengono iscritte all'albo e sono soggette a vigilanza. Si deve mantenere esclusività dell'oggetto sociale tranne che per le attività connesse, strumentali e accessorie (per esempio attività di consulenza in corporate finance). Un caso interessante è l'attività di cessione di diamanti da parte delle banche, vanno quindi fatte le valutazioni in ambito di concessioni sulla sana e prudente gestione.

Lezione 3 del 05/10/2023

Analisi Sentenza Cassazione penale 18284/2013

La sentenza fa riferimento all'articolo 166 del TUF di Abusivismo Finanziario. Un consulente finanziario e un docente universitario durante dei confronti in ateneo avevano suggerito l'acquisto di azioni di una società portoghese. Gli investitori affidano ingenti somme venendo truffati. Dopo il bonifico, infatti, il consulente finanziario sparisce. Gli investitori sporgono denuncia e vengono condannati penalmente sia l'esperto che il che il professore. Nel reato si configura la fattispecie di abusivismo finanziario e truffa, tanto che il consulente non è rinvenuto e il docente affronta il processo per abusivismo finanziario. A seguito delle due condanne nei due precedenti gradi di giudizio la causa arriva in Cassazione in cui si valuta se esistono i presupposti del reato, ovvero se è presente l'esercizio di attività di servizi di investimento senza autorizzazione.

La sentenza di Cassazione annulla la sentenza di appello poiché **l'attività coperta da riserva di attività riguarda solamente le attività svolte professionalmente nei confronti del pubblico e non con mera occasionalità ma professionalmente**. Agli atti risulta infatti che attività del docente non è stata svolta in modo professionale. Il legislatore, infatti, non si interessa delle prestazioni occasionali, ma solo delle prestazioni incisive sul pubblico. La Mifid fa riferimento ai casi di prestazione occasionale o comunque non riconducibile alla fattispecie escludendo per esempio i rapporti di consulenza interni ai gruppi di società.

I servizi di investimento

I servizi di investimento sono definiti al co. 5 art. 1 TUF: *tutti quei servizi che gli intermediari possono prestare ai propri clienti nell'esercizio della propria attività*. Il testo unico sulla finanza non propone un principio ma un oggetto specifico; infatti, segue un'elencazione all'articolo uno comma 5 e nell'allegato al TUF. I servizi di investimento si distinguono in servizi principali di cui al comma 5 e servizi accessori presenti al comma 6.

Si fa riferimento all'articolo uno comma 5 del testo unico sulla finanza, il primo articolo infatti contiene le definizioni, fondamentali ai fini della declinazione della fattispecie. Il Tuf è strutturato in quattro parti: la prima sulle disposizioni comuni, la parte seconda sugli intermediari, la terza sui mercati, la quarta sugli emittenti, la quinta sulle sanzioni e la sesta sui principi di chiusura.

I servizi di investimento principali si distinguono in:

- 1) **Negoziazione per conto proprio** → Per "negoziazione per conto proprio" si intende l'attività di acquisto e vendita di strumenti finanziari, in contropartita diretta
- 2) **Esecuzione di ordini per conto dei clienti** → " si intende la conclusione di accordi di acquisto o di vendita di uno o più strumenti finanziari per conto dei clienti, compresa la conclusione di accordi per la sottoscrizione o la compravendita di strumenti finanziari emessi da un'impresa di investimento o da una banca al momento della loro emissione"

I due tipi sopra elencati prevedono attività di investimento o diretta con acquisto e vendita tra venditore e intermediario attraverso un matching di mercato o attraverso la ricerca del titolo o sul mercato su piattaforme multilaterali. Se io immetto l'ordine di acquisto se la banca x ne ha la proprietà lo vende e realizza la negoziazione per conto proprio altrimenti, se non lo ha, lo mette sul mercato attraverso l'esecuzione di ordini per conto dei clienti limitandosi a incrociare domanda e offerta.

Mercato primario → dove lo strumento viene immesso per la prima volta, i due casi sopraelencati non rientrano.

Mercato Secondario → dopo che il titolo è stato immesso, il luogo delle operazioni di acquisto e vendita. I due casi avvengono nel mercato secondario.

L'operazione in contropartita diretta ha effetti patrimoniali sull'intermediario che vende il suo titolo, il presupposto di entrambi i casi è l'**ordine del cliente**.

Rientrano anche i *MARKET MAKER*: servizio finalizzato a garantire adeguata liquidità al mercato; in presenza di titoli illiquidi (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. Rientra anche l'*internalizzatore sistematico*. In questi due casi non c'è una vera e propria intermediazione poiché vi sono solo due soggetti. Il secondo è il più semplice dei servizi principali, infatti, ci si limita a immettere il titolo sul mercato dove si è autorizzati e cercare la controparte. L'operazione non è standardizzata e dipende dall'andamento del mercato.

3. **Sottoscrizione o collocamento**: si tratta di 2 tipologie di servizi di investimento, di collocamento. È un servizio più complesso perché siamo nel mercato primario e inoltre è un'operazione standardizzata. È un servizio d'investimento con oggetto un rapporto trilaterale (emittente-intermediario, intermediario-cliente) dove la caratteristica è quella di collocare (vendere o sottoscrivere) strumenti finanziari agli investitori. L'intermediario s'impegna nei confronti dell'emittente degli strumenti finanziari che devono essere

collocati e opera anche nei confronti degli investitori che intendono acquistare gli strumenti finanziari. C'è un accordo remunerato con l'emittente per cui un intermediario o un pull di intermediari procede a collocare presso gli investitori che presuppongono la volontà di acquistare. Operazione attiva, solo acquisto o sottoscrizione. Il servizio di collocamento può essere fatto con e senza forme di garanzia e altre modalità: **con garanzia** (acquisto a fermo, impegno irrevocabile) se il collocatore s'impegna a collocare una quantità di titoli e se non riesce s'impegna ad acquistarli in proprio; **senza garanzia** se l'intermediario finanziario aspetta a vedere se c'è interesse dagli investitori e l'intermediario finanziario non si assume il rischio di tutto il pacchetto. Terza ipotesi: il collocatore potrebbe acquistare in blocco i titoli e poi procedere al collocamento con una modalità che di fatto garantisce l'emittente circa il successo del collocamento. Prevalentemente opera nel mercato primario, secondario eccezionalmente, ad esempio all'interno di gruppi di società. Il collocamento riguarda prevalentemente titoli altrui, l'intermediario colloca titoli che non ha emesso lui, ma da altri soggetti; nel caso delle banche collocatore ed emittente coincidono ma non è questa la fattispecie in questione.

4. **Gestione di portafogli:** consiste nella gestione su **base discrezionale e individualizzata** di un portafoglio di investimento che include uno o più strumenti finanziari attraverso un mandato conferito dal cliente. Solitamente la gestione di portafogli è molto onerosa proprio per il suo grado di personalizzazione. Ovviamente è presente un grado di standardizzazione ma il portafoglio è costruito per un preciso cliente con caratteristiche di investimento, obiettivi e finalità attraverso un contratto individuale. Il gestore di portafogli può operare con discrezionalità, questo infatti a differenza degli altri è un servizio che non avviene con un ordine ma è un contratto di durata solitamente revocabile in cui l'intermediario decide sul portafoglio del cliente. Il servizio di gestione di portafogli è quindi molto delicato poiché libero seppur all'interno dei parametri di legge e nel rispetto del profilo del cliente.
5. **Ricezione e trasmissione di ordini:** consiste nel ricevere un ordine e trasmetterlo a un altro intermediario autorizzato in quel mercato. Per esempio, l'acquisto di azioni Prada sul mercato di Hong Kong in cui difficilmente gli intermediari italiani sono autorizzati, per cui l'ordine viene trasmesso.
6. **Consulenza in materia di investimenti:** *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.* Inserita nelle prestazioni principali dalla direttiva MIFID. È una prestazione caratterizzata da personalizzazione ad un singolo soggetto. Consiste nel dare

indicazioni precise e personalizzate su uno strumento finanziario. Se le indicazioni non sono precise non è attività di consulenza ma solo un consiglio, inoltre, non per forza onerosa e non per forza su ordine del cliente.

7. **gestione di sistemi multilaterali di negoziazione:** si tratta di sistemi che consentono e di far incontrare, sulla base di regole predeterminate, proposte di acquisto e di vendita provenienti da una pluralità di operatori. Per molti versi sono assimilabili ai mercati regolamentati;

Servizi accessori

Sono presenti nell'allegato 1 sezione B del TUF, i servizi considerati accessori sono 7 e non per forza hanno legame specifico con i principali ma a differenza di questi non sono oggetto di riserva di attività. Il legislatore non li ritiene infatti cruciali e quindi degni di tutela, questi infatti non sono considerati di così elevata complessità. *La consulenza prima della modifica ad opera della Mifid rientrava nei servizi accessori in quanto funzionale ai principali, la ratio della modifica sta nella sua delicatezza essendo infatti personalizzata e specifica c'è una forte possibilità di influenzare il cliente.* Il legislatore con la distinzione fa una valutazione di costi-benefici; infatti, inserire tutti i servizi nelle attività principali ha un costo notevole e limita la concorrenza.

I servizi accessori sono:

1. La custodia e amministrazione di strumenti finanziari e relativi servizi connessi
2. La locazione di cassette di sicurezza
3. La concessione di crediti o prestiti agli investitori per consentire loro di effettuare un'operazione relativa a uno o più strumenti finanziari, nella quale interviene l'impresa che concede il credito o il prestito;
4. La consulenza alle imprese in materia di struttura del capitale, di strategia industriale e di questioni connesse nonché consulenza e servizi concernenti le concentrazioni e l'acquisto di imprese;
5. Servizi connessi all'emissione o al collocamento di strumenti finanziari ivi compresa l'organizzazione e la costituzione di consorzi di garanzia e collocamento
6. La ricerca in materia di investimenti e analisi finanziaria o altre forme di raccomandazione generale riguardanti le operazioni relative a strumenti finanziari;
7. L'intermediazione in cambi, quando collegata alla prestazione di servizi d'investimento;

8. Le attività e i servizi individuati con regolamento del ministro dell'economia e delle finanze, sentite la Banca D'Italia e la Consob, e connesse alla prestazione di servizi di investimento o accessori aventi ad oggetto strumenti derivati. Per quanto concerne la definizione dei singoli servizi accessori elencati sopra si rinvia a specifiche trattazioni, mentre di seguito, si vedranno i principi generali che regolano la prestazione dei servizi accessori.

I servizi appena elencati sono quindi esclusi dalla disciplina dei servizi principali. La ratio è che, se i soggetti sono abilitati ai servizi principali nell'esecuzione dei servizi accessori rispondono della disciplina dei principali. Per esempio, una banca, in cui l'investitore pone una fiducia maggiore, pure nell'erogazione del finanziamento deve tenere la condotta dei servizi principali. Questo sistema regola ma non limita la concorrenza. La disparità di trattamento della normativa è quindi giustificata dal vantaggio in termini di fiducia di chi svolge servizi primari.

Gli strumenti finanziari

Tutti i servizi di investimento sono tali se hanno ad oggetto strumenti finanziari, se io acquisto un immobile non rispondo dalla disciplina poiché gli strumenti finanziari a differenza degli altri beni godono di elevate asimmetrie informative.

La definizione di strumento finanziario è presente nell'art 1 del TUF ed oggi anche nell'allegato sezione 5. L'elenco degli strumenti finanziari è presente all'art 1.2 del TUF e nell'allegato 1 sezione C. Non sono strumenti finanziari gli strumenti di pagamento seppur possano essere oggetto di investimento. Non sono strumenti finanziari neppure i prodotti bancari come ad esempio i mutui. La materia è in continua evoluzione per cui la fissazione di regole rigide espone al problema di sotto inclusione quindi art 18 comma 5 delega il Mef a individuare nuove categorie di strumenti finanziari sentita Banca d'Italia e Consob. Può anche creare servizi primari e accessori.

Esistono strumenti finanziari ordinari e derivati: gli ordinari si dividono in valori mobiliari, strumenti del mercato monetario, quote di OICR.

1. **Valori Mobiliari** → si intendono, già a partire dal 1974, categorie di valori negoziabili quali azioni o equivalenti, obbligazioni e qualsiasi altro strumento che comporti la vendita. Le prime due sono le più semplici, in cui vi è o partecipazione al capitale o si ha un titolo di credito che dà diritto all'importo e un eventuale remunerazione periodica. Entrambi possono essere negoziati sul mercato regolamentare, ma questa non è una condizione necessaria.

2. **Strumenti del mercato monetario** → normalmente negoziati sul mercato monetario, sono strumenti di debito (perlopiù sovrano, ad esempio, i Bot) a breve termine. Non sono quindi obbligazioni.
3. **Quote di OICVM (OICR)** → quote di fondi comuni di investimento o di SICAV, partecipazioni a forme di investimento collettivo. Seppure non sia né un'azione né un'obbligazione è definita legislatore perché analoga per rischio e caratteristiche di tutela

Tutti i seguenti strumenti sono oggetto di negoziazione e circolabilità.

2) Gli strumenti finanziari derivati

Il testo unico sulla finanza è poco chiaro rispetto alla definizione di strumento derivato, questi presentano determinate caratteristiche che determinano la collocazione in una categoria a parte. Un derivato è un contratto che consiste nella negoziazione a termine di un'entità economica e che fa emergere la differenza tra i prezzi del sottostante al momento della stipulazione e a termine; quindi, valorizza la differenza rispetto a un target.

Ipotizziamo una Torrefazione interessata ad acquistare una quantità elevata di caffè, bene commodity. Se volessi evitare le fluttuazioni di prezzo potrei decidere di acquistare una quantità più elevata di caffè al prezzo attuale e facendomelo consegnare alla scadenza pattuita. In questo modo eviterei le fluttuazioni di prezzo ma dovrei sopportare i costi di magazzino. Un'altra ipotesi dovrebbe essere un contratto di consegna differita in cui io acquisto una quantità di caffè al prezzo attuale e ricevo metà della merce oggi e metà tra sei mesi. Le due situazioni esposte rappresentano due risultati ottenibili attraverso contratti di natura civilistico commerciale.

L'alternativa è stipulare un contratto di natura finanziaria che consente di coprirsi dalle oscillazioni di prezzo; quindi, acquisto in futuro una quantità di caffè ad un prezzo pattuito oggi, quindi ad una data predeterminata. L'intermediario con cui stipulo il derivato si impegna a garantirmi il differenziale. In pratica con un contratto derivato scommetto e mi compro finanziariamente sul differenziale di prezzo.

Nel momento in cui parliamo di strumento derivato intendiamo quello strumento finanziario il cui valore è sempre funzione di un asset sottostante, che può essere rappresentato da un altro strumento finanziario, da una valuta, da un tasso di interesse, da una commodity o da un portafoglio di strumenti finanziari. Le parti, dunque, negoziano le possibilità che, in un determinato momento successivo alla

stipulazione, il valore del sottostante o del parametro di riferimento sarà maggiore o minore alle loro aspettative. Il differenziale rappresenta pertanto la misura della perdita o del guadagno ottenuto attraverso la stipulazione del derivato. Il derivato si presenta, dunque, come un contratto di tipo aleatorio. Per essere definito derivato non vi deve essere consegna in natura ma solo finanziaria. Esistono anche dei derivati definiti esotici riconducibili a qualsiasi bene inseribile nella struttura finanziaria.

I derivati sono inseriti anche nell'elenco di cui all'art 1 e nell'allegato al TUF.

I prodotti finanziari

Sono prodotti finanziari tutti gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria e non bancaria. La normativa non definisce il prodotto finanziario, la precisa definizione è infatti di natura giurisprudenziale. Il prodotto finanziario è un rapporto giuridico in cui si prevede l'impiego di un capitale finanziario, la conseguente attesa di una remunerazione e la presenza di un rischio. La nozione di prodotto finanziario viene rilievo per la disciplina nell'ambito dell'offerta al pubblico, la norma fa infatti riferimento a qualsiasi prodotto finanziario. Pur non essendo quindi oggetto di intermediazione se venduti necessitano nella tutela degli strumenti, se un soggetto sollecita pubblicamente un prodotto avente natura finanziaria risponde dell'obbligo di redazione del prospetto ai fini della riduzione dell'asimmetria informativa.

Sentenza Diamond SPA Cassazione 2736/2013

L'azienda Diamond si è proposta al pubblico attraverso banca con uno schema in cui offriva un diamante in cambio di una somma di 1.000 €, dopo un anno si poteva restituire il diamante e ricevere la stessa somma più un interesse di 80 € altrimenti tenere il diamante. La Consob sanziona la Diamond per la disciplina di offerta al pubblico di prodotti finanziari; infatti, all'interno dell'offerta non era presente il prospetto e quindi la Diamond risultava sanzionabile penalmente. La Diamond arriva in Cassazione ritenendo lo schema offerto non sia un prodotto finanziario ma bensì un contratto di custodia e di acquisto commerciale. Con questa Cassazione vengono stabilite le tre caratteristiche del prodotto finanziario: il trasferimento di denaro (1000€), l'aspettativa di rendimento (eventuali 80€) e il rischio (di credito della società). Il punto centrale della Cassazione è che la Diamond potrebbe fallire quindi il contratto è un prodotto finanziario. Il cliente non stipula il contratto perché è interessato a custodire il diamante ma per l'interesse derivante dall'investimento finanziario.

Sentenza opere d'arte Cassazione 5911/2018

La Cassazione ha precisato, che in tema di vendita di opere d'arte, che avendo riguardo alle finalità complessive di scambio, spesso non ci troviamo di fronte ha una mera transazione commerciale, ma a un'operazione complessa promossa da consulenti finanziari, costituita dalla sottoscrizione di un contratto di compravendita di opere d'arte a un prezzo scontato con una percentuale variabile tra il 5 e il 7% del prezzo indicato in listino, con la facoltà per gli acquirenti di risolvere il contratto e di ottenere una volta scaduto il termine convenuto la restituzione dell'importo superiore rispetto a quello versato al momento dell'acquisto e pari al prezzo di listino dell'opera d'arte. Il dato che emerge è che l'investimento finanziario si sostanzia in ogni contratto, non necessariamente standardizzato e/o incorporato in un titolo destinato alla circolazione che vede l'utilizzo di un capitale che comporta l'assunzione di un rischio a cui è correlata un'attesa di rendimento. Il capitale investito, in questo modo, viene remunerato per l'alea assunta e viene gestito da colui che ha proposto l'investimento. Per configurare tale forma di investimento, dunque, non è sufficiente che vi siano accrescimento delle disponibilità patrimoniali dell'acquirente, ma è necessario che l'atteso incremento di valore del capitale impiegato e il rischio correlato siano elementi intrinseci all'operazione stessa.

Lezione 4 11/10/2019

Regole generali di condotta: art 21, 22, 23 TUF

Le norme aprono il capo secondo sullo svolgimento dei Servizi e delle Attività di investimento. L'art 21 stabilisce i criteri generali ed è definibile una norma quasi costituzionale del diritto dei mercati per la sua centralità. Nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e accessori i soggetti abilitati devono:

- comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati.
- acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati.
- utilizzare comunicazioni pubblicitarie e promozionali corrette, chiare e non fuorvianti
- disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e delle attività.
- Comma 1-bis: conflitti di interessi.

L'articolo 21 definisce quindi principi generali facendo riferimento agli obblighi di diligenza, trasparenza e correttezza. Le finalità sono sia nell'interesse del cliente che per l'integrità dei mercati. La ragione di rispettare questi comportamenti risiede nella

volontà del legislatore di ridurre quel divario informativo presente tra intermediario e cliente, in modo tale che si possa mantenere alta la fiducia di quest'ultimi nei confronti sia degli intermediari cui si rivolgono, che dei mercati.

Con riferimento al principio di trasparenza si distinguono due obblighi:

1. flusso informativo dall'intermediario al cliente.
2. flusso informativo dal cliente all'intermediario.

Con riferimento al **punto 1**, nel contesto economico asimmetrico già descritto è naturale che il soggetto più informato, ovvero l'intermediario, informi il soggetto meno informato, ovvero il cliente. Il dovere di informazione assume un ruolo cruciale nell'ambito del diritto dei mercati finanziari, in quanto viene a declinarsi in una duplice accezione: il dovere di informare e il dovere di informarsi.

Il Regolamento Intermediari (RI) detta la normativa di dettaglio. Emanato dalla CONSOB nel 15/02/2018 a seguito della Mifid 2, il RI fa richiamo alla disciplina del Regolamento Delegato (RD) attuativo della direttiva Mifid 2. La ratio del legislatore europeo è avere un sistema armonizzato per mezzo del decreto attuativo europeo.

L'art 36 co.2 del RI detta la funzione degli intermediari, che devono fornire 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. *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.*

Articolo 36 co.2 oltre al principio generale chiarisce ed elenca le informazioni obbligatorie. Tali informazioni si riferiscono a:

- all'intermediario e ai relativi servizi;
- agli strumenti finanziari e alle strategie di investimento proposte, inclusi opportuni orientamenti e avvertenze sui rischi associati agli investimenti relativi a tali strumenti o a determinate strategie di investimento, nonché l'indicazione se gli strumenti finanziari sono destinati a clienti al dettaglio o professionali, tenuto conto del mercato di riferimento di cui all'articolo 21, comma 2-bis, del Testo Unico;

- alle sedi di esecuzione;
- ai costi e oneri connessi, comprese le informazioni relative sia ai servizi di investimento che ai servizi accessori, al costo dell'eventuale consulenza e dello strumento finanziario raccomandato o offerto in vendita al cliente e alle modalità di pagamento da parte del cliente, ivi inclusi eventuali pagamenti di terzi. Le informazioni sui costi e oneri, compresi quelli connessi al servizio di investimento e allo strumento finanziario, non causati dal verificarsi di un rischio di mercato sottostante, sono presentate in forma aggregata per permettere al cliente di conoscere il costo totale e il suo effetto complessivo sul rendimento e, se il cliente lo richiede, in forma analitica. Laddove applicabile, tali informazioni sono fornite al cliente con periodicità regolare, e comunque almeno annuale, per tutto il periodo dell'investimento.

È onere dell'intermediario acquisire informazioni sul prodotto e sulla natura dell'investimento (art 48). Da questa norma si deduce la disciplina della **Scheda prodotto** da fornire al cliente oltre ad altri prodotti o modalità presenti nel RD. Quindi concretamente bisogna comunicare chi è l'intermediario, i servizi, lo strumento e i costi e oneri connessi e la sede di esecuzione. In maniera chiara, corretta e non fuorviante su un supporto durevole ovvero un documento cartaceo o elettronico anche standardizzato e non necessariamente su un solo contratto. In sintesi, l'intermediario ha un onere informativo scandito da regole che definiscono ciò che va sempre fornito un principio generale per cui va fornito tutto ciò che è necessario ad una scelta consapevole ed in modo chiaro, corretto e non fuorviante. La disciplina è quindi un mix di principi generali e regole di dettaglio.

Contenuto degli obblighi informativi:

- **Precontrattuali:** obblighi precontrattuali fanno riferimento alle informazioni già viste con riguardo all'articolo 36 del regolamento intermediari; quindi, le informazioni vanno fornite in tempo utile o più tardi al momento della decisione di investimento. Si sostanzia in due documenti:
 - 1. Il contratto quadro:** e il contratto di base per la regolazione dei servizi di investimento su cui si poggiano le esecuzioni degli ordini. Nel contratto quadro vanno inseriti tutti i servizi che l'intermediario può prestare e i relativi costi. Un contratto che ad oggi presenta delle complessità di inquadramento in quanto non è tra i contratti tipici previsti dal Codice civile. Normalmente viene ricondotto al contratto di mandato.
 - 2. Singoli contratti di esecuzione:** per la disciplina del singolo servizio o strumento finanziario.

In sintesi, il contratto quadro regola la cornice in cui si opera, quindi gli obblighi generali. Il modulo d'ordine definisce le informazioni specifiche sul prodotto finanziario. Quindi, se sono un cliente Intesa Sanpaolo e voglio acquistare azioni Stellantis riceverò il contratto quadro e acquistate le azioni riceverò il contratto di esecuzione.

- **Rendicontazione:** essendo il contratto quadro un contratto di durata all'articolo 60 R.I. si prevedono i rendiconti periodici dei costi totali e dei servizi acquistati tenendo conto della tipologia e della complessità degli strumenti finanziari e della natura del servizio. Tali rendiconti comprendono, laddove applicabile, i costi delle operazioni e dei servizi prestati per conto dei clienti. Oltre al rendiconto la direttiva Mifid 2 ha previsto l'introduzione di un documento sintetico annuale.

Orientamenti giurisprudenziali

Rispetto all'obbligo di informare l'investitore sulle caratteristiche dello strumento finanziario per consentirgli una scelta ragionata, di cui all'articolo 21 del Tuf, La Consob non delinea esattamente le informazioni da fornire. Con gli scandali degli anni 2000 si sono formati tre orientamenti giurisprudenziali in merito alle informazioni da fornire.

1. **Orientamento Formalista:** alcune sentenze minoritarie hanno ritenuto sufficiente, ai fini del rispetto della disciplina, la comunicazione sintetica delle avvertenze anche per mezzo di moduli d'ordine o altra documentazione standardizzata. L'orientamento ha trovato un seguito in giurisprudenza seppur sia stato criticato ai sensi dell'articolo 21 TUF e 36 RI in quanto il principio non consentirebbe al cliente di compiere scelte di investimento consapevoli.
2. **Orientamento Massimalista:** altre sentenze hanno ritenuto necessario, ai fini del rispetto della disciplina, fornire informazioni analitiche e dettagliate tra cui i bilanci degli ultimi anni, il volume d'affari e un giudizio di rating. L'orientamento risulta molto protettivo e legato alle conoscenze del cliente; infatti, tanto meno il cliente è informato tanto maggiori saranno le informazioni da fornire. L'orientamento massimalista presenta un atteggiamento paternalistico, via infatti la tendenza dei giudici a valutare con l'influenza del senno di poi, cioè con la consapevolezza di ciò che è successo (vedi caso Parmalat). Inoltre, riversare sul cliente inesperto una grande quantità di informazioni tecniche e dettagliate al fine di consentirgli una decisione consapevole non solo è contrario al buon senso ma anche inutile dal punto di

vista economico finanziario. Riempire il cliente inesperto di informazioni può solo creare confusione, secondo la teoria prevalente dell'*Efficient Capital Market Hypothesis* le informazioni necessarie sono già contenute nel prezzo e nel rendimento.

- 3. Orientamento Pedagogico:** questo corrente giurisprudenziale non richiede un onere informativo elevato ma la selezione delle informazioni necessarie ai fini di una scelta consapevole. L'orientamento pedagogico non punta quindi su un'informazione di quantità ma su un'informazione di qualità perseguibile anche attraverso moduli standardizzati ma comprensibili all'investitore. L'orientamento pedagogico rappresenta un classico approccio costi-benefici per cui non per forza dare grandi oneri informativi è positivo. La ratio dell'articolo 21 consiste sia nella tutela dei clienti che nell'integrità dei mercati, seppur le due sembrano non avere finalità parallele, l'orientamento critico verso il massimalismo consiste proprio nel fatto che la tutela ad ogni costo comporta squilibri all'integrità dei mercati.

La trasparenza sui prodotti illiquidi

Gli obblighi informativi generali non sono sufficienti per tutti i prodotti non prontamente liquidabili, o perlomeno senza eccessivi sconti di prezzo. Parlando di prodotti liquidi si fa riferimento alle obbligazioni bancarie, alle azioni di banche popolari e ai prodotti derivati. Questi strumenti sono spesso collocati anche sul mercato retail. La Consob ha posto l'attenzione sulla trasparenza dei prodotti illiquidi prevedendo che, quando l'intermediario offre al retail un prodotto illiquido deve fornire informazioni maggiori rispetto agli altri strumenti finanziari, in particolare:

- scomposizione delle diverse componenti che concorrono al complessivo esborso finanziario del cliente. *Infatti, quando io acquisto un prodotto finanziario vi sono dei costi di commissione scaricati sul cliente*, bisogna quindi specificare la parte del prezzo del prodotto che rappresenta il valore del titolo esplicitandone il valore intrinseco.
- Indicazione del valore di smobilizzo dell'investimento nell'istante immediatamente successivo all'acquisto
- informazioni su modalità, costi e tempi di esecuzione dello smobilizzo
- Confronti con prodotti liquidi e di analoga durata
- Analisi per scenari del rendimento
- Esplicitazione del *fair value* del prodotto e del presumibile valore di realizzo nella documentazione periodica

L'approccio è quello di imporre un obbligo specifico di informazione sintetica e selettiva, richiamando quindi l'approccio pedagogico. Su queste scelte normative

hanno influito gli studi di economia comportamentale secondo cui i soggetti non sono fortemente razionali e nelle scelte finanziarie risentono di *bias cognitivi* per cui molte informazioni non indicano per forza la qualità di queste ma anzi è preferibile un'informazione chiara e selettiva. La seguente comunicazione Consob sui prodotti illiquidi seppur sia stata abrogata viene ancora attuata perché espressione delle norme generali.

Obblighi informativi Ex Post

Ai sensi dell'articolo 62 regolamento delegato si prevede che gli intermediari siano tenuti a fornire informazioni supplementari per servizi identificati. Il primo caso è per il servizio di Gestione di Portafoglio per cui il cliente va informato tempestivamente se risulta una perdita del 10% del valore del portafoglio e multipli di 10. Lo stesso obbligo vale per le SIM nei casi di operazioni allo scoperto; quindi, operazioni con effetti leva e passività potenziali (derivati), per cui vale l'obbligo informativo ex post.

C'è un orientamento giurisprudenziale minoritario che prevede estensione di tale obbligo anche ad altri servizi di investimento dove vi sia un rapporto continuativo con il cliente secondo un'interpretazione dell'articolo 21, per cui i clienti siano sempre informati anche nel continuo. Ad oggi la giurisprudenza prevalente nega la possibilità di informativa ex post per tutti i casi tranne quelli previsti dalla legge. È degno di nota il caso delle azioni Lehman Brothers chiuse attraverso la **clausola patti chiari**, per cui si era tenuti ad informare il cliente delle variazioni di rischio. L'evoluzione dello scenario di rischio non fu data in tempo in quanto il rating passò da AA+ al default in pochi giorni e la comunicazione tempestiva non era possibile. I ricorsi furono respinti seppur una giurisprudenza minoritaria ha ritenuto vi fosse l'obbligo di comunicazione. Ad oggi l'orientamento prevalente non obbliga l'intermediario se non nei casi previsti dalla legge.

Flusso informativo dal Cliente all'intermediario

Sembra insolito che il soggetto meno informato e fruitore del servizio debba informare l'intermediario ma in realtà la disciplina è coerente con la **profilatura Mifid**.

La disciplina pre-Mifid contenuta nel Regolamento Intermediari (1998) imponeva un controllo di adeguatezza dell'investimento, seppur in un'ottica che potremmo definire liberista, si chiedeva all'intermediario di adeguare la vendita al cliente. Il legislatore del 1998 infatti aveva colto la difficoltà cognitiva del cliente dettata dall'asimmetria informativa per cui si prevedeva l'obbligo per l'intermediario di acquisire informazioni in merito alla situazione finanziaria del cliente, la sua propensione al rischio, gli obiettivi di investimento e la sua esperienza in materia. Infatti, non tutti i

prodotti finanziari vanno bene a chiunque e per capirlo si necessita di flussi informativi dal cliente all'intermediario. Laddove gli strumenti finanziari non fossero coerenti con il profilo del cliente era previsto il divieto di procedere con l'operazione, questo risultava derogabile dopo avvertimento dell'inadeguatezza e a seguito di un ordine scritto del cliente con autorizzazione a procedere. Per cui la scelta era rimessa al cliente seppur vi fosse un costante problema legato alle scelte inconsapevoli.

L'introduzione della **direttiva Mifid** cambia l'approccio, infatti non è solo il compratore a dover stare attento nella valutazione del prodotto ma l'intermediario deve fornire le corrette informazioni e verificare la coerenza con il profilo dell'investitore. Vengono introdotti tre regimi alternativi: **mera esecuzione, appropriatezza e adeguatezza**. I tre regimi vengono applicati per servizi di investimento differenti in base all'ingerenza verso la scelta del cliente, classificando quindi tre diversi livelli di rigidità.

1. **Mera esecuzione (art 43 RI):** In tale regime l'intermediario si limita ad eseguire l'ordine del cliente senza acquisire info sul cliente e senza controllare l'adeguatezza dell'operazione (*es. trading online*)
2. **Appropriatezza (art 42 RI):** l'intermediario deve acquisire informazioni su conoscenza ed esperienza del cliente in merito al tipo di servizio prodotto richiesto, bene quindi valutare la sua conoscenza teorica e la sua esperienza pratica. L'intermediario deve verificare la compatibilità dei rischi del prodotto servizio richiesto con le caratteristiche di comprensione del cliente. Nel caso di cliente professionista intermediario può desumere che tali condizioni sussistano.
3. **Adeguatezza (art 40 e 41 RI):** l'intermediario deve acquisire le informazioni in merito a conoscenza ed esperienza del cliente ma anche la sua situazione finanziaria e la sua capacità di assorbire le perdite, la sua capacità reddituale patrimoniale e i suoi impegni finanziari. L'intermediario deve inoltre valutare la tolleranza al rischio del cliente, i suoi obiettivi temporali di investimento, le preferenze in materia di rischio e le finalità dell'investimento.

Nel caso di esito negativo:

- Per il **regime di appropriatezza** si avvisa il cliente e gli si rimanda la decisione per mezzo di un ordine scritto. Per cui il regime di appropriatezza della Mifid coincide con il regime di adeguatezza pre-Mifid
- Per il **regime di adeguatezza** nel caso di esito negativo non sarà possibile acquistare il prodotto. Il regime di adeguatezza è quindi il più rigido e segue un atteggiamento paternalistico.

Ambito di applicazione

Il criterio applicato al legislatore distingue per tipo di servizio:

- 1) il **regime di adeguatezza** è previsto per i servizi con maggiore discrezionalità e valore aggiunto quindi in caso di gestione patrimoniale e servizi di consulenza.
- 2) Il **regime di appropriatezza** è previsto in caso di prestazione degli altri servizi (collocamento, negoziazione per conto proprio e conto terzi) dove è presente un ordine del cliente e quindi si presuppone una sua maggiore conoscenza.
- 3) Il **regime di mera esecuzione** solo in caso di esecuzione o di ricezione e trasmissione ordini, ammesso che:
 - il servizio è prestato su iniziativa del cliente
 - oggetto sono strumenti finanziari non complessi (azioni quotate, obbligazioni non strutturate)
 - il cliente è stato avvertito dell'assenza di valutazione
 - siano rispettati gli obblighi in materia di conflitto di interessi.

La ratio è che la responsabilità dell'intermediario sulla verifica è tanto maggiore quanto più il suo consiglio è influente sulla scelta del cliente. Il passaggio al modello liberista al modello paternalista deriva dalla teoria economica comportamentale.

In Italia il canale privilegiato per l'attività di investimento risultano le banche; infatti, il 90% delle prestazioni passa dalle filiali. Questa preferenza, derivante da ragioni storiche, ha generato buona maggiore fiducia nelle banche da parte degli investitori, i quali le vedono come intermediari forti. Giuridicamente la distinzione tra regime di adeguatezza e appropriatezza avviene in base alla natura del servizio, per quanto riguarda la gestione portafoglio l'individuazione è chiara mentre per quanto riguarda la consulenza risulta caratterizzata da una certa immaterialità. Il servizio di consulenza per le sue caratteristiche e spesso strumentale alla pratica operativa. In un sistema bancocentrico vi sono dei rapporti con il gestore di banca, spesso non formalizzati, che presuppongono alla base dei servizi di investimento attività di consulenza personalizzata e specifica non su iniziativa del cliente. Una situazione del genere implica una difficoltà probatoria e l'applicazione del regime di appropriatezza pur di fronte a un servizio di consulenza.

Nella prassi per evitare contestazioni si distingue tra consulenza attiva o passiva a seconda dell'iniziativa o meno del cliente, nella consulenza passiva la prestazione avviene su iniziativa del cliente. Nel caso di consulenza attiva si applica il regime di adeguatezza mentre nel caso di consulenza passiva si applica il regime di appropriatezza. Questo sistema implicava come conseguenza che in filiale si

decidesse il regime, sono presenti infatti in giurisprudenza casi di abusi in cui la scelta del regime è funzionale alla vendita del prodotto finanziario; infatti, il regime di appropriatezza consentiva di vendere il prodotto pure a soggetti non adeguati (sentenza BPM).

Ad oggi l'impostazione giurisprudenziale prevalente distingue i due canali di acquisto:

- Se l'acquisto avviene in filiale si presume la consulenza e si applica il regime di adeguatezza.
- Se l'acquisto avviene a distanza o su canali registrati si applica il regime di appropriatezza.

Nel caso di prodotti illiquidi La Consob suggerisce l'applicazione del regime di adeguatezza in quanto si presume che l'acquisto sia avvenuto in filiale per mezzo di un'attività di consulenza.

Lezione 5 18/10/2023

La consulenza aveva sollevato il problema dell'evasione dai controlli, una giurisprudenza ha contrapposto il regime di consulenza attiva o passiva con differenti controlli mentre la giurisprudenza prevalente ritiene si debba utilizzare sempre il regime di adeguatezza in caso di rapporti personalizzati in filiale.

Si passa quindi a un regime di distinzione sui canali di distribuzione. Tipicamente nei casi in cui c'è l'influenza della filiale si applica regime di adeguatezza.

Sentenza BPM

Come anticipato nel paragrafo riguardante le autorità di vigilanza, La Consob ha il potere di effettuare ispezioni. La modalità privilegiata è attraverso un esame documentale, La Consob quindi acquisisce i tabulati con le profilature dei clienti e verifica quali siano avvenuti con consulenza e quali con l'esecuzione di ordini dei clienti. Nella pratica ogni intermediario estraendo le norme le declina nell'operatività con policy, procedure o manuali sulle funzioni e le attività. La Consob verifica se i regolamenti sono stati utilizzati tramite gli strumenti informatici. Con riferimento al caso concreto dell'obbligazione BPM risultava un eccesso anomalo di vendite in consulenza passiva contro ogni statistica precedente. Da questa anomalia La Consob ha ricavato che con riferimento al prodotto finanziario in analisi era stato utilizzato il metodo della consulenza passiva per sfruttare il regime di appropriatezza. La Consob effettuando analisi comparate non solo ha trovato l'attività anomala nell'utilizzo della consulenza passiva ma ha anche evidenziato come le profilature dei clienti fossero pilotate. Nel documento BPM inizialmente aveva venduto i prodotti in consulenza

attiva ma accorgendosi della non conformità dell'operazione rispetto al profilo di rischio ha iniziato a cambiare regime di consulenza, in quanto il sistema informatico bloccava l'operazione. La vendita del prodotto finanziario veniva quindi raggiunta o attraverso la consulenza passiva o attraverso la riprofilatura del cliente.

Il sistema di profilatura si basa su procedure interne di valutazione che associano un punteggio numerico al cliente. La vendita in situazioni non conformi può comportare il ritiro della licenza.

La profilatura del cliente

Con profilatura del cliente si intende l'acquisizione del flusso informativo dal cliente all'intermediario, il quale deve acquisire le informazioni sugli aspetti necessari ai fini del regime di adeguatezza o appropriatezza.

Il regolamento non delinea in maniera esplicita come avviene l'acquisizione e non predispone nessun sistema o modello di domande seppur nella pratica esistano i questionari di verifica, composti da circa 30/40 domande a risposta multipla per valutare tutti i parametri richiesti. Le risposte alle domande forniscono quindi gli elementi principali per la **valutazione** e una **prova documentale**. La disciplina parte sempre dal presupposto che il cliente fornisca le informazioni corrette. L'intermediario, infatti, può fare affidamento sulle informazioni fornite al cliente, a meno che queste non siano manifestamente superate, inesatte o incomplete dalle risposte date alle domande di controllo. Se c'è un'incongruenza nelle risposte l'intermediario è tenuto a fare altre domande. Per esempio, se il cliente dichiara un titolo elevato ma è evidente il contrario o se dichiara redditi evidentemente falsi.

L'intermediario può aiutare il cliente nella comprensione del questionario ma non può compilarlo.

L'Orientamento Esma 2018 e la *Discussion Paper Consob* criticano il sistema di autovalutazione insistendo su come alle domande non debbano condurre il cliente all'investimento, riprendendo quindi le indicazioni della finanza comportamentale. Le modalità di compilazione del questionario diventano quindi fondamentali. Le linee guida ESMA prevedono:

- Numero delle informazioni raccolte proporzionate al tipo di prodotto, quindi non eccessive ma coerenti.
- Procedure adeguate al fine di conservare informazioni aggiornate sul cliente. La profilatura va aggiornata in quanto i soggetti si evolvono e con loro l'esperienza, la conoscenza e il profilo di rischio. La profilatura va aggiornata

periodicamente, secondo la prassi al massimo ogni tre anni. Seppur rifare le valutazioni comporti un costo questa è una forma in più di tutela.

- Frequenza variabile della profilatura. In età giovane il profilo cambia più velocemente e quindi la profilatura va fatta più spesso.
- Effettuazione sia in presenza che a distanza, seppur sia preferibile la presenza.
- Rappresentanza di persone fisiche, ad esempio la madre per la figlia. Ai fini della valutazione va valutato il profilo del rappresentato per l'adeguatezza della situazione patrimoniale e il profilo del rappresentante per quanto riguarda la conoscenza e l'esperienza. Possono esserci delle deroghe seppur siano minime.
- Cointestazione. In questo caso la SIM o la banca deve stabilire insieme al cliente il profilo che va valutato. Ove non sia prevista una situazione di tutela la profilatura avviene per il soggetto in una situazione peggiore.

Principali problematiche

Le principali problematiche della normativa sulla profilatura sono: la profilatura pilotata o la riprofilatura spesso consensuale con il cliente. La riprofilatura consiste nel rifare il questionario a distanza di pochi giorni o minuti per evitare l'ostacolo del regime di adeguatezza. **Riprofilare vuol dire adeguare l'individuo allo strumento.**

Il frequente tentativo per aggirare il vincolo dell'adeguatezza è costituito dalla manipolazione della profilatura iniziale o dalla sua modifica successiva unicamente al fine di consentire l'effettuazione di un investimento prestabilito (anche talvolta con il consenso del cliente); tuttavia tale prassi è inutile allo scopo e si rivela in realtà controproducente, poiché l'intermediario non può fare affidamento sulle informazioni fornite dal cliente se esse appaiono manifestamente superate, inesatte o incomplete (e dunque, a maggior ragione, intenzionalmente non veritiere), mentre la presenza di riprofilature dalla tempistica "sospetta" è considerata da giudici e Autorità di vigilanza forte indizio della malafede dell'intermediario

La giurisprudenza si è chiesta se ai fini della valutazione possano essere utilizzate le informazioni fornite dall'intermediario durante la consulenza. La risposta al quesito giurisprudenziale è negativa in quanto il legislatore è interessato alla condizione di partenza dell'investitore.

Product governance

Se la direttiva Mifid 1 poneva l'attenzione sul processo distributivo, cioè sul *point of sale* per verificare che la vendita fosse corretta, la Mifid 2 accantona questo approccio. Questa introduce controlli in sede di creazione dello strumento finanziario, quindi a monte. Ciascun produttore di uno strumento finanziario ha l'obbligo di identificare la clientela target a cui lo strumento è indirizzato e riesaminarne periodicamente la coerenza rispetto allo strumento.

Classificazione della clientela

Nell'ambito della disciplina del diritto del mercato finanziario la classificazione del cliente occupa sicuramente un ruolo centrale e preliminare alla prestazione di qualsiasi servizio di investimento, in quanto da essa dipendono il livello di protezione assegnato al cliente e gli obblighi informativi che devono essere assolti dall'intermediario; nonché il livello di responsabilità dell'intermediario rispetto ai servizi prestati. In base alla classificazione della clientela mutano anche le modalità di applicazione delle regole di condotta.

La classificazione della clientela a differenza della profilatura non avviene su un cliente in particolare, è un fenomeno che avviene *ex ante*. La ratio è l'esigenza di protezione del cliente dall'asimmetria informativa. Possono esserci dei casi in cui non si necessita di applicare la disciplina degli intermediari, per le caratteristiche del cliente, ma basta la disciplina del diritto comune. La disapplicazione avviene in quanto la disciplina è costosa e un eccesso di protezione è inefficiente per i mercati.

Il primo punto è la delimitazione della fattispecie per l'applicazione del diritto comune, quindi i soggetti a cui disapplicare le leggi speciali. Questi soggetti sono definiti **Clienti professionali** e la valutazione può avvenire attraverso due criteri

- 1) **Criterio soggettivo:** la scelta è rimessa all'autonomia privata, il cliente quindi dichiara la scelta del regime di cliente professionale per cui non gode della tutela e dei sistemi di valutazione di adeguatezza e appropriatezza. Questo criterio è soggetto a possibili comportamenti opportunistici
- 2) **Criterio oggettivo:** i criteri vengono determinati attraverso regole rigide.

Il secondo approccio è il privilegiato dalla Mifid, secondo un atteggiamento paternalistico coerente con gli altri istituti della normativa.

La normativa in vigore dal 2007 prevede tre categorie di soggetti:

- Controparte qualificata
- Cliente professionale
- Cliente al dettaglio

Le prime due sono riconducibili ad un'unica categoria. Il cliente al dettaglio è il cliente non professionale. La controparte qualificata è definita all'art. 6, co. 2-quater, lett. d e art. 61 R.I. (con rinvio all'All. 3 R.I.) e la definizione ha rilievo nei soli servizi di negoziazione, esecuzione di ordini e ricezione e trasmissione di ordini.

I clienti professionali privati si distinguono in clienti professionali di diritto e clienti professionali su richiesta.

I Clienti professionali di diritto sono composti da:

- Investitori istituzionali regolamentati per operare nei mercati.
- Imprese di grandi dimensioni, con almeno due dei seguenti requisiti:
 - Attivo di bilancio pari a 20 milioni
 - Fatturato pari a 40 milioni
 - Patrimonio netto pari a due milioni

Per i clienti professionali di diritto non va valutata la conoscenza, l'esperienza e il rischio. Su richiesta può ricevere il trattamento del cliente al dettaglio.

Il cliente professionale su richiesta: Vecchio testo art. 31, co. 2, contemplava investitori istituzionali, ma anche *“ogni società o persona giuridica in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante”*. Per cui era necessario solamente una dichiarazione sottoscritta dal legale rappresentante. Rispetto a questa disciplina si distinguono tre orientamenti giurisprudenziali.

- 1) **Il primo orientamento:** per cui basta la dichiarazione e l'intermediario non deve effettuare alcuna indagine secondo un principio di autoresponsabilità del cliente.
- 2) **Il secondo orientamento:** secondo cui la dichiarazione è solo informativa e quindi va riscontrata. Segue quindi un approccio sostanziale per cui la dichiarazione è priva di valore se non trova effettivo riscontro circa l'effettiva conoscenza del cliente. È stato posto anche il problema del carattere vessatorio della dichiarazione per cui secondo le norme civilistiche si necessiterebbe di una doppia sottoscrizione.
- 3) **Terzo orientamento:** la dichiarazione del cliente è rilevante, ma resta l'obbligo per l'intermediario di verificare nel caso in cui si possano ricavare elementi di contrasto con la dichiarazione. La Cassazione precisa che l'onere della prova incombe sempre sul cliente.

Rientrare nella fattispecie di cliente professionale cambia completamente il grado di tutela per il cliente non prevedendo il regime di adeguatezza. Sulla scorta degli esiti giurisprudenziali e della normativa comunitaria (Mifid), il nuovo R.I. prevede l'applicazione della qualificazione di cliente professionale su richiesta, a condizione che:

- L'intermediario effettui una verifica per valutare che il cliente sia in grado di adottare scelte consapevoli
- Venga eseguita una procedura specifica

- Adottare per iscritto misure interne appropriate per classificare i clienti (policy interna) e adottare misure maggiore per accertarsi che il cliente soddisfi i requisiti
- Accertare la sussistenza di almeno due dei seguenti requisiti oggettivi:
 - Ha effettuato dieci operazioni di grande dimensione nell'ultimo trimestre
 - Valore del portafoglio superiore a 500.000 €
 - Ha lavorato nel settore finanziario

Deve quindi verificare sia i requisiti oggettivi ma anche la conoscenza e l'esperienza del cliente. L'intermediario deve anche rispettare la procedura generale (Ping-pong) per cui:

- 1) I clienti devono comunicare per iscritto all'intermediario che desiderano essere trattati come clienti professionali.
- 2) L'intermediario avverte i clienti di quali protezioni potrebbe perdere.
- 3) I clienti devono dichiarare di essere a conoscenza (in documento separato dal contratto).

L'allegato 3 prevede che sia comunicata al cliente la nuova classificazione e che sia informato sulla possibilità di chiedere una diversa classificazione e i diritti e le protezioni connesse (regola degli ascensori). Si prevede inoltre che l'intermediario debba informare il cliente professionale di diritto, prima di ogni prestazione di servizio, questa verrà trattata come tale e che può essere richiesto il trattamento retail.

Lezione 6 del 8/11/2023

Le basi contrattuali del rapporto

La regolazione del rapporto tra investitore e intermediario è regolata sia dal diritto comune che da norme speciali attinenti al solo settore finanziario. Il mercato è una visione d'insieme di una molteplicità di contratti tra soggetti privati. Questo definisce le pretese, le facoltà, i diritti e gli obblighi delle parti. **Il contratto ha forza di legge tra le parti** (1372 C.C), e quindi come per la legge deve essere rispettato. Le disposizioni contrattuali hanno, per le parti, la stessa obbligatorietà del rispetto della legge. La legge in primis attribuisce forza e validità al contratto, inoltre lo qualifica. Le parti sono libere di scegliere se e come regolare il loro rapporto sia dal punto di vista economico che dal punto di vista normativo, nel rispetto della legge ma anche dell'autonomia contrattuale.

La legge prevede inoltre quali sono gli elementi essenziali di un contratto (1325 C.C.) quali sono i vizi contrattuali. Perché abbia efficacia vincolante il contratto deve essere

stipulato con un consenso tra le parti che non presenti vizi del consenso. Le parti infatti devono essere libere e con una sufficiente capacità di intendimento, pena l'annullabilità del contratto. Oltre alle cause di vizi del consenso la normativa all'articolo 1418 C.C prevede l'istituto della nullità per oggetto illecito o mancanza di un elemento essenziale del contratto. Il legislatore prevede inoltre che i contratti che vadano contro norme imperative siano nulli. Altro ruolo essenziale della legge è assicurare l'esecuzione del contratto in caso di inadempimento. Il legislatore prevede in caso di inadempimento l'esecuzione forzata del contratto con sentenza del giudice e il risarcimento del danno. Altro ruolo della disciplina è aiutare nell'individuare le soluzioni più adatte per il conseguimento degli obiettivi, offrendo circa 21 tipologie contrattuali che le parti possono scegliere. Il legislatore mette quindi a disposizione un contratto "prefabbricato", al limite derogabile, riducendo i costi transattivi tra le parti. In sintesi, il legislatore attribuisce forza di legge alle parti ma offre anche un'opzione standardizzata che queste possono derogare.

Al contempo la legge prevede norme inderogabili per correggere le situazioni di squilibrio. Le parti, infatti, nella teoria sanno che interesse perseguire ma nella pratica potrebbero essere influenzate dalla differenza nella forza contrattuale. Sono previste limitazioni a favore della parte meno informata, cioè il consumatore, e il divieto di introduzione di clausole distorsive (1229 C.C). Le norme imperative entrano nella disciplina del rapporto contrattuale riferendosi più all'aspetto normativo che al contenuto economico, seppur vi sia un'eccezione nel caso degli interessi definiti usurari.

I contratti

Tipicamente il rapporto di intermediazione finanziaria si struttura su tre contratti:

- **Contratto di conto Corrente Bancario:** svolge il ruolo della provvista. Il contratto di conto corrente bancario costituisce un supporto a monte per la prestazione dei servizi finanziari. Nel conto corrente vengono regolate le partite in dare e avere delle operazioni effettuate. È regolato dal TUB, dal Codice civile e dai regolamenti di Banca d'Italia.
- **Contratto di apertura deposito titoli:** costituisce un servizio ausiliario a valle rispetto alla prestazione di servizi di investimento. L'intermediario si impegna a detenere per conto e in nome del cliente i titoli, ma anche a riscuotere i dividendi o gli interessi o a svolgere altri servizi accessori nel conto del cliente; è anche esso soggetto alla disciplina dei contratti bancari.
- **Contratto per la prestazione dei servizi di investimento:** è disciplinato dal TUF, si definisce un contratto atipico ma quello che rileva è che la sua struttura

si divide in due accordi separati: **Il contratto quadro e i singoli ordini di investimento.**

Il contratto quadro detta la cornice delle prestazioni prestabili dall'intermediario e dei relativi costi e commissioni delle operazioni. Non impegna ancora il cliente che, se vorrà potrà effettuare gli ordini di investimento nei limiti del contratto quadro. Il contratto quadro è soggetto al TUF e al RI per quanto concerne le modalità di tutela, la forma e il contenuto. È un contratto che tuttora presenta delle complessità di inquadramento in quanto non è tra quei contratti che è espressamente previsto dal cod. civile (contratti tipici). Normalmente la tipologia di contratto a cui viene ricondotto è il contratto di mandato, nello specifico assomma gli schemi contrattuali tipici ma ha una normativa più di dettaglio. (un contratto quadro contiene dalle 50 alle 60 pagine)

Fa eccezione a questo schema di contratti la gestione di portafoglio perché non necessita di ordini da parte del cliente. Questa natura duplice del rapporto pone delle problematiche teoriche che hanno poi ricadute pratiche, poiché 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 collegano dei rapporti contrattuali autonomi e distinti in occasione di ogni singolo ordine. La questione è rilevante poiché potrebbe essere fatta richiesta di nullità di solo alcuni ordini di investimento e non di tutto il contratto quadro.

Il contenuto del contratto quadro

Il contratto quadro lo strumento attraverso il quale si realizza il flusso informativo dall'intermediario al cliente, ha quindi la funzione imporre alla parte forte di predeterminare in maniera sufficientemente dettagliata i contenuti delle prestazioni. È strutturato in più sezioni da compilare a seconda dei servizi ai quali si è interessati.

I contenuti essenziali che il contratto quadro deve contenere sono (art 37 RI):

- tipologia dei servizi forniti
- su quali strumenti finanziari opera
- periodo di efficacia
- modalità di rinnovo
- modalità di modifica (solo per iscritto a richiesta di una parte)
- impartizione di ordini
- frequenza, contenuti e modalità di rendicontazione al cliente (mensile, semestrale etc. per posta, e-mail etc.)
- remunerazione e incentivi per l'intermediario (commissioni)
- se può essere prestata consulenza connessa ad altri servizi di investimento

- eventuali modalità di risoluzione stragiudiziale delle controversie

Il contratto quadro è quindi ampiamente articolato ai fini della tutela informativa della parte debole. Non sono chiare le conseguenze della violazione del contratto quadro: secondo una giurisprudenza la violazione comporta la nullità del contratto, secondo un'altra la violazione provoca il risarcimento del danno. Oltre ai contenuti obbligatori trovano comunque applicazione le disposizioni di carattere generale per i contratti, quindi le norme di diritto comune. Pertanto, il contratto quadro è soggetto alla disciplina prevista per la contrattazione di massa sia dal Codice civile che dal codice del consumo. Trattandosi di contratti redatti attraverso moduli standardizzati è soggetto alle regole dell'articolo 1341-1342 del Codice civile per cui si richiede la specifica approvazione per iscritto di alcune clausole definite particolarmente onerose e con limitazioni di responsabilità. Se la parte acquirente è un consumatore si applica la normativa europea sulle clausole vessatorie per cui non basta un'approvazione per iscritto per rendere le clausole efficaci ma tutte le clausole squilibrate o vessatorie sono nulle. È inoltre previsto nel caso di rapporto tra professionista e consumatore che nel caso di controversia si faccia riferimento al foro (tribunale) del consumatore.

La forma del contratto quadro

Le disposizioni del TUF prevedono poche regole su questo aspetto e molta della disciplina attuale deriva dalle interpretazioni giurisprudenziali.

L'art. 23 del TUF prevede che i contratti relativi alla prestazione di investimento siano redatti per iscritto e un esemplare è consegnato al cliente, nei casi di inosservanza il contratto è nullo. La ratio è garantire il flusso informativo per cui la forma scritta e *ad substantiam*. L'omessa consegna di un esemplare del contratto determina un inadempimento dell'intermediario. In questo caso l'intermediario potrebbe essere costretto a un adempimento tardivo ed eventualmente anche al risarcimento del danno. Rimanendo nel solco tracciato da detta impostazione, **il cliente potrebbe chiedere la risoluzione del contratto di investimento per grave inadempimento dell'intermediario**, in quanto la consegna della copia del contratto costituisce un effetto del contratto stesso. Quindi in sintesi: perché il contratto sia valido e vincolante deve essere redatto in forma scritta e una copia consegnata al cliente, se non vi sono questi due presupposti può essere fatta valere la nullità solo dal cliente quindi solo a tutela della parte più debole e senza limiti di prescrizione. Questa norma processuale ha una forte implicazione economica in quanto condanna l'intermediario alla restituzione di tutte le prestazioni. Nella pratica il cliente potrebbe accorgersi della mancanza della firma e contestare i contratti con sole perdite tenendo i guadagni. 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).

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 mancanza 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;*
- *Adirittura, 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).*

Queste giurisprudenze hanno sottolineato due problemi: Il contratto Monofirma e il cherry Picking.

Il contratto Monofirma

Con contratto Monofirma ci si riferisce al caso molto frequente nella pratica in cui l'intermediario firma la copia del contratto quadro per il cliente e il cliente firma la copia per l'intermediario. Da questa prassi è emersa la problematica del se ritenere stipulato per iscritto un contratto che riporta la firma di una sola delle parti. **Una giurisprudenza ha considerato nullo il contratto per mancanza di forma** perché non sussisteva la prova di entrambe le parti, cioè l'attribuzione di paternità della

volontà che forma l'incontro dei consensi che è alla base di ogni stipula contrattuale, mancava quindi un elemento essenziale del contratto. **Un'altra giurisprudenza ha invece affermato la validità del contratto Monofirma poiché la produzione in giudizio del contratto equivale ad appropriazione della volontà di ritenere valido il contratto**, che è equivalente della sottoscrizione. Il contratto relativo ai servizi di investimento, o contratto-quadro, è in genere definito come un accordo normativo o programmatico, la cui causa consiste nel regolare in via preventiva una indefinita serie di negozi – a cui, tuttavia, potrebbero anche non seguire operazioni di investimento – e con cui l'intermediario pone la sua organizzazione di impresa a disposizione del cliente. Sotto questo ultimo aspetto il contratto ha efficacia immediata, anche se poi sono i singoli ordini che costituiscono il naturale completamento di questa fattispecie contrattuale complessa, ordini che, benché possano a loro volta consistere in atti di natura negoziale, costituiscono pur sempre il momento attuativo del precedente contratto di intermediazione.

Sentenza contratto Monofirma

Secondo l'impostazione delle Sezioni Unite della Corte di cassazione occorre verificare, prima di dichiarare la nullità per difetto di forma, se alla violazione del precetto sia seguita anche una violazione dell'interesse protetto, difettando, altrimenti, il presupposto dell'interesse ad agire che è condizione della tutela giurisdizionale. Le finalità di responsabilizzazione del consenso e protezione del cliente sono da considerare pienamente realizzate allorquando l'investitore ha sottoscritto il contratto-quadro e ha dichiarato di aver ricevuto copia del contratto, a prescindere dall'apposizione contestuale sul medesimo della firma da parte del soggetto abilitato a esprimere per iscritto la volontà dell'intermediario. In questo contesto l'apposizione del tratto autografo da parte del delegato dall'intermediario costituirebbe un mero formalismo. Il dato normativo dell'obbligo di consegna di un esemplare del contratto al cliente è assente in altri contesti dove non vengono prese in considerazione le categorie soggettive e gli obblighi di protezione, non può che costituire un ulteriore indice di quali siano gli effettivi interessi. Si tratta di una dichiarazione che ha valore confessorio, non tanto dell'adempimento della forma scritta, ma proprio del fatto che è stato tenuto quello specifico comportamento previsto dalla norma, comportamento ben più importante dell'apposizione della firma autografa da parte del delegato dell'intermediario. Il conflitto si pone non solo tra forma informativa e imputabilità del documento, quanto tra forma informativa e forma *ad substantiam*, che si risolverebbe, secondo l'impostazione della giurisprudenza di legittimità, con il dar luogo a una fattispecie particolare, vale a dire a una forma *ad substantiam* non bisognevole della sottoscrizione di una delle parti in virtù della sua componente informativa.

Il fenomeno del cherry picking

Altro problema emerso dalla giurisprudenza è il caso in cui il cliente trovando la possibilità di una mancanza del requisito di forma vada in giudizio solo per gli ordini di investimento che hanno comportato delle perdite. La giurisprudenza in merito è chiara: solo il cliente può decidere per quali contratti richiedere la nullità e non è concessa al giudice la facoltà di dichiarare nulli ordini di investimento non portati in giudizio. Le sezioni unite della Corte di cassazione hanno dichiarato che seppur non sia ammissibile la nullità degli ordini non portati in giudizio, l'intermediario può appellarsi all'*exceptio doli* (eccezione di buona fede) del cliente compensando il risarcimento del danno con i guadagni del cliente in malafede. L'intermediario può quindi eccepire che in compensazione al danno vi siano anche i profitti derivanti dagli altri strumenti all'interno del contratto quadro.

Ambito di applicazione delle regole di forma

Il dubbio avanzato dalla giurisprudenza è se le regole relative al contratto quadro si applichino anche ai singoli ordini di investimento. Si distinguono tre orientamenti giurisprudenziali: il primo rigido per cui la mancanza della forma scritta implica la nullità dell'ordine, il secondo per cui la forma scritta è solo ad probationem e l'onere della prova ricade sull'intermediario e infine l'ultimo per cui la forma scritta è solo un obbligo da risarcire che non comporta effetti sulla validità del rapporto. Con riferimento all'articolo 1352 C.C non si è d'accordo sulla validità o meno dell'ordine di investimento qualora questo non segua le forme convenzionali espresse dal contratto quadro. 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.

La forma costituisce solo una delle regole di condotta, come già visto con la prestazione degli obblighi informativi. Salvo per la forma, il legislatore non prevede rimedi per la violazione delle regole di condotta. Si sono distinti tre orientamenti giurisprudenziali.

- 1) **Tesi della nullità del contratto:** Le violazioni degli obblighi informativi conducono alla nullità del contratto. È una soluzione fortemente influenzata dall'emotività dei giudici dettata da crisi finanziarie. La tesi della nullità trova un appoggio normativo nell'art 1418 C.C secondo cui la violazione degli obblighi informativi andrebbe contro una norma imperativa. Il vantaggio di questo approccio sta nella valutazione del danno che viene considerato per tutto il valore dell'investimento. Questa tesi è soggetta a due criticità: la prima

per cui la nullità è un fenomeno genetico, per cui un contratto non può diventare nullo in esecuzione. Il secondo è che la restituzione totale comporta degli squilibri nel mercato aumentandone i costi generali. Si dovrebbe infatti, restituire solo il danno diretto della mancanza di informazione; quindi, le perdite che derivano dall'informazione valutando il nesso causale di cui nella nullità non si tiene conto.

- 2) **Tesi dell'Annulabilità per vizio del consenso:** Si fa riferimento ai casi di Errore Essenziale, Dolo e Violenza. È una soluzione con effetti simili alla nullità ma è difficile provare l'errore essenziale o il dolo determinante. È quindi il rimedio meno appropriato.
- 3) **Tesi dell'inadempimento del contratto quadro:** Dà luogo a risoluzione se l'inadempimento è rilevante e dà diritto al risarcimento del danno. Bisogna provare la mancanza dell'informazione, la rilevanza della stessa e il nesso causale con il danno. Ci deve essere pertanto un collegamento causale tra il danno subito dall'investitore e l'effettivo e specifico 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). L'onere della prova ricade sull'intermediario. È oggetto della giurisprudenza se le violazioni sia contrattuale o precontrattuale ma gli effetti di entrambi i casi sono i medesimi. Si discute inoltre se in caso di inadempimento si determini la risoluzione del contratto quadro o dei singoli ordini di investimento. **Ad oggi prevale la tesi di risoluzione dei singoli contratti.**

Lezione 7 15/11/23

La consulenza

La Consulenza storicamente è stata un servizio considerato dal legislatore come accessorio e strumentale ai servizi principali. La Mifid I e la Mifid II hanno modificato la natura del servizio, ad oggi considerato un servizio principale e con il maggior grado di tutela, questa infatti risponde al regime di adeguatezza. La Mifid II introduce, inoltre, un rilievo maggiore per la consulenza sia dal punto di vista oggettivo che dal punto di vista soggettivo, con l'introduzione delle società di consulenza e dei consulenti finanziari. Sul piano oggettivo si distingue tra consulenza finanziaria dipendente (tradizionale) o indipendente (fee only).

La **consulenza indipendente** o fee only è un servizio autonomo e non strumentale, è svolta da professionisti o società autonome o dipendenti di intermediari. La

prestazione deve essere eseguita da soggetti o società indipendenti, seppur sia frequente il caso in cui le banche o altri intermediari creino delle società che si occupino solo della consulenza indipendente. Viene detta fee only in quanto il servizio viene prestato a titolo oneroso. Lo stesso soggetto non può prestare sia consulenza dipendente che indipendente, il servizio può essere infatti svolto dallo stesso intermediario ma da funzionari differenti in ragione del fatto che la consulenza deve essere ben qualificata e distinta rispetto agli altri servizi.

L'indipendenza della consulenza si realizza nella valutazione del giudizio, il prestatore infatti non deve limitare la consulenza a un range limitato di prodotti ma deve conferire un'analisi completa su una pluralità di prodotti. Sul piano dell'operatività, il costo della consulenza deve essere chiaro, comunicato ex ante e mostrato ex post con cadenza annuale o periodica. Le motivazioni della consulenza vanno inserite in un documento scritto e conservate per cinque anni. In merito ai meccanismi di incentivi, cioè di erogazione di provvigioni da parte di soggetti diversi dal cliente, non possono essere ammesse, *ad eccezione dei benefici non monetari di entità minima che possono migliorare la qualità del servizio offerto ai clienti e che, per la loro portata e natura, non possono essere considerati tali da pregiudicare il rispetto del dovere di agire nel migliore interesse dei clienti. Tali benefici non monetari di entità minima sono chiaramente comunicati ai clienti.* (ad eccezione degli incentivi minori o non monetari; ad esempio, corsi di formazione offerti da intermediari o altri che illustrino ai consulenti i propri prodotti).

Sono richiesti obblighi formativi iniziali e continui sulla base delle direttive ESMA. La consulenza indipendente è disciplinata dall'articolo 24-bis Tuf, è comunque previsto il regime di adeguatezza. Si prevede inoltre la forma scritta, non prevista nella consulenza dipendente.

La Gestione patrimoniale o di Portafoglio

La gestione patrimoniale o di portafoglio è un servizio di investimento principale, soggetto al regime di adeguatezza, disciplinato dall'articolo 1 comma 5 del TUF. È un contratto che tratta la **gestione su base discrezionale e individuale di portafogli di investimento sulla base di un mandato**. È un contratto di durata che presuppone una periodicità o fino a revoca o determinata. Il contratto prevede che si affidi a un professionista la facoltà delle scelte di investimento per un periodo prolungato. Questa caratteristica della gestione di portafoglio espone a rischi legati alla non correttezza del gestore. Giuridicamente il rapporto è inquadrabile in un contratto di mandato, seppur a differenza di questo l'attività da svolgere non è predeterminata ma affidata al mandatario. È un servizio individualizzato ma le società nella prassi hanno linee di gestione standardizzate sulla base del livello di rischio o del settore richiesto

dal cliente. Sono frequenti i casi in cui il gestore consiglia la linea di investimento al cliente. L'investitore può impartire ordini di investimento o istruzioni vincolanti al gestore ma vi deve essere autonomia dell'intermediario nella scelta del tempo, della modalità e della quantità degli investimenti. La Corte di Giustizia ha sottolineato come non si possa scomporre la gestione in consulenze e ordini di acquisto per eludere la normativa e le direttive Consob più stringenti per la Gestione patrimoniale.

Sulla possibilità del cliente di impartire ordini al gestore, **La Corte di cassazione** si è espressa nel 2017 dichiarando con sentenza che il gestore può rifiutarsi di adottare l'ordine se questo ha un profilo di rischio diverso dal portafoglio. *Nell'ambito del rapporto contrattuale di gestione di portafoglio, non rientra nella nozione normativa di "istruzione vincolante" di cui all'art. 24 del D. Lgs. n. 58 del 1998 (per le quali non è prevista la forma scritta, in quanto sono conformi alle caratteristiche della gestione espresse nel suddetto contratto), l'ordine di acquisto, impartito dal cliente all'intermediario, che comporti una modifica radicale della linea di investimento e, pertanto, del programma negoziale concordato tra le parti.*

L'articolo 24 del Tuf prevede che è concesso al cliente recedere in ogni momento dal contratto, al prestatore è concesso con preavviso. *Il cliente può recedere in ogni momento dal contratto, fermo restando il diritto di recesso ((del prestatore del servizio)) ai sensi dell'articolo 1727 del Codice civile;*

La rappresentanza per gli strumenti con diritto di voto va rilasciata al gestore attraverso procura per iscritto e per ogni assemblea. Questo ai fini di evitare manipolazioni nella gestione dei voti assembleari. *[su questa normativa sta intervenendo il Decreto Capitali].*

IL contenuto specifico del contratto di gestione del portafoglio è disciplinato dall'art 38 RI.

- a) *indica i tipi di strumenti finanziari che possono essere inclusi nel portafoglio del cliente e i tipi di operazioni che possono essere realizzate su tali strumenti, inclusi eventuali limiti.*
- b) *indica gli obiettivi di gestione, il livello del rischio entro il quale il gestore può esercitare la sua discrezionalità ed eventuali specifiche restrizioni a tale discrezionalità; → si fa riferimento tipicamente a durata e rischio.*
- c) *indica se il portafoglio del cliente può essere caratterizzato da effetto leva;*
- d) *fornisce la descrizione del parametro di riferimento, ove significativo, al quale verrà raffrontato il rendimento del portafoglio del cliente;*

Il parametro è un benchmark quindi un elemento di comparazione. Data la difficoltà nel valutare l'attività del gestore nel contratto deve essere stabilito un indice di riferimento rispetto al quale vedere se il gestore ha sovra o sottoperformato. Il benchmark viene inoltre utilizzato per comprendere il profilo di rischio del cliente e quindi per verificare l'adeguatezza degli investimenti al profilo del cliente. Il benchmark può essere utilizzato come parametro nella valutazione degli ordini impartiti dal cliente all'intermediario. Per la modifica del benchmark si risponde alla disciplina della modifica del contratto.

e) *eventuale gestione delegata a terzi.*

Nel contratto quadro la gestione del portafoglio è inserita in un modulo separato. Anche per il Gestore di portafoglio si prevedono corsi di formazione ESMA obbligatori, si applica inoltre la stessa normativa sui compensi della consulenza (inducements). *[non sono accettati e trattenuti onorari, commissioni o altri benefici monetari o non monetari pagati o forniti da terzi o da una persona che agisce per conto di terzi, ad eccezione dei benefici non monetari di entità minima che possono migliorare la qualità del servizio offerto ai clienti e che, per la loro portata e natura, non possono essere considerati tali da pregiudicare il rispetto del dovere di agire nel migliore interesse dei clienti. Tali benefici non monetari di entità minima sono chiaramente comunicati ai clienti]*. È prevista una rendicontazione periodica più stringente rispetto agli altri servizi di investimento, va effettuata periodicamente e sulla base del benchmark.

Arbitro per le controversie finanziarie

L'ACF è uno strumento alternativo di risoluzione delle controversie.

Generalmente questi strumenti sono ideati dal legislatore a seguito della lentezza dei procedimenti giudiziari ordinari. Negli arbitrati le parti vengono messe di fronte per trovare una soluzione con l'aiuto di un facilitatore; la scelta se usufruire dell'arbitro viene fatta dalle parti o in sede di contratto o in controversia; decidendo quindi di non recarsi da un togato ma da un esperto che fa da giudice nella controversia basandosi sulle regole processuali. L'attività di un arbitrato tradizionale si conclude con un lodo, che sostituisce la sentenza ma con possibilità di appello limitate. I tempi di questi procedimenti sono più rapidi ma costosi.

In materia di servizi di investimento si registra un alto tasso di contenzioso, perché vi è una complessità tecnica delle norme e dei prodotti ma inoltre una delle parti è generalmente molto capiente. In alcuni casi il legislatore ha previsto che prima di recarsi in tribunale le parti debbano recarsi da un mediatore.

Ad oggi la via più diffusa è l'ACF. La disciplina dell'Arbitro per le controversie finanziarie (ACF) si rinviene nell'art. 27 della l. 28 dicembre 2005, n. 262, che non ha novellato il Tuf, ma ha delegato il governo a istituire una Camera di conciliazione e arbitrato presso la Consob. Inoltre, va precisato che la delibera Consob del 4 maggio 2016, n. 19602 ha posto in capo agli intermediari l'obbligo di adesione all'ACF. La natura dell'ACF, così come quella dell'ABF, è ampiamente discussa in dottrina, in quanto si tende a incasellare questo istituto in fattispecie già esistenti. In realtà l'ACF ricalca le medesime caratteristiche dell'ABF, il quale costituisce un *unicum* nel suo genere.

L'ACF pur contenendo nella sua denominazione la parola *arbitro*, non può certamente essere rapportato alla procedura arbitrale rituale o irrituale disciplinata nel codice di rito. Le decisioni dell'ACF non sono vincolanti; inoltre, le sue pronunce non sono fondate sull'accordo delle parti. Per le decisioni dell'ACF manca anche la natura esecutiva che è tipica dei provvedimenti giurisdizionali o arbitrali. I componenti del Collegio devono possedere una «specifica e comprovata competenza ed esperienza, di indiscussa indipendenza e onorabilità». È quindi un collegio, composto da esperti indipendenti, che produce un parere qualificato ma non vincolante. L'ACF non è quindi né un arbitro né un mediatore, perché la decisione non è vincolante e non c'è il consenso tra le parti. È un'analisi documentale per cui non si prevedono CTU e Testimoni.

Dell'istituto possono fare richiesta i clienti, generalmente tutti gli intermediari sono iscritti, facendo richiesta di accertamento presso gli intermediari per violazione del contratto. Il procedimento può essere attivato solo previo reclamo del cliente presso l'intermediario. L'ACF alla fine emette una sentenza con un PQM (dispositivo).

Reclamo

Il reclamo è costituito da qualsiasi comunicazione scritta (lettera, fax, e-mail) con cui il cliente di un intermediario, identificandosi con chiarezza, contesta all'intermediario un comportamento o un'omissione che ritiene ingiusti.

Il reclamo deve essere presentato con modalità che assicurino la certezza della data di ricezione. La proposizione del reclamo costituisce, quindi la condizione di ricevibilità del ricorso; infatti, l'istanza all'ACF può essere presentata solo quando l'intermediario abbia risposto in maniera insoddisfacente al reclamo, oppure non abbia risposto affatto nei sessanta giorni successivi alla sua presentazione. L'art. 10, comma 3, del reg. ACF dispone che il ricorso può essere proposto entro massimo un anno dalla presentazione del reclamo all'intermediario.

Va precisato che il reclamo all'intermediario e il ricorso all'ACF devono avere ad oggetto gli stessi fatti. Non sono considerati reclami richieste di documentazione, di informazioni ovvero ordini di effettuare determinate operazioni senza che siano indicati i comportamenti dell'intermediario ritenuti non in linea con gli obblighi previsti. La corrispondenza tra reclamo e ricorso va interpretata nel senso che la coincidenza deve investire l'oggetto della domanda a prescindere dalla qualificazione giuridica, più o meno appropriata, che la parte possa aver formulato. Quello che rileva, ai fini del positivo vaglio di coerenza fra reclamo e ricorso, è che l'oggetto del contendere sia identico, che non siano, dunque, a prescindere dalla loro formale qualificazione, dedotte pretese diverse o ulteriori rispetto a quelle reclamate.

La mancata esecuzione, anche parziale, della decisione da parte dell'intermediario, una volta accertata dal Collegio, è resa nota mediante pubblicazione di apposita notizia sul sito web dell'Arbitro per una durata di cinque anni. È, altresì, resa nota mediante notizia riportata in evidenza sulla pagina iniziale del sito web dell'intermediario, ove disponibile, per una durata di sei mesi e mediante pubblicazione su due quotidiani a diffusione nazionale, di cui uno economico. La pubblicazione è effettuata a cura e a spese dell'intermediario inadempiente entro quindici giorni dalla comunicazione dell'accertamento dell'inadempimento.

Questo sistema basta affinché il 99% degli intermediari aderisca alle decisioni prese dall'ACF. L'intermediario può decidere se aderire o meno in fase di costituzione.

La Gestione collettiva del Risparmio

Non è classificata come servizio di investimento, ma vi si applicano regole simili ai servizi finanziari. Le quote di SGR sono strumenti finanziari.

La regolamentazione non è armonizzata; si fa riferimento al Tuf, al R.I., al regolamento congiunto (Banca d'Italia e Consob), DM 30/2015, alle direttive UCITS V e AIFMD e al regolamento UE 231/2013.

La definizione è presente all'art. 1 lettere N e K, è un servizio che si realizza attraverso la gestione di OICR (Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio) costituiti per la prestazione del servizio di gestione collettiva. Quindi la gestione collettiva del risparmio è il servizio che si realizza attraverso la gestione di OICR e dei relativi rischi. Si definisce *Organismo di investimento collettivo del risparmio (OICR): l'organismo istituito per la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, il cui patrimonio è raccolto tra una pluralità di investitori mediante l'emissione e l'offerta di quote o azioni, gestito in monte nell'interesse degli investitori e in autonomia dai medesimi nonché investito in strumenti finanziari, crediti, inclusi quelli erogati, a favore di soggetti diversi dai consumatori, a valere*

sul patrimonio dell'OICR, partecipazioni o altri beni mobili o immobili, **in base a una politica di investimento predeterminata.**

Devono esserci quindi una pluralità di investitori e deve essere gestito in autonomia da questi. Il Gestore determina autonomamente le scelte di investimento non potendo ricevere ordini o raccomandazioni dai clienti. L'oggetto dell'investimento è ampio, infatti non si limita ai soli strumenti finanziari ma anche Crediti, partecipazioni, beni mobili o immobili. La Natura Finanziaria è data dal veicolo (OICR) e non dall'oggetto.

Il servizio può essere svolto secondo due schemi:

- **Fondo Comune di investimento** → è una tipologia di OICR. Istituito e gestito da SGR ed è un patrimonio autonomo da quello del gestore ed è suddiviso in quote sottoscritte da una pluralità di investitori. È un cosiddetto intermediario debole, il fondo non rientra nel bilancio della SGR, non può essere aggredito dai creditori di quest'ultima. È una singolarità il fatto che il fondo è un patrimonio autonomo ma non è un soggetto autonomo. Ci sono molte tipologie di fondi in base ad oggetto, disciplina e origine (aperti, chiusi, tematici etc.). La logica di un fondo comune è di affidare ad un gestore il patrimonio di un cliente che non ha le conoscenze ma anche il patrimonio sufficiente per affrontare un'adeguata diversificazione degli investimenti.
- **Società di investimento a capitale variabile (SICAV) o fisso (SICAF)** → Corrispondono alle *investment company* in USA. Devono avere Sede Legale e direzione in Italia e sono vigilate da Banca di Italia. Hanno per oggetto esclusivo l'investimento collettivo del proprio patrimonio che è raccolto mediante l'offerta al pubblico di azioni proprie. Gli investitori investono direttamente nella società, diventano soci. L'investimento avviene attraverso società e non attraverso fondi.

Oggetto della gestione collettiva

- 1) Promozione di una OICR, quindi essenzialmente la raccolta dei capitali, l'istituzione, quindi autorizzazione e creazione, l'organizzazione del fondo comune e dei rapporti con i partecipanti.
- 2) Gestione del patrimonio, quindi per esempio attività di trading o dei beni immobili se fondo immobiliare.
- 3) Commercializzazione, spesso affidata a terzi, delle quote.

Qual è la finalità della disciplina? Si investe in una gestione collettiva perché dal punto di vista teorico consente sinergie, risparmi di costi, specializzazione e quindi di realizzare anche con investimenti minimi obiettivi di investimento che da solo non

avrebbe raggiunto. Il fondo consente la diversificazione. È un servizio piuttosto oneroso con commissioni elevate per la gestione e ha dei costi impliciti per eventuali conflitti di interesse e dall'impossibilità di modificare la politica del fondo.

Il ruolo del gestore di un OICR è molto diverso da quello di qualsiasi altro intermediario finanziario. Le finalità sono: La gestione diretta da parte del fondo dei patrimoni altrui, completa autonomia della gestione e agli investitori è permesso un controllo piuttosto limitato.

Ne discende quindi che i controlli sono più elevati. Ci si riferisce a controlli diversi da quelli dell'investitore, quindi controlli di natura pubblicistica e la disciplina incide sulla struttura dell'intermediario, sui controlli interni, sulla professionalità e sulle regole di condotta che avvicinano per certi versi gli SGR alle banche. Il livello di vigilanza è infatti elevato è esercitato da Banca d'Italia identificando un forte bisogno di vigilanza prudenziale. Si aggiunge a questo la presenza di un ente preposto alla funzione di garanzia della correttezza dell'attività.

I soggetti del modello di Gestione Collettiva

I tre soggetti sono: SGR, Depositario e Investitori.

SGR: Devono essere autorizzate da Banca d'Italia, sentita la Consob e devono rispettare dei requisiti simili a quelli delle SIM.

- Denominazione di SGR
- Sede legale e direzione in Italia
- Capitale sociale non inferiore al limite minimo stabilito dalla Banca d'Italia
- Presentazione di un programma dell'attività iniziale e della struttura
- Requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza degli esponenti aziendali
- Requisiti di onorabilità dei soci che hanno almeno il 10% del capitale (o che comunque hanno una partecipazione di controllo)

Deve essere garantita la sana e prudente gestione e le SGR vengono iscritte da Banca d'Italia in un apposito albo pubblico. Devono mantenere esclusività dell'oggetto sociale, possono svolgere quindi servizi molto limitati tra cui la gestione di portafoglio. La *ratio* del legislatore è la possibilità di un gestore concentrato sia individuale che collettivo. Le altre attività sono accessorie e strumentali all'attività di gestione collettiva, quindi: Commercializzazione di quote o azioni di OICR di terzi, Istituzione e gestione di fondi pensione, Svolgimento altre attività connesse o strumentali. I fondi comuni sono istituiti e gestiti da SGR, le banche non sono autorizzate a svolgere attività di gestione collettiva, seppur sia frequente che le

banche abbiano nel loro gruppo SGR indipendenti. Si distingue tra SGR promotore e Gestore, in base alla specializzazione del fondo, questi sono solidalmente responsabili per la correttezza dell'attività di Gestione (art 36 co.3 Tuf). Una SGR può gestire più fondi di propria o altrui istituzione, questo è normale perché dalla gestione deve arrivare un sufficiente flusso di ricavi per consentire la copertura dei costi e la realizzazione dei ricavi. Quindi la raccolta delle masse gestite è strettamente legata ai ricavi a causa delle commissioni. Ciascun fondo o comparto del fondo costituisce un patrimonio autonomo e separato dal patrimonio della SGR, del Socio, dell'investitore e degli altri fondi. Le caratteristiche del fondo e i rapporti tra la società e gli investitori trovano regolamentazione nel regolamento del fondo redatto secondo gli schemi di Banca d'Italia. Gli strumenti finanziari e le disponibilità liquide non possono essere detenuti dalla SGR ma sono affidate ad un depositario, come presidio di sicurezza e garanzia.

Il depositario: disciplinato dall'art 47 del Tuf. *L'incarico di depositario può essere assunto da banche italiane, succursali italiane di banche UE e di banche di paesi terzi, Sim e succursali italiane di imprese di investimento UE e di imprese di paesi terzi diverse dalle banche.* Si realizza anche in maniera soggettiva la separazione patrimoniale con regolare contabilità e ordinata gestione; quindi, in modo che non ci siano scorrettezze. È quindi una garanzia per l'investitore. Sono affidati anche ulteriori compiti.

- Controllare la legittimità delle operazioni di emissione e rimborso delle quote e di destinazione dei redditi del fondo.
- Controllare la correttezza del calcolo del valore delle quote o, su richiesta della SGR, calcolarle direttamente. (Problema legato al valore dei fondi aperti)
- Controllare che le controprestazioni per le operazioni di investimento siano nei termini d'uso. (quindi in linea con il regolamento del fondo)
- Eseguire le istruzioni della SGR solo se non sono contrarie alla normativa
- Riferire, attraverso i propri amministratori e sindaci, alle Autorità di vigilanza (Banca d'Italia) di eventuali irregolarità riscontrate.

Il Depositario è responsabile in solido verso gli investitori per violazioni in caso di inadempienza, art 49 TUF. *Il depositario è responsabile nei confronti del gestore e dei partecipanti all'OICR di ogni pregiudizio da essi subito in conseguenza dell'inadempimento dei propri obblighi.* Non può esserci coincidenza tra i soggetti apicali della SGR e del Depositario.

Gli investitori: sono titolari di quote del fondo e ne aderiscono al regolamento. È rilevante esaminare il rapporto tra investitore e SGR perché difficilmente

inquadrabile in un rapporto giuridico standard. L'investitore certamente non è socio della SGR né del fondo, in quanto non è un soggetto giuridico. Si dice titolare di una quota del Fondo. Ha diritto certamente ad ottenere rendimenti in base alla sottoscrizione, ad effettuare se possibile il recesso ma salvo eccezioni non può influire sulla gestione del fondo cui partecipa che è affidata totalmente alla gestione della SGR. Il rapporto normalmente è inquadrato come mandato, la SGR deve esercitare l'attività con la diligenza professionale del mandatario e risponde verso gli investitori delle proprie condotte non adempienti. È certamente un'obbligazione di mezzi, non può essere garantito un rendimento ma bisogna rispettare la normativa e il regolamento del fondo. Rispetto al fondo gli investitori non possono influire sulla gestione ma eccezionalmente possono richiedere la sostituzione della gestione, art 37 co.3, ma solo in casi eccezionali. *Il regolamento dei fondi chiusi diversi dai FIA riservati prevede che i partecipanti possono riunirsi in assemblea esclusivamente per deliberare sulla sostituzione del gestore. L'assemblea è convocata dal Consiglio di amministrazione della società di gestione anche su richiesta dei partecipanti che rappresentano almeno il 5 per cento del valore delle quote in circolazione e le deliberazioni sono approvate con il voto favorevole della maggioranza assoluta delle quote degli intervenuti all'assemblea. Il quorum deliberativo non può in ogni caso essere inferiore al 10 per cento del valore di tutte le quote in circolazione.* È uno strumento di reazione, per cui non potendo fare exit se la gestione non soddisfa gli investitori possono richiedere la sostituzione del gestore (è comunque un caso molto raro). Rimane comunque invariato il regolamento del fondo. L'investitore è quindi un soggetto prevalentemente passivo, che fa da spettatore e recepisce i risultati utili e può reagire in caso di comportamenti scorretti.

Un tema delicato è se il fondo sia un soggetto giuridico autonomo, la risposta consolidata della Corte di cassazione è che il fondo non è un soggetto giuridico autonomo, è di titolarità dei quotisti ma è gestito e intestato alla SGR. Quindi se il fondo ha la proprietà di un immobile risulterà intestato alla SGR che lo detiene nel nome e nel conto del fondo. Questo ha un suo rilievo, sono sorte delle controversie in merito al diritto ad avere informazioni personali da parte della SGR. L'istituto in giurisprudenza, secondo i principi civilistici, non è particolarmente pacifico.

Il regolamento del fondo: deve essere composto da almeno tre parti: la scheda identificativa, le caratteristiche del prodotto e le modalità di funzionamento e deve necessariamente indicare:

- Denominazione e durata

- Modalità di partecipazione e liquidazione, termini per emissione e rimborso delle quote
- Organi competenti per la scelta degli investimenti e criteri di ripartizione degli stessi
- Tipi di beni oggetto di investimento del fondo
- Criteri per la determinazione dei proventi e dei risultati della gestione
- Spese a carico del fondo e a carico della SGR, perché per alcuni aspetti è piuttosto complessa la determinazione. Alcuni costi sono certamente a carico di uno.
- Misura e criteri per la determinazione delle provvigioni della SGR, commissioni di gestione.
- Modalità di pubblicità del valore delle quote
- Indicazione se si tratta di fondo feeder

I fondi si distinguono in:

- **Fondi aperti; UCITS**, le cui quote possono essere sottoscritte e rimborsate in ogni momento o con una frequenza non superiore a 15 giorni. Tipicamente sono le quote dove la caratteristica è che in ogni momento si può entrare o uscire. A fronte di questo c'è la conseguenza che gli investimenti dei fondi aperti possono essere **solo in strumenti liquidi** e depositi bancari. La normativa è armonizzata per cui possono essere scambiati e commercializzati in tutta l'Unione Europea.
- **Fondi chiusi, fondi FIA**. Il rimborso avviene a scadenze predeterminate, per esempio i fondi immobiliari. Oppure sono fondi ad elevato rischio riservati a investitori istituzionali o professionali, fondi hedge fund o venture capital nel private equity. Sono quindi composti da investimenti diversi da investimenti quotati liquidi e depositi bancari.

Sia i fondi UCITS che i FIA possono adottare la cosiddetta struttura *fondi di fondi o master feeder* (art. 40 TUF). In cui più OICR sono investiti totalmente o in prevalenza in altri fondi. La logica è di risparmio nella gestione del fondo, ma ci sono delle limitazioni nella moltiplicazione dei costi.

SICAV e SICAF sono modelli di fondo aperto. Le SICAV sono a capitale variabili sono quindi un corrispettivo del fondo aperto, per cui il socio può uscire dalla SICAV. L'entrata o l'uscita determinano una variabilità del capitale della società. Le SICAF, sono meno diffuse, corrispondono ai fondi di investimento alternativo. La differenza essenziale è che sia nella SICAV che nella SICAF l'investitore è un socio e quindi si applica la disciplina delle SPA per assemblea e revoca degli amministratori. Si

prevedono delle categorie di azioni con diritto di voto, senza o con voto diluito. Questo per assicurare una posizione di prevalenza nella gestione della investment company di fondatori e manager. È possibile anche in questo caso una pluralità dei patrimoni detti comparti. Anche per le SICAV/SICAF l'autorizzazione è data dalla Banca d'Italia, sentita la Consob sulla base di requisiti sostanzialmente identici a quelli previsti per le SGR. In questo caso si tratta di autorizzazione non soltanto all'esercizio dell'attività, ma alla costituzione della società stessa. Il controllo sulle condizioni che garantiscono la sana e prudente gestione si traduce già nel rispetto dei criteri generali della disciplina prudenziale della Banca d'Italia stessa. Le SICAV/SICAF autorizzate sono iscritte dalla Banca d'Italia in appositi albi. Le SICAV autorizzate devono mantenere esclusività dell'oggetto sociale: in aggiunta al servizio di gestione collettiva, possono soltanto svolgere attività connesse o strumentali. Le regole di condotta sono uguali a quelle previste per le SIM.

Lezione 8 del 22/11/2023

Il conflitto di interessi

Nel caso del conflitto di interessi non possono trovare applicazione le norme generali del conflitto di interessi sui contratti. Questa materia, infatti, ha una lunga tradizione normativa, trovandosi già nel Codice civile con possibilità di annullare il contratto quando esso sia stipulato da un rappresentante in conflitto di interessi. È evidente che l'approccio tipico del Diritto Civile sia diverso da quello dell'intermediazione finanziaria. In primis perché nella prestazione dei servizi di investimento esiste un rischio innato che l'intermediario persegua interessi diversi da quelli che dovrebbe perseguire, cioè quelli del cliente. Nel caso di conflitti di interesse l'intermediario, in sintesi, persegue interessi propri o di terzi.

La rilevanza del conflitto di interessi nel caso degli intermediari finanziari dipende dal carattere fiduciario che sussiste tra cliente e intermediario. È un rapporto di Agency, cioè dove un *Principal* affida a un soggetto (*Agent*) la tutela e il perseguimento di una certa attività nel suo interesse, questo rapporto è tipicamente caratterizzato dal meccanismo fiduciario. Da questo scaturisce il problema dei comportamenti opportunistici da parte dell'agente.

Nella materia degli intermediari il problema è particolarmente rilevante perché è **difficile identificare un conflitto di interesse a causa dell'alto contenuto tecnico della materia** che richiede una conoscenza ed un'esperienza che il cliente solitamente non possiede ed è il motivo per il quale il cliente si affida all'intermediario. Esiste quindi una difficoltà oggettiva di rilevazione del comportamento opportunistico. Altro problema è che **questa eventuale rilevazione**

potrebbe intervenire solamente alla realizzazione del contratto, dopo che il pregiudizio si è consumato. È difficile, infatti, per il cliente porre in essere dei presidi di monitoraggio adeguati e tempestivi per anticipare il verificarsi di un conflitto di interessi. Generalmente, il rapporto tra cliente e intermediario non esaurisce in un solo contratto basta pensare ai diversi passaggi di un servizio di investimento.

Infine, generalmente gli intermediari hanno una pluralità di clienti e prestano una pluralità di servizi, da questo ne discende che la stessa natura dell'attività e le modalità di prestazione espongono il cliente al fatto che l'intermediario operi in conflitto di interessi. L'intermediario potrebbe prendere informazioni da un servizio e utilizzarle in un altro andando in conflitto di interessi.

Questa premessa evidenzia la delicatezza del tema del conflitto di interessi e la sua crucialità in quanto potrebbe portare ad un disincentivo all'intermediazione provocando un fallimento del mercato. Si evidenzia a seguito di ciò come non sono applicabili nel caso degli intermediari finanziari le regole generali del Codice civile. Utilizzare l'istituto dell'annullabilità sarebbe costoso, poco efficace, rilevabile solo ex post e non risolverebbe il problema. La disciplina sul conflitto di interessi del Codice civile è infatti impostata su un solo contratto, non è attuabile l'annullabilità di tutti i contratti derivanti dal rapporto di intermediazione.

Il legislatore in materia di intermediari finanziari ha un'impostazione di tipo informativo, nella normativa pre-Mifid, mentre oggi è molto più spostata sotto il profilo organizzativo.

Tecniche di riduzione dei conflitti

In astratto un sistema potrebbe:

- 1) Imporre dei divieti, quindi, vincoli diretti sulla condotta dell'intermediario o privilegiare misure dirette a rafforzare la consapevolezza e l'*autodifesa* del cliente.
- 2) Incentrare i rimedi su misure che prevenivano ex ante la creazione di situazioni di conflitto, cioè la scelta presa dal legislatore Mifid, o su sanzioni ex post come previsto dal codice.
- 3) Prevedere limiti di varia intensità, da un possibile estremo, cioè nessuna regolamentazione correttiva, all'altro, cioè divieto assoluto di agire in situazioni di potenziale conflitto, ciascuno dei quali comporta un inevitabile trade-off tra tutela del cliente e agilità operativa degli intermediari.

Da questa premessa è evidente come non sia stata efficiente la soluzione pre-Mifid. Il legislatore italiano sulla scorta del regolamento Consob del 1998 prevedeva il divieto

di operazioni in conflitto di interessi con un'impostazione di difficile attuazione in quanto tutti i servizi di investimento sono potenzialmente suscettibili di conflitto di interessi. In astratto vietare le operazioni in conflitto significa vietare la gran parte dei servizi di investimento. Il legislatore prevede quindi il divieto di operazioni in conflitto di interessi ma con derogabilità. Bastava l'avvertimento della sussistenza del conflitto e la possibilità del cliente di autorizzare l'operazione nonostante questo. [quest'impostazione ricorda l'impostazione pre-Mifid del regime di adeguatezza (che oggi corrisponde all'appropriatezza)]. Questa impostazione liberista rimette all'autoresponsabilità del cliente con la scelta libera. La criticità della normativa pre-Mifid è che non tiene conto delle differenze informative che sussistono tra cliente e intermediario, che non può essere colmato con la Disclosure con gli interessi dell'intermediario. Nella disciplina pre-Mifid il conflitto veniva risolto con delle crocette su un modulo una informativa e una di autorizzazione. Se quindi da un lato si assiste ad un approccio liberale dall'altro si evidenzia come non si raggiunga il risultato di evitare la vendita scorretta.

La disciplina Mifid nel conflitto di interessi

Con la **disciplina Mifid** cambia l'approccio fin dai principi generali, in quanto si sposta l'attenzione verso il profilo organizzativo dell'intermediario non limitandosi al solo momento della vendita del prodotto. L'attenzione si sposta sulla prospettiva dell'attività e non dell'atto. La protezione informativa rimane ma come *extrema ratio*.

Si fa riferimento all'articolo 21,1-bis del TUF, questo recita: *Nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e dei servizi accessori, le Sim, le imprese di paesi terzi autorizzate in Italia, le Sgr, i GEFIA non UE autorizzati in Italia, gli intermediari finanziari iscritti nell'albo previsto dall'articolo 106 del Testo Unico bancario e le banche italiane:*

- 1) *adottano ogni misura idonea a **identificare e prevenire o gestire** i conflitti di interesse che potrebbero insorgere tra tali soggetti, inclusi i dirigenti, i dipendenti e gli agenti collegati o le persone direttamente o indirettamente connesse e i loro clienti o tra due clienti al momento della prestazione di qualunque servizio di investimento o servizio accessorio o di una combinazione di tali servizi;*
- 2) *mantengono e applicano **disposizioni organizzative e amministrative** efficaci al fine di adottare tutte le misure ragionevoli volte ad evitare che i conflitti di interesse incidano negativamente sugli interessi dei loro clienti;*
- 3) *quando le disposizioni organizzative e amministrative adottate a norma della lettera b) non sono sufficienti ad assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato, **informano chiaramente***

i clienti, prima di agire per loro conto, della natura generale e/o delle fonti dei conflitti di interesse nonché delle misure adottate per mitigare i rischi connessi;

- 4) *svolgono una gestione indipendente, sana e prudente e adottano misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati.*

Si coglie in maniera chiara dall'articolo 21,1-bis TUF, che trova suo referente nella Mifid I, che gli intermediari devono adottare ogni misura idonea a identificare, prevenire o gestire. È compito dell'intermediario fare una mappatura dei conflitti di interesse; quindi, individuare dove possono esserci eventuali conflitti. Gestire e se possibile prevenire i conflitti con misure idonee e adeguate al fine di evitare un pregiudizio a carico del cliente. Devono quindi adottare disposizioni organizzative e amministrative efficaci ad evitare che i conflitti incidano negativamente. Se le misure precedenti non sono sufficienti si passa alla Disclosure, quindi l'informativa al cliente è un'*extrema ratio*. Le regole sul conflitto di interesse sono contenute all'art. **92 RI**, *Gli intermediari mantengono e applicano disposizioni organizzative e amministrative efficaci al fine di adottare tutte le misure ragionevoli volte a evitare che i conflitti di interesse incidano negativamente sugli interessi dei loro clienti*, ma anche e soprattutto nel **RD, 565/2017**.

Quindi viene data priorità al profilo organizzativo, avendo riscontrato la scarsa effettività della tutela informativa, anche se occorre dare atto del fatto che prevedere le situazioni di conflitto non sempre è di facile attuazione e inoltre l'impostazione organizzativa ha dei costi specialmente per gli intermediari di piccole dimensioni.

Il RD all'articolo 33 prevede che si identifichino le situazioni di conflitto attraverso un vero e proprio registro delle potenziali situazioni conflitto, all'art 33 e 36 RD si fanno degli esempi di situazioni di conflitti di interessi. *[Ad esempio, la pluralità di attività prestate dall'intermediario con le imprese che può porsi in conflitto di interessi se opera in trading con lo stesso soggetto, oppure le politiche di remunerazione degli intermediari, oppure le informazioni acquisite nei rapporti con la clientela, oppure le retrocessioni di commissioni]*. È compito dell'intermediario identificare tutte le aree ed è soprattutto nella procedura oggi che si concentra la disciplina. L'intermediario deve sicuramente adottare una policy in materia di conflitto di interessi in attuazione della disciplina regolamentare di fonte primaria e secondaria e poi dovrà tradurla in una procedura di dettaglio per i singoli funzionari, identificando e tenendo aggiornate le potenziali situazioni di conflitto. Deve essere adottata obbligatoriamente una Politica di Gestione dei Conflitti, cioè un documento programmatico che l'intermediario adotta ai più alti livelli quindi nel Consiglio di amministrazione, per rendersi conforme (compliant) alla normativa. Attraverso questa

politica di gestione definisce quali sono gli strumenti per prevenire e gestire i conflitti di interesse. Quindi quali sono le procedure e le misure da attuare dopo aver individuato i conflitti.

Possibili misure per prevenire il conflitto di interessi

Identificate dall'art.34 del RD, una tra queste: *procedure efficaci per impedire o per controllare lo scambio di informazioni tra i soggetti rilevanti impegnati in attività che comportano un rischio di conflitto di interesse, quando lo scambio di tali informazioni può ledere gli interessi di uno o più clienti*; una tecnica nata negli USA per prevenire i fenomeni di Insider Trading che oggi è diffusamente utilizzata nella risoluzione dei conflitti. Si utilizza la tecnica delle Muraglie Cinesi (*chinese wall*), cioè la creazione di compartimenti separati anche fisicamente, ma soprattutto dal punto di vista informatico e informativo, per evitare che le informazioni di una divisione possa provare conflitti di interessi in un altro dipartimento del medesimo intermediario [ad es. banca commerciale con Investment banking]. È una separazione reale e virtuale per evitare sul piano organizzativo la realizzazione di un conflitto.

Ci sono anche altre tecniche quali: evitare l'adozione di tecniche retributive che possono incentivare comportamenti opportunistici [ad es. incentivi ai funzionari per la vendita di un prodotto con la presenza di un conflitto].

La predisposizione di strutture di vigilanza interna separate da funzioni in potenziale conflitto, quindi fare in modo che le strutture di vigilanza di 1°, 2° e 3° livello siano separate dalle strutture operative. Se interne devono essere distinte dalle funzioni operative per garantirne l'indipendenza dei controlli.

Gli intermediari devono mantenere un registro che individua le situazioni di conflitto effettivamente verificate oltre che le potenziali. L'art 36 RD identifica in modo esemplificativo alcuni dei possibili settori e funzioni dove è più plausibile che si verifichi un conflitto di interessi [ad es. il collocamento].

Gli inducements (gli incentivi)

La definizione è contenuta sia nella Mifid II sia nell'art.52 RI, Si definiscono incentivi tutte le tipologie di compensi o commissioni o benefici non monetari ricevuti dagli intermediari a fronte della prestazione dei servizi di investimento e accessori. È quindi qualsiasi tipo di compenso, anche una prestazione o un servizio, e non solo percepita dall'intermediario ma anche erogata. È una definizione piuttosto ampia. L'elemento caratterizzante è che devono essere effettuati o ricevuti in occasione di una prestazione di un servizio di investimento a un cliente. Incentivo potrebbe essere la somma pagata dal cliente per ottenere la prestazione del servizio oppure le commissioni di borsa pagate dall'intermediario per acquistare un

determinato titolo. **La regola Generale degli incentivi è il divieto**, c'è quindi una grande differenza con il conflitto. Il legislatore, infatti, non vieta le operazioni in conflitto a patto che ci siano i requisiti organizzativi e procedurali. La prospettiva degli incentivi è molto più rigida, in generale sono vietati a meno che (deroga legislativa) essi siano necessari alla prestazione del servizio, ad esempio le tasse o le commissioni. Tutto ciò che rientra in ciò che è necessario alla prestazione del servizio è esonerato. All'art 52 comma 3 RI: *Gli obblighi di cui al presente articolo non si applicano ai pagamenti o benefici che consentono la prestazione dei servizi di investimento o sono necessari a tal fine, come ad esempio i costi di custodia, le competenze di regolamento e cambio, i prelievi obbligatori o le competenze legali e che, per loro natura, non possono entrare in conflitto con il dovere dell'intermediario di agire in modo onesto, equo e professionale per servire al meglio gli interessi dei clienti.* È vero quindi che la definizione di incentivi è ampia ma viene ridotta con la deroga. Tutti gli incentivi sono ammessi se abbiano scopo di accrescere la qualità del servizio fornito al cliente e non pregiudichino il rispetto del dovere dell'impresa di agire in modo onesto, equo e professionale nel migliore interesse del cliente; queste due condizioni sono essenziali per consentire tutta una serie di prestazioni che normalmente nell'industria dei servizi di investimento che ormai sono consolidate, cioè, le retrocessioni delle commissioni. Normalmente la distribuzione si avvale dei canali bancari che vanno remunerati, tipicamente il fondo di investimento sottoscrive un accordo di distribuzione con una rete bancaria o con più reti bancarie per la distribuzione dei loro prodotti. La commissione di sottoscrizione che il cliente paga all'emittente SGR viene in tutto o in parte retrocessa alla catena distributiva (le banche) per remunerarla. Questo tipicamente secondo la definizione prima esposta è un incentivo, quindi un compenso percepito dall'intermediario bancario in occasione della prestazione del servizio di investimento. Questa modalità è lecita ed anzi ad oggi è lo standard, almeno il 70% delle commissioni va alla catena distributiva. Si ritiene, e in Italia è pacifico, che questa tipologia di commissione sia lecita perché dà la possibilità di accrescere il servizio rivolto al cliente, dando la possibilità di accedere a una maggiore gamma di prodotti di investimento. Purché non pregiudichi l'onestà del canale di investimento. [quindi in pratica la banca non deve vendere prima le quote a commissione più elevata] Ultima condizione affinché l'incentivo sia concesso è che venga specificato in maniera dettagliata l'esistenza dell'incentivo, la natura (commissioni, spese, onorario), l'importo e siano comunicati prima della prestazione al cliente in maniera chiara e comprensibile.

Tutte queste **sono regole di validità** dell'incentivo, non esiste la sanzione come nel caso del conflitto di interessi. Se mancano questi elementi l'incentivo non è valido.

Queste regole valgono per tutti i servizi di investimento tranne che per la consulenza indipendente e la gestione di portafogli dove sono ammessi solo incentivi minori non monetari. Nel caso della gestione di portafogli si prevede addirittura che quelli eventualmente ricevuti per il collocamento di un fondo debbano essere collocati alla clientela imputandoli al conto. Cosa si intende per incentivi minori non monetari? Significa che non può ricevere compensi economici in denaro da parte di terzi ma solo incentivi non monetari minori come, ad esempio, i corsi di formazione forniti dall'emittente del prodotto a funzionari o consulenti.

La product governance

Tutta l'impostazione sul tema di adeguatezza e appropriatezza fa riferimento al solo esame del *point of sale*, cioè il momento in cui viene venduto il singolo strumento finanziario al cliente. Tutta la disciplina in materia di regole di condotta si concentra essenzialmente sulla verifica di compatibilità tra il profilo del cliente in un dato momento e il prodotto. È un approccio limitato, non tiene infatti in considerazione che il prodotto ha una vita prima della vendita e finisce per rimettere ad un profilo patologico l'eventuale tutela del cliente. Questo, infatti, si trova nella situazione in cui se non sono rispettate adeguatezza o appropriatezza ha l'unica opzione di esercitare il reclamo contro l'intermediario distributore e contestarne il comportamento. Nel 2013 EBA-ESMA-EIOPA hanno evidenziato come anche l'introduzione della Mifid 1 non abbia impedito il verificarsi di fenomeni mis-selling (vendita scorretta), cioè vendite di prodotti pensati per certe tipologie di clienti e distribuite ad altri.

Con la Mifid 2 è stata introdotta la disciplina della Product Governance che interviene fin dal momento della genesi del prodotto, in particolare per quegli strumenti finanziari elaborati da intermediari produttori [ed es. i derivati].

L'obiettivo è anticipare la disciplina della distribuzione a una fase anteriore attraverso l'obbligo a carico dell'intermediario produttore dell'elaborazione di un target market, ovvero strategie di distribuzione specifiche identificate con l'individuazione di una clientela di riferimento coerente con le caratteristiche del prodotto. Gli intermediari secondo la disciplina della Product Governance si distinguono in produttori e distributori.

Intermediari produttori

Adottano e controllano un processo di approvazione dei prodotti finanziari, prima della commercializzazione, che comprende:

- 1) Identificazione target market potenziale, specificando in positivo e in negativo il tipo di cliente destinatario. Quindi i destinatari del prodotto.

- 2) esame dei rischi e dei conflitti di interesse
- 3) analisi di scenario (stress test), funzionale a verificare se il prodotto è soggetto a variazione in funzione di alcune variabili [aumento dei tassi]
- 4) valutazione costi/oneri
- 5) Strategia di distribuzione coerente con il mercato

La disciplina è anche di governance degli intermediari, identifica infatti l'organo societario competente, cioè l'organo con funzione di supervisione strategica OFSS, cioè il CDA. Quindi è affidata al Consiglio di amministrazione il controllo effettivo sul governo del prodotto. Inoltre, si prevede la funzione di controllo interno svolga controlli specifici su procedure e strumenti finanziari; l'intermediario produttore riesamini periodicamente gli strumenti e il mercato di riferimento in funzione di eventi prestabiliti [per esempio scenari di stress test]. Gli intermediari produttori trasmettono queste informazioni agli intermediari distributori.

Il target Market

Viene elaborato secondo le linee guida ESMA 2018, l'intermediario produttore è tenuto a identificare rispetto ai prodotti i clienti a cui può essere destinato. L'analisi va svolta secondo questi parametri:

- 1) Tipo di cliente (retail, professionale, controparte qualificata)
- 2) Conoscenza ed esperienza
- 3) Situazione finanziaria e capacità di sopportare perdite
- 4) Tolleranza al rischio
- 5) Obiettivi e bisogni dei clienti

Sono i parametri utilizzati per la profilatura del cliente. È innovativo perché viene fatto molto prima del point of sale, i parametri possono poi variare a seconda degli scenari storici ed economici.

Intermediario Distributore

Non è esentato dal considerare il prodotto, è comunque tenuto a riesaminare i prodotti finanziari in quanto è responsabile della distribuzione e per altro vale a maggior ragione se i prodotti non sono soggetti a Mifid 2. Infatti, se a creare il prodotto è un soggetto extraeuropeo pacificamente non si applica la Product Governance. L'intermediario distributore deve preoccuparsi di avere le informazioni necessarie e valutare la compatibilità del prodotto con le esigenze della clientela tenendo conto del mercato di riferimento (target Market).

OFSS (CDA) esercita controllo effettivo sul processo di governo adottato dall'intermediario per determinare catalogo prodotti; quindi, non esamina i singoli

prodotti ma il processo adottato per andare a selezionare quali prodotti vengono offerti ai clienti [es. prodotti appartenenti a certi scenari clienti];

La compliance svolge controlli specifici sulle procedure e sugli strumenti finanziari. Anche gli intermediari distributori svolgono un riesame periodico per valutare la coerenza del prodotto con il mercato identificato. Non è poi previsto un collegamento diretto con le regole di adeguatezza o appropriatezza, se si effettua la product governance e si distribuisce coerentemente alla profilatura si pone in una posizione solida contro il rischio di Mis-selling.

Product intervention

Potere particolare attribuito a Consob, ma anche ESMA a monte, di Enforcement del processo di product governance. La Consob può intervenire direttamente e qualora ritenga vi siano dei vizi o carenze gravi vietare la distribuzione di certi prodotti, in particolare per criticità, carenza informativa o inadeguatezza del target.

Cambia quindi la prospettiva della vigilanza: ai poteri di vigilanza sui comportamenti degli intermediari si estende anche quella sul contenuto e la struttura dei prodotti, anche nella fase antecedente all'immissione sul mercato. Viene attribuita anche vigilanza diretta a Esma e Abe, quando sussiste natura transfrontaliera dei prodotti (quindi distribuiti non solo in territorio nazionale). Può porre delle sanzioni per gli intermediari che producono o distribuiscono, vi sono attività di coordinamento tra Consob e Banca D'Italia per prodotti al confine.

L'offerta Fuori Sede

Disciplina che risale alla legge 1/1991, consiste nella distribuzione di strumenti finanziari avvenuta da contatti personali da parte di intermediari o delegati di questi con i clienti fuori dalla sede o dai locali dell'intermediario. In pratica ci si riferisce alla vendita porta a porta. La disciplina nel 1991 prevedeva un'autorizzazione per svolgere questa attività, ad oggi non necessaria. La ratio di una disciplina specifica è tutela contro "effetto sorpresa" e la mancanza di presidi organizzativi e di controllo dell'attività. Cioè, evitare quella condizione di pressione psicologica che riceve un cliente quando riceve la visita inattesa di un soggetto professionale che cerca di vendergli un prodotto o servizio. C'è un meccanismo molto simile al codice del consumo. La seconda ratio deriva dalla considerazione che fuori dai locali vi è il rischio che i presidi di controllo volti a tutelare la corretta condotta del funzionario nei confronti del cliente siano più labili. La preoccupazione del legislatore è che fuori dai locali commerciali vi sia un più alto rischio di comportamenti non corretti.

La disciplina è contenuta all'art.30 Tuf. *Per offerta fuori sede si intendono la **promozione** e il **collocamento** presso il pubblico:*

- 1) di strumenti finanziari in luogo diverso dalla sede legale o dalle dipendenze dell'emittente, del proponente l'investimento o del soggetto incaricato della promozione o del collocamento;
- 2) di servizi e attività di investimento in luogo diverso dalla sede legale o dalle dipendenze di chi presta, promuove o colloca il servizio o l'attività.

Quindi non solo la sottoscrizione ma anche la promozione di un prodotto funzionale alla conclusione. Per la definizione di sede si fa riferimento all'art.2 comma 1 dal RI: «sede» o «dipendenza»: *una sede, diversa dalla sede legale dell'intermediario autorizzato, costituita da una stabile organizzazione di mezzi e di persone, aperta al pubblico, dotata di autonomia tecnica e decisionale, che presta in via continuativa servizi o attività di investimento*; è una definizione piuttosto articolata rispetto alla sede legale o direzionale. Occorre quindi una stabile organizzazione, di mezzi e di persone [quindi non basta un ATM evoluto con possibilità di investimento], deve essere un ufficio stabile, organizzato e con autonomia tecnica e decisionale e prestare in via continuativa servizi o attività di investimento. Tutto ciò che non rientra è fuori sede [ad es. l'ufficio di un promotore diverso dall'intermediario]. Non è un servizio prestato fuori sede la mera pubblicità, cioè la distribuzione di volantini, o il contatto tra persone avvenuto a distanza. Non è considerata offerta fuori sede quella prestata nei confronti di investitori professionali che non necessitano di questa tutela.

Il diritto di recesso

Risponde alla ratio contro l'effetto sorpresa. Si prevede all'art.30 che l'efficacia dei contratti di collocamento conclusi fuori sede è sospesa per 7 giorni dalla sua conclusione. Il cliente ha quindi diritto di ripensamento (*ius penitendi*) in forma libera e nel contratto deve necessariamente indicato a pena di nullità del contratto.

Il comma 6 dell'art.30: *L'efficacia dei contratti di collocamento di strumenti finanziari o di gestione di portafogli individuali conclusi fuori sede è sospesa per la durata di sette giorni decorrenti dalla data di sottoscrizione da parte dell'investitore.*

Si è lungamente dibattuto fino alle SU della cassazione rispetto ai *contratti di collocamento* se intendere in senso stretto come servizio di collocamento o come distribuzione degli strumenti finanziari. È prevalsa la posizione estensiva, quindi con collocamento si intendono tutti i contratti di vendita fuori sede di strumenti finanziari. Ma la mancata previsione del diritto nei contratti ne comporta la nullità per cui si sono susseguiti una serie di comportamenti opportunistici da parte dei clienti. Il legislatore per cui fa ricorrere l'applicazione della normativa dal 01/09/2013 estendendo l'applicazione a tutti i contratti anche alla negoziazione per conto proprio, gestione di portafoglio e servizi. Ad oggi le pronunce hanno esteso la nullità anche a

contratti conclusi prima del settembre 2013, la pratica è che qualsiasi contratto concluso fuori sede si inserisce la clausola.

I promotori

Oggi denominati *consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede*. Nella prassi vengono chiamati promotori. Chi per conto dell'intermediario effettua servizi fuori sede deve avere un livello di informazione e tecnicismo superiore a quello di qualsiasi altro soggetto dell'intermediario. Devono superare un esame e sono soggetti a un controllo di un ente della Consob. La logica è avere soggetti molto qualificati con obblighi più stringenti. I promotori sono persone fisiche iscritte ad un albo pubblico che esercitano professionalmente l'offerta fuori sede come dipendente, agente o mandatario nell'interesse di un solo soggetto. Questo sia che si tratti di dipendente dell'intermediario o che si tratti di autonomo. Devono superare l'OICF che inoltre vigila sugli iscritti all'albo e a sua volta l'OICF è controllato dalla Consob. L'iscrizione è subordinata all'accertamento di requisiti di professionalità e onorabilità [non aver subito condanne penali finanziarie].

Deve rispettare le stesse regole di comportamento degli intermediari, a cui si aggiungono altre regole specifiche:

- Mantenere riservatezza sulle informazioni acquisite dai clienti
- Consegnare al cliente una dichiarazione da cui risultino gli elementi identificativi dell'intermediario e del promotore stesso
- Consegnare al cliente il documento riassuntivo dei propri doveri di comportamento, allegato 4 al Tuf.
- Rilasciare al cliente copia di ogni documento da questo sottoscritto
- Ricevere solamente assegni, ordini di bonifico, strumenti finanziari, intestati o girati all'intermediario, mentre non può ricevere compensi o finanziamenti in alcuna forma dai clienti
- Conservare per cinque anni copia della documentazione relativa al rapporto con il cliente

Quindi il cliente che fa un ordine di investimento sottoscriverà una copia che rimane a lui, una copia che va all'intermediario, una copia che va al promotore e una per l'archivio.

Il promotore non può ricevere denaro in forma diversa da assegni, ordini di bonifico e strumenti finanziari girati all'intermediario. Questo perché potrebbe esserci un comportamento non conforme del promotore con furto del denaro. C'è poi una disciplina molto rigorosa in termini di responsabilità. In particolare, si prevede che il soggetto, art 31 comma 3, che conferisce l'incarico è responsabile in solido dei danni

arrecati a terzi dal promotore. L'intermediario che beneficia del servizio risponde quindi in solido delle eventuali violazioni del promotore. Anche se il comportamento del promotore è stato così illecito da provocare un'interruzione del nesso causale, quindi penalmente illecito (intasca denaro), del danno risponde anche l'intermediario. La giurisprudenza ritiene sufficiente il nesso di occasionalità necessaria, cioè anche se il rapporto tra intermediario e consulente si è interrotto (licenziato) e il consulente continua a prestare nel nome dell'intermediario, questo risponde a meno che non provi di avere fatto tutto il possibile per rendere edotto il terzo dell'avvenuta interruzione del rapporto. La disciplina dell'offerta fuori sede non si applica ai clienti professionali e nel si applica nel caso di offerta di strumenti finanziari propri ai dipendenti della società o delle società del gruppo. Non si applica il diritto di recesso per le offerte pubbliche di vendita o sottoscrizione di strumenti finanziari in mercati regolamentati. Il servizio di consulenza può essere promosso e prestato anche fuori sede dai consulenti finanziari iscritti all'albo (senza necessità di avvalersi di altri soggetti). L'efficacia è sospesa per la durata di sette giorni. Diversa è la disciplina delle tecniche di comunicazione a distanza (mediante Internet o telefono). La disciplina si rinvia all'art 67 e seguenti del Codice del Consumo, che prevede una tutela concentrata in regole di divieto o recesso per una durata di 14 giorni. Modalità di pagamento tracciate e divieto di fornitura di servizi non richiesti dal cliente.

Lezione 9 del 27/11/2023

LA DISCIPLINA DEGLI EMITTENTI

Oltre alla disciplina degli intermediari, vi è la disciplina dei mercati e la disciplina degli emittenti, che vanno a comporre quello che tradizionalmente si definisce "disciplina del mercato mobiliare".

Che cosa sono le società emittenti? Che cosa si intende per società emittente?

Qua la definizione fondamentale, per la verità, è contenuta, nel c.c. e non tanto nella disciplina del TUF. La disciplina societaria distingue sostanzialmente due categorie di società: le società chiuse e le società aperte (o che fanno ricorso al mercato dei capitali). Le società aperte si distinguono poi a loro volta in società aperte non quotate e società aperte quotate, i cui titoli sono negoziati sui mercati regolamentati.

Ma anzitutto, qual è la caratteristica di queste società e qual è la logica alla base di queste differenziazioni di disciplina? Le società aperte, come prevede l'articolo 2325-bis c.c., sono società i cui titoli sono ampiamente diffusi tra i soci.

Per le società il cui azionariato è frammentato in una molteplicità di soci, ci sono delle regole che devono essere diversificate rispetto al caso in cui le società invece non abbiano questa caratteristica e delle regole ancora più particolari sono dettate per

quelle società i cui titoli non solo sono diffusi tra i soci, ma sono addirittura negoziati su un mercato regolamentato.

L'obiettivo della normativa è quello di incentivare e di creare un mercato dei capitali efficiente. Quest'ultimo svolge una funzione di selezione e di canalizzazione delle risorse finanziarie. Avere un mercato dei capitali efficiente e anche possibilmente ricco in termini quantitativi, è chiaro che favorisce l'accesso delle risorse del risparmio, in particolare verso quelle società che sono maggiormente meritevoli.

Quali sono le problematiche che si pongono per le società aperte rispetto alle società chiuse?

Le società chiuse sono regolate dalla disciplina del diritto societario; si pensi alla disciplina relativa all'impugnazione delle delibere, volta a tutelare la minoranza dei soci contro potenziali decisioni illegittime della maggioranza. O ancora, alla disciplina di nomina o revoca degli amministratori. O tutte quelle regole volte a disciplinare il rapporto tra la società e i creditori: i creditori devono essere tutelati, sia per garantire il corretto funzionamento del mercato (e cioè che i debitori adempiano), ma anche per una questione di certezza del diritto, per dare al creditore la possibilità di ottenere quanto pattuito, anche in via coattiva, *manu militare*.

Questa è la disciplina relativa alle società chiuse.

Per le società aperte si pongono problemi ulteriori; essenzialmente perché, quando vi sono pochi soci in una società, è chiaro che la disciplina del rapporto tra soci e amministratori è una disciplina che sostanzialmente si basa sulla circostanza che i soci sono ben coinvolti nella gestione o quantomeno hanno un rapporto con gli amministratori che è particolarmente serrato, che è stringente. È ovvio che, se a essere soci sono due o tre persone, il rapporto con l'amministratore sarà un rapporto probabilmente di natura addirittura personale.

Nell'ambito di una società aperta, cioè nell'ambito in cui vi è una spiccata frammentazione dell'azionariato, dove quindi il singolo socio effettua non tanto un acquisto di una partecipazione per essere un imprenditore, ma essenzialmente per effettuare un investimento in una società, le logiche cambiano, perché a quel punto il socio investitore non avrà probabilmente gli strumenti per effettuare una attività di monitoraggio sugli amministratori. Si pensi al caso di società con migliaia di azionisti: probabilmente il socio con una partecipazione esigua non avrà neppure

l'incentivo di effettuare una attività di monitoraggio, vista la sua scarsa influenza sulle decisioni dell'assemblea.

Si verifica quel fenomeno della c.d. apatia razionale, cioè un investitore razionale non effettuerà nessuna attività proattiva di controllo, non essendovi una convenienza economica nell'investire risorse considerevoli per effettuare un'attività che di fatto non avrebbe nessun concreto risultato.

In un contesto di questo tipo, le dinamiche dei rapporti tra soci cambiano e cambiano anche perché questi soci apatici potrebbero non essere una minoranza, ma potrebbero, in un contesto in cui la frammentazione dell'azionariato è accentuata, essere anche la maggioranza, concentrandosi magari il potere di controllo, inteso come potere di esercizio dell'attività imprenditoriale, nelle mani di pochi azionisti rilevanti, ma sempre minoranza.

Magari un gruppo di azionisti che possiedono complessivamente il 30% del capitale potrebbero avere la possibilità di controllare la gestione della società. Il rischio di un comportamento opportunistico, cioè di operazioni in conflitto di interessi, è particolarmente elevato, perché è chiaro che i soci in minoranza (ma che esercitano di fatto attività di controllo) potrebbero sfruttare questa loro posizione di leva, cioè, gestire con il 30% del capitale la società per trarne benefici privati (ad esempio aumentare la loro remunerazione).

Quindi, mentre nei meccanismi di diritto societario tradizionale di fatto l'iniziativa per una autotutela è di fatto affidata al socio di minoranza piuttosto che al creditore che si attivi per far valere i propri diritti, in questo contesto il rischio è che nessuno si attivi e che non ci siano quindi adeguati presidi contro il rischio di comportamenti opportunistici. Se non vi fossero strumenti rimediali contro questi potenziali comportamenti dannosi, si giungerebbe ad un fallimento del mercato, il mercato finirebbe per essere poco efficiente, finirebbe per non avere quella funzione propulsiva, finirebbe per essere poco attrattivo per i capitali e quindi finirebbe per non essere un sistema che dovrebbe costituire invece il cuore pulsante dell'economia di mercato.

Quindi non è soltanto un'esigenza di tutela degli azionisti, ma del mercato stesso.

E questo lo prevede proprio l'art. 91 TUF:

“1. La CONSOB esercita i poteri previsti dalla presente parte avendo riguardo alla tutela degli investitori nonché all'efficienza e alla trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali”.

Quindi, le società che fanno ricorso al mercato dei capitali e in particolare le società con titoli negoziati sui mercati ricevono disciplina speciale perché i meccanismi di controllo di diritto comune non sono efficienti (meglio, sufficienti), a meno che questi investitori di minoranza non si facciano rappresentare e quindi non intervengano nelle società attraverso investitori istituzionali.

In ambito Disclosure, le asimmetrie informative sono tanto più accentuate, quanto più la società fa ricorso al mercato del capitale di rischio, che quindi si rivolge a dei soggetti che non hanno le capacità, gli strumenti, e anche l'interesse a informarsi. Risulta chiaro come le società aperte siano soggette a una serie di obblighi di informazione più accentuati rispetto agli obblighi di informazione previste per le società chiuse.

Si pensi alle società i cui titoli sono negoziati sui mercati regolamentati; oggi, rispetto al passato, è semplice per un risparmiatore acquistare dei titoli in borsa. Pertanto, vi è la necessità di una adeguata trasparenza degli elementi essenziali della vita di una società, non tralasciando tuttavia l'esigenza di riservatezza collegata allo svolgimento dell'attività imprenditoriale.

Anche per le società non quotate ci sono degli obblighi di trasparenza, sia chiaro. Ad esempio, sono obbligate a pubblicare il bilancio presso il registro imprese. Tuttavia, le aziende depositano i loro bilanci solo 3-4 mesi dopo la chiusura dell'anno solare; il mercato riceverà quindi queste informazioni con un lag temporale di diversi mesi. Si comprende quindi come (per le società aperte) questo sia incompatibile con una fluttuazione di mercato che richiede invece che le informazioni siano tempestive. Perché un prezzo sia efficiente e non si verifichino distorsioni nei prezzi, queste informazioni devono essere molto più frequenti, molto più complete.

In questo quadro si collocano diverse norme del TUF, come l'art. 120, che prevede che si debba comunicare in maniera molto rapida, entro pochissimi giorni, l'eventuale superamento di soglie rilevanti di partecipazione, le c.d. soglie qualificate (o partecipazioni qualificate, in Italia attualmente al 3%). Quindi se io supero la soglia del 3%, devo darne immediatamente informazione alla Consob, al mercato e alla società partecipata. Qualora non si adempia a quest'obbligo, scatta la pena di sterilizzazione del voto, quindi una sanzione abbastanza grave.

In questa ottica si pongono anche tutte le norme in materia di patti parasociali, che i soci possono stipulare tra loro, aventi ad oggetto la gestione, o la governance, o la

disciplina della circolazione delle partecipazioni, che i soci non vogliono inserire all'interno dello statuto ma che vogliono tenere riservati.

Mentre i patti parasociali in una società non quotata tipicamente restano segreti, salvo la disciplina di cui al 2341-bis e ter, i patti parasociali, invece, aventi ad oggetto le società quotate sono soggetti a una disciplina peculiare. Per esempio, sono soggetti all'obbligo di comunicazione e addirittura di pubblicazione per estratto sui giornali e una pubblicazione sui siti di internet delle società stesse.

Quindi è una disciplina di trasparenza completamente opposta alla logica della riservatezza dei patti parasociali.

Qua la logica qual è? È che se più soci stipulano dei patti tra di loro, significa che agiscono in una certa misura in maniera congiunta, comunque in maniera concordata.

E di queste informazioni è opportuno che si dia adeguata trasparenza, perché anche questa è un'informazione rilevante.

È previsto anche un limite alla durata dei patti parasociali. Si pensi al caso in cui un patto preveda il divieto di vendere le proprie partecipazioni; ecco, è chiaro che questo divieto non può assumere natura permanente, in quanto bloccherebbe *sine die* la possibilità di cedere le proprie azioni.

La durata dei patti parasociali nelle società quotate è limitata a soli tre anni.

Vi sono poi obblighi specifici ulteriori, introdotti più di recente, quando ad acquisire le partecipazioni rilevanti siano gli investitori istituzionali.

E questo perché?

Perché si richiede agli investitori istituzionali di dichiarare apertamente la propria strategia di investimento, di indicare se, per esempio, l'investitore istituzionale intende acquistare la partecipazione perché intende fare un investimento o intende piuttosto accrescere la propria quota e quindi andare a gestire successivamente la società.

Anche questo è funzionale a una logica di maggiore trasparenza.

Vi sono poi altre norme, che prendono atto delle diverse esigenze e obiettivi degli azionisti. Il legislatore del '74 ha previsto la possibilità alle soc. quotate di emettere azioni di risparmio, cioè azioni che hanno un privilegio nel diritto agli utili ma sono prive del diritto di voto. Sono ideali per quei soci interessati unicamente ai diritti patrimoniali connessi alla partecipazione, e non già alla gestione della società.

C'è da dire che le azioni di risparmio oggi sono un po' in disuso.

Non ci sono nuove emissioni ormai da molti anni e le azioni di risparmio attualmente in circolazione tendono ad essere oggetto di acquisto di azioni proprie da parte delle società.

Piuttosto, oggi la linea di tendenza del legislatore è quella di cercare di favorire il Long Term Investment. C'è la possibilità per le società di attribuire una maggiorazione del dividendo o una maggiorazione del voto connessa al mantenimento della partecipazione.

Il legislatore ha poi previsto dei sistemi di incentivo alla partecipazione in assemblea.

Ad esempio, quando si gioca sul quorum, si prevede che l'avviso di convocazione debba essere molto dettagliato, quindi non semplicemente una convocazione tout court, ma che deve contenere anche una proposta da parte degli amministratori e una relazione sull'ordine del giorno che consente la partecipazione anche con un voto per corrispondenza, anche con un voto remoto. Insomma, si cerca di favorire e di combattere l'assenteismo assembleare, favorendo la partecipazione in assemblea attraverso una molteplicità di strumenti o con un'informativa anticipata.

Tutt'altra linea di intervento del legislatore riguarda la corporate governance. Il legislatore ha cercato di intervenire soprattutto introducendo dei meccanismi e dei presidi contro il rischio di comportamenti opportunistici. Una previsione in tal senso consente alle minoranze dei soci di nominare un certo numero dei membri del CdA (voto di lista, obbligatorio per le soc. quotate).

E questo cosa prevede? Prevede sostanzialmente che entrano nella stanza dei bottoni (il CdA) anche dei soggetti che non fanno parte del gruppo di controllo, ma che rappresentano la minoranza.

Nelle società quotate vi sono poi dei criteri, anche qualitativi, in ordine alla composizione del CdA. Non solo le quote rosa (che devono costituire almeno 1/3 del CdA), ma anche i c.d. amministratori indipendenti, cioè amministratori che non sono collegati o collegabili in qualsiasi modo al gruppo di comando, che devono essere necessariamente eletti; svolgono una funzione di controllo.

Quindi, oggi, all'interno del CdA sono presenti amministratori espressione della maggioranza, amministratori espressione della minoranza e amministratori indipendenti super-partes, che svolgono attività di controllo.

Ancora più forti sono poi le regole in materia di organo di controllo, ad esempio di collegio sindacale, dove il presidente del collegio sindacale è un rappresentante dei soci di minoranza. Deve essere eletto nella lista meno rappresentata.

Altre norme, sempre funzionali a limitare il rischio del verificarsi di comportamenti opportunistici, attengono ad altre tematiche.

Si pensi al lato contabile. Le società quotate sono necessariamente soggette a revisione contabile obbligatoria e in particolare sono soggette al controllo delle società di revisione. Quindi non può essere attribuito il controllo contabile all'organo di controllo, cioè al collegio sindacale.

Altro tema, abbastanza delicato per la verità, è quello della remunerazione degli amministratori.

In particolare, degli amministratori investiti di particolari cariche quali, per esempio, l'AD.

Nelle grandi società le remunerazioni degli amministratori sono spesso milionarie.

Da qua l'attenzione, che il legislatore comunitario prima, e il legislatore nazionale poi, hanno deciso di dedicare a questa tematica. Mentre per le società chiuse la quantificazione della remunerazione è sostanzialmente affidata all'assemblea (o dallo stesso CdA, delegato dall'assemblea), per le quotate, invece, il tema più delicato. Perché?

Sicuramente sia per ragioni di riservatezza individuale, sia di riservatezza della società stessa, perché gli strumenti di remunerazione sono degli strumenti di governance, sono degli strumenti anche essenziali per trattenere le migliori risorse di cui quindi le singole società sono gelose. Tuttavia, gli amministratori potrebbero estrarre benefici privati dal controllo, sottraendo così al parco buoi ingenti capitali.

Uno strumento per scongiurare, o comunque calmierare questo rischio, è collegare la remunerazione degli amministratori all'andamento della società. Questo è uno strumento classico di allineamento tra interessi degli amministratori e soci. (alcune criticità, ricordare il caso Enron e gli obiettivi a breve termine).

Oggi la soluzione legislativa esistente che cosa prevede?

Che le scelte di remunerazione non siano affidate a scelte estemporanee, ma siano frutto di una politica della remunerazione.

Ma non solo, la legge richiede che vi sia addirittura una relazione annuale sulla politica della remunerazione, composta da due sezioni:

1. una sezione di carattere generale, su quali sono le modalità e i meccanismi e le strategie che la società intende porre in essere per remunerare i propri amministratori, ma anche i dipendenti chiave (e questa viene approvata dall'assemblea).
2. E una seconda sezione, sottoposta al parere vincolante dell'assemblea, sulla remunerazione in concreto attribuita agli amministratori; è in sostanza una sezione dedicata a verificare se la politica di remunerazione dell'anno passato è stata effettivamente posta in essere correttamente. Tutta questa relazione viene sottoposta all'approvazione dell'assemblea. E si comprende bene, quindi, che su questa materia (cioè la remunerazione degli amministratori) hanno un potere di voto particolarmente incisivo anche i soci che non fanno parte della maggioranza.

Quindi significa riportare direttamente ai soggetti interessati, cioè i soci, il potere decisionale.

Ultimo punto: il Codice di autodisciplina e relazione sul governo societario.

Il meccanismo del governo societario non è soltanto una decisione estemporanea, ancora una volta, ma è frutto di riflessioni e di analisi che devono riflettersi in una relazione annuale sul governo societario, anche questa approvata dall'assemblea.

Oltretutto i meccanismi di organizzazione delle società rispondono a una regola generale, che è quella del Comply-or-Explain, introdotto dall'art. 20 della Direttiva 2013/34/UE. È un principio estremamente importante in ambito corporate governance.

Il principio richiede che le società quotate sui mercati che si discostano da codici di autodisciplina, la cui adesione è volontaria, siano chiamate a spiegare le ragioni di tale scelta, in un'ottica di trasparenza e buon governo delle società.

Cosa sono i codici di autodisciplina?

Non è una disciplina calata dall'alto, imposta cioè dal legislatore. È una disciplina determinata da degli esperti del settore giuridico, ma non solo, anche economisti, che

si uniscono a un comitato che periodicamente rivede queste regole e le adatta alle circostanze attuali e alle evoluzioni del dibattito scientifico.

Quindi, si stabiliscono delle regole, offerte alle società quotate che possono decidere liberamente di aderirvi o no. Ma se decidono di non aderirvi devono spiegarlo.

LA DISCIPLINA DELL'OFFERTA AL PUBBLICO E LA DISTRIBUZIONE DEI PRODOTTI FINANZIARI

Le principali fonti normative in materia sono da rinvenirsi nel TUF, dal Regolamento Emittenti e dal Regolamento Prospetti (cioè, il regolamento 1129 del 2017).

Vediamo la nozione di offerta al pubblico, all'art. 1 TUF (l'art. definitorio), lettera t:

t) "offerta al pubblico di prodotti finanziari": ogni comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e dei prodotti finanziari offerti così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o di sottoscrivere tali prodotti finanziari, incluso il collocamento tramite soggetti abilitati";

è una nozione che tende ad essere omnicomprensiva. La preoccupazione del legislatore è quella di andare ad abbracciare, a prescindere dalla forma, tutte le ipotesi in cui ci sia una sollecitazione all'investimento. Una sollecitazione che non sia semplicemente una mera proposta pubblicitaria.

Deve essere qualcosa di specifico, deve presentare sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta. Le comunicazioni pubblicitarie sono soggette sì a delle regole, certamente anch'esse rigorose, ma non coincidenti con quelle dell'offerta al pubblico, regolate dall'art. 101 del TUF.

L'offerta al pubblico è caratterizzata quindi dall'essere una comunicazione tendenzialmente rivolta a un pubblico indeterminato di destinatari o comunque un pubblico che sia sufficientemente numeroso e non un pubblico di una cerchia ristretta di soggetti.

L'offerta al pubblico è un po' segmentata in diversi profili.

Diciamo che il legislatore italiano ha fatto una scelta di over regulation, cioè, ha fatto una scelta di andare a regolamentare con la disciplina del prospetto anche settori dove il regolamento Ue non impone l'applicazione del prospetto, ma che invece il

legislatore italiano per tutela degli investitori ha deciso comunque di prevederne l'applicazione.

Quali sono i players coinvolti?

1. Sono l'emittente, cioè colui che emette i prodotti finanziari.
2. L'offerente, che non necessariamente coincide con l'emittente, potrebbe essere un soggetto diverso perché, per esempio, potrebbe avere in pancia i titoli oggetto dell'offerta al pubblico.
3. Gli intermediari collocatori, che possono essere uno o più di uno, in genere un consorzio di banche.
4. E gli investitori, che possono essere sottoscrittori (per prodotti di nuova emissione) o acquirenti (per prodotti già in circolazione).

Anche qui non mancano le asimmetrie informative. Il legislatore ha imposto obblighi di disclosure, l'obbligo di pubblicazione di un prospetto informativo prima di iniziare l'offerta, prospetto che deve essere approvato dalla Consob. Questo ne garantisce chiaramente una completezza e una informativa non lacunosa, ma trasparente.

La disciplina sulla sua redazione è contenuta nel Regolamento Prospetti ed è essenzialmente caratterizzata da queste fasi:

1. Il prospetto deve contenere tutte le informazioni necessarie per formulare un fondato giudizio sull'emittente e sui prodotti offerti (valutazione con cognizione di causa: art. 6 Reg. UE), e una nota di sintesi, recante i rischi e le caratteristiche essenziali dell'offerta;
2. Il prospetto può essere redatto in un unico documento o in documenti separati (documento di registrazione + nota informativa sui prodotti offerti + nota di sintesi).

Il c.d. «Prospetto UE della crescita».

3. Il prezzo e la quantità dell'offerta sono solitamente inseriti all'ultimo momento, ma, se nel prospetto non sono indicati, l'investitore ha diritto alla revoca dell'acquisto entro due giorni.

Una volta redatto il prospetto viene trasmesso alla Consob.

Il prospetto è un documento molto corposo, parliamo di centinaia di pagine, la cui redazione comporta costi rilevantissimi.

La Consob cosa fa?

Verifica la completezza, la coerenza e la comprensibilità del prospetto.

Non verifica la convenienza. Non verifica la legittimità dell'operazione economica. Non è neanche tenuta a verificare la veridicità delle informazioni contenute. Non va a verificare se i dati di bilancio rappresentati nel prospetto sono veritieri oppure no. Non è una società di investigazioni. Verifica solo la completezza del documento, se ci siano tutte le informazioni che sono dovute, che siano coerenti, che siano comprensibili.

È stata in alcuni casi però condannata a risarcire i danni sofferti dagli investitori, laddove il prospetto sia sì completo, ma la veridicità delle informazioni sia manifestamente sospetta perché contraddittorie tra di loro (caso FreedomLand).

Ecco, in quel caso la giurisprudenza ha ritenuto che la Consob avrebbe dovuto chiedere un supplemento di informazione e che la sua negligenza sia stata una concausa alle perdite degli investitori.

L'offerta, una volta redatto il prospetto, viene pubblicata, ma deve essere integrato da un supplemento per includere ogni novità sopraggiunta o errore rilevato, idonei a influire sulla valutazione dell'offerta.

Quali sono le sanzioni?

Le sanzioni sono praticamente gravi:

1. Amministrative: per l'effettuazione di un'offerta al pubblico senza prospetto è prevista una sanzione pecuniaria da un quarto al doppio del valore dell'offerta (art. 191 TUF);
2. Penali: per il reato di falso in prospetto è prevista la reclusione da 1 a 5 anni (art. 173-bis);
3. Civili: emittente, offerente, intermediario responsabile del collocamento e, relativamente al bilancio, società di revisione sono responsabili della veridicità e completezza delle informazioni contenute nel prospetto (art. 94, comma 5-9).

Il ruolo dell'intermediario

L'intermediario non è l'emittente né l'offerente.

Generalmente, è il soggetto deputato al collocamento dei prodotti offerti al pubblico.

[93bis lett. d): “soggetto che organizza e costituisce il consorzio di collocamento, il coordinatore del collocamento o il collocatore unico”.

Le esenzioni

Il prospetto è molto costoso e quindi le esenzioni sono molto rilevanti nella pratica.

Essenzialmente si tratta di esenzioni dettate da logiche inerenti alla natura del prodotto, ad esempio prodotti finanziari che sono particolarmente sicuri come i depositi bancari o postali, non sono soggetti a prospetto. Sono previste semplificazioni per i prodotti assicurativi, per gli OICR o per prodotti particolarmente sicuri, ad esempio quelli garantiti dallo stato o dalla BCE.

Non c'è un'esigenza di protezione, pertanto non è richiesta alcuna redazione del prospetto, per ridurre i costi degli emittenti e rendere il mercato più efficiente.

Le esenzioni riguardano anche la tipologia dei destinatari. Ad esempio, se vi sono offerte riservate a investitori qualificati, non è richiesto il prospetto.

Inoltre, sotto il profilo dimensionale, non è richiesto prospetto quando l'offerta è rivolta a meno di 150 destinatari o è di ammontare inferiore a 8 mln.

Nozione di rivendita sistematica

Nel caso in cui si sfrutti una esenzione, in particolare quella riservata a investitori istituzionali (per sottrarsi così alla redazione del prospetto), ma poi i titoli finiscano nella pancia degli investitori, ecco che allora si verifica una elusione tale per cui l'ordinamento predispone una reazione.

Il caso è quello di Parmalat. I bond Parmalat, nei primi anni 2000, sono stati collocati in Lussemburgo presso investitori istituzionali. Tuttavia, quando gli scricchiolii di Parmalat cominciarono a diventare più evidenti, questi investitori istituzionali iniziarono a rivendere queste obbligazioni ad investitori non istituzionali.

Ecco che quindi si era evitato il prospetto, perché l'offerta era riservata a investitori istituzionali, ma poi le obbligazioni sono state collocate al pubblico retail mediante redistribuzione sistematica.

Ecco che allora il legislatore è intervenuto, con la legge di risparmio del 2005, stabilendo che se vi è una rivendita sistematica di questi prodotti e questa rappresenta una evoluzione di fatto della disciplina del prospetto, torna ad essere in vigore l'obbligo del prospetto. Quindi gli eventuali intermediari che distribuissero in maniera sistematica presso i propri clienti strumenti finanziari acquistati in emissioni riservate

a sogg. istituzionali sarebbero responsabili della redazione di un prospetto con tutte le responsabilità civili, penali, amministrative previste.

LEZIONE 10

Le logiche della disciplina degli emittenti

La disciplina in materia di società aperte (che hanno un numero di soci rilevanti) non si limita al solo c.c. Per tutte le società quotate il legislatore ha previsto tutta una serie di norme di dettaglio, volte a disciplinare delle società che sicuramente presentano complessità maggiori rispetto alle società non quotate. Norme in primis di trasparenza, oppure volte ad adeguare la governance delle soc. quotate alle migliori practices internazionali.

Se non ci fosse una ampia disciplina di trasparenza, non ci sarebbe un corretto funzionamento del mercato e non ci sarebbe una corretta formazione dei prezzi.

Va ricordato che il prezzo di un titolo azionario negoziato in borsa, riflette le informazioni di mercato e costituisce già di per sé un efficace strumento di monitoraggio della gestione.

Mentre nelle società chiuse a effettuare il controllo della gestione sono gli stessi soci perché sono interessati (avendo partecipazioni rilevanti) a che la gestione sia ottimale e che gli amministratori non assumano atteggiamenti opportunistici, nelle soc. quotate questo incentivo al monitoraggio non c'è, in quanto l'elevato frazionamento della compagine societaria fa sì che il piccolo socio non abbia convenienza economica nel monitorare la gestione (che ricordiamo ha un costo). Ecco che così il prezzo del titolo assume rilevanza nel monitoraggio della gestione; quanto più sarà alto, tanto più i soci vorranno detenere il titolo. Ma dato che il prezzo riflette tutte le informazioni presenti sul mercato, risulta chiaro come una regolamentazione, soprattutto sul profilo della trasparenza, sia necessaria. Poca trasparenza renderebbe il mercato opaco, inefficiente e verrebbe a mancare lo strumento di monitoraggio principe per i piccoli soci.

Gli amministratori non sono insensibili alle variazioni di prezzo del titolo. Una eccessiva svalutazione potrebbe ribaltare il controllo societario. Se tutti i soci "votano coi piedi", cioè, esercitano il diritto di exit vendendo la partecipazione, potrebbe subentrare un nuovo socio forte, e imporre un cambio del management della società.

Inoltre, molto spesso la società prevede delle remunerazioni variabili per gli amministratori, legate all'andamento della società; pertanto, è interesse dell'amministratore che il titolo si apprezzi, per ottenere una paga più elevata.

Quindi, la circostanza che il titolo sia quotato su un mercato regolamentato costituisce uno strumento indiretto di stimolo alla gestione.

Questo presuppone che il mercato su cui sono quotati i titoli sia un mercato efficiente, sia un mercato che funzioni, che funzioni in maniera trasparente ma soprattutto funzionale, nel senso che in ogni momento incorpori possibilmente tutte le informazioni disponibili, evitando possibili informative tra soci di maggioranza e soci di minoranza. È chiaro che, se avessimo un mercato in cui ci fossero delle situazioni di asimmetria informativa, o di una disparità potenziale di trattamento, quella capacità attrattiva di mercato che ha una società quotata perderebbe di significato, perderebbe valore.

GLI ASSETTI PROPRIETARI

Già dal 1974, anno di fondazione della CONSOB, è stata data particolare importanza all'assetto proprietario di una società quotata.

Quando in una società quotata qualcuno ha una partecipazione di rilievo o raggiunge degli accordi tra soci (c.d accordi parasociali) tali per cui si esercitano insieme dei poteri concordati, va comunicato al mercato. Il meccanismo del libro soci è decisamente insufficiente, perché questo viene aggiornato appunto una volta l'anno, quando si svolge l'assemblea di approvazione del bilancio.

La disciplina del TUF, peraltro di derivazione comunitaria, prevede dei sistemi di obblighi di comunicazione in caso di superamento di certe soglie di rilievo. Fino al 2,99% l'azionista-investitore rimane nell'ombra e quindi può operare senza dover informare nessuno, neanche la società partecipata (attenzione, neppure la società partecipata emittente è in grado di sapere chi sono i propri azionisti). Superato il 3%, oggi ritenuta una soglia strategica, l'azionista deve tempestivamente informare la società e il mercato.

La Consob, nella descrizione e poi nella determinazione del conteggio di questo superamento della soglia, stabilisce che non si tiene conto solamente delle azioni a proprietà piena e diretta, ma si tiene conto anche delle azioni che si detiene indirettamente, magari perché si è schermati da una fiduciaria o perché la partecipazione è detenuta tramite una partecipata.

Quindi, tendenzialmente, la CONSOB tende ad ampliare la fattispecie, non a restringere.

Perché amplia la fattispecie?

Perché è prudentiale avere una maggiore informazione piuttosto che una minore informazione.

[le sanzioni sono spiegate alla lezione precedente: sanzioni pecuniarie e congelamento del diritto di voto].

Acquistare una quota rilevante di una società quotata è un evento molto importante, in primis perché potrebbe esserci un cambio di governance. Pertanto, il mercato deve esserne a conoscenza, per permettere a tutti gli operatori di fare le proprie valutazioni in caso, ad esempio, di cambio del management. Sapere che c'è Tizio o Caio al comando non è irrilevante nelle valutazioni dell'investitore, sia in termini di prospettiva di investimento che in termini di strategia futura della società.

Sui patti parasociali le previsioni normative sono analoghe [sono già state spiegate alla lezione precedente].

Un tema diverso è quello relativo alle partecipazioni reciproche.

Se una società ha una partecipazione in un'altra società superiore al 3%, la società partecipata non può avere una partecipazione pari o superiore al 3% nella società partecipante.

Perché questa limitazione nell'incrocio delle partecipazioni? Qua la logica è di non creare le c.d partecipazioni di carta. Tollerabile fino alla soglia del 3%, non è consentito andare oltre, per garantire l'integrità e l'effettività del capitale.

La partecipazione incrociata costituisce anche una tecnica difensiva contro le scalate. Se io temo la scalata di un altro socio di una società, una tattica difensiva classica è quella di acquistare la partecipazione in quella società in modo da impedire di fatto la scalata (ad esempio, Generali-Mediobanca).

OPA

La definizione di OPA è contenuta all'interno dell'art. 1, comma 1, lett. V, del TUF:

v) "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 3, lettere b) e c) (le esenzioni); non costituisce offerta pubblica di acquisto o di scambio quella avente a oggetto titoli emessi dalle banche centrali degli Stati comunitari".

Attenzione a non confondere l'OPA, con l'offerta al pubblico. L'offerta al pubblico costituisce una sollecitazione del risparmio, si propone a degli investitori un determinato investimento, è un'offerta di investimento. L'OPA, invece, è un'offerta di disinvestimento, perché si propone ai soci di vendere le loro azioni ad un determinato prezzo.

Questo ha importanti implicazioni sul piano giuridico. Mentre per l'offerta al pubblico il tema principale è quello dell'asimmetria informativa, perché l'emittente vende un prodotto complesso (come l'obbligazione) in cambio di denaro, nel caso di OPA si offre del denaro in cambio di un titolo; quindi, è un'operazione più comprensibile per il socio potenziale venditore.

Pertanto, non sono previste particolari norme in tema di asimmetria informativa, quanto piuttosto sul tema della correttezza dell'offerta e delle sue modalità di svolgimento.

Quali sono le finalità di fondo dell'OPA?

Fino al '92 non c'era in Italia una disciplina dell'OPA. Quindi l'OPA non è stata disciplinata nel '74 con l'introduzione della CONSOB, ma solamente nel '92, con la legge 149, novellata poi dal TUF nel '98, e poi con la direttiva OPA nel 2007, che ha apportato un certo grado di armonizzazione e anche di complessità nella disciplina.

Perché armonizzazione? Perché le OPA costituiscono un tema ad alta densità politica. Attraverso le OPA potrebbero essere acquisite società gioiello di un paese; pertanto, alcuni paesi potrebbero decidere di emanare norme a sfavore delle OPA per tutelare le aziende del suo territorio. Quindi, si è cercato di raggiungere una grande armonizzazione normativa in tutto il territorio europeo.

Tuttavia, è stato garantito agli Stati il c.d. Golden Power, ossia la possibilità di opporsi ad una eventuale acquisizione di aziende strategiche (es. Pirelli).

Prima dell'introduzione della disciplina delle OPA, il controllo di una società quotata poteva essere acquisito rastrellando le azioni sul mercato, senza dover dare alcuna comunicazione. Questo però determinava oscillazioni di mercato rilevanti; ecco che questo sistema, evidentemente poco trasparente, determinava essenzialmente la possibilità di porre in essere anche comportamenti poco corretti da parte di chi fosse interessato all'acquisto di controllo.

C'è quindi un tema di trasparenza e correttezza, perché questa modalità di acquisizione del controllo mediante acquisti sporadici estemporanei effettuati di

nascosto, determina dei pregiudizi, e viene violato un principio generale di parità di trattamento.

I soci di minoranza, infatti, non partecipavano in alcun modo a quello che si chiama il premio di maggioranza. In genere, quando viene lanciata un'OPA, il prezzo per azione proposto non è mai quello di mercato, ma è un prezzo superiore, giustificato dal fatto di fornire qualcosa in più all'azionista per convincerlo a cedere la sua partecipazione e ottenere così il controllo societario. Quindi, si può dire che il controllo societario è più costoso di una normale partecipazione.

Questo surplus pagato rispetto al valore di mercato viene definito "premio di maggioranza".

Ma in un meccanismo in cui io posso acquistare le partecipazioni di nascosto, senza comunicare niente a nessuno, i soci di minoranza non parteciperebbero in alcun modo a quello che è il premio di maggioranza.

L'OPA è funzionale proprio a consentire ai soci di minoranza di partecipare al premio di maggioranza, con una completa parità di trattamento.

L'OPA OBBLIGATORIA

La disciplina è contenuta all'interno dell'art. 106 TUF e prevede che laddove un soggetto acquisti un numero di azioni che supera una certa soglia, oggi fissata al 30%, è obbligato a lanciare entro un termine molto limitato di tempo un'OPA.

Quindi se un soggetto ha acquistato sul mercato o in altro modo, ad esempio perché ha negoziato individualmente con il titolare del pacchetto di controllo, l'acquisto del 30,01% di una società, non solo deve comunicare immediatamente la cosa al mercato e alla società partecipata, in quanto ha superato la soglia del 3%, ma deve lanciare anche entro venti giorni un'OPA avente ad oggetto il residuo 70%, al prezzo più alto pagato negli ultimi 12 mesi.

Chiunque può aderire all'OPA, cedendo quindi la propria partecipazione, le proprie azioni di cui si è titolari.

Sotto la soglia del 30% non scatta l'obbligo di OPA, ma solo l'obbligo di dare la comunicazione al mercato una volta superato il 3% del capitale.

L'art. 109 disciplina i c.d "acquisti di concerto". La logica è quella di evitare fenomeni elusivi della norma e della soglia.

Se quindi io mi metto d'accordo con un altro socio che ha il 10% e acquisto il 20% o il 25 della società, individualmente siamo sottosoglia, ma complessivamente siamo in una percentuale superiore alla soglia.

Ecco che in questo caso si parla di Opa di concerto, cioè, scatta comunque l'obbligo del lancio dell'Opa.

In questo caso sarà a carico di entrambi i soggetti in solido, su tutte le partecipazioni che non sono già di proprietà dei concertanti, cioè degli azionisti che hanno operato in concerto.

L'obbligo di OPA scatta anche in caso di partecipazione indiretta. Pensiamo al caso in cui io acquisti il controllo di una società chiusa non quotata, che abbia in pancia il pacchetto di controllo di una società quotata.

Sarebbe troppo facile eludere la normativa dell'OPA. Quindi in questo caso scatta l'obbligo di Opa sulla società quotata.

Poi ci sono tutta una serie di ipotesi di esenzione. Ad esempio, quando si interviene per salvare una società quotata, ecco che in quel caso normalmente si prevede un'esenzione dal risanamento quando si supera la soglia. Oppure, quando si supera temporaneamente la soglia senza alcuna volontà, (ad esempio in casi di riacquisto di azioni proprie da parte della società il socio potrebbe sfiorare la soglia del 30%).

Nel caso in cui venga lanciata un'OPA preventiva, si è esentati dall'obbligo. Se un investitore, preventivamente, propone un'OPA per acquistare il 100% di una società, ma a seguito dell'OPA riesce ad acquisire soltanto il 40%, perché alcuni soci non hanno aderito, è chiaro che non è obbligato a riproporre un'ulteriore OPA.

Anche in caso di OPA parziale, si potrebbe essere esentati dall'obbligo di OPA totale. Tuttavia, devono essere rispettati certi requisiti:

1. L'OPA deve avere ad oggetto almeno il 60% dei titoli;
2. Non c'è stato un acquisto di quei titoli nell'anno anteriore superiore all'1 per 100. Non posso crearmi una base solida prima o poi lanciare un'Opa preventiva parziale;
3. Non devo procedere a fare acquisti anche successivi al lancio dell'OPA preventiva parziale, anche qui limitati all'1%;

4. L'offerta deve essere approvata dai soci che non sono collegati al socio di maggioranza o non sono collegate all'offerente: la c.d. procedura di WhiteWash.

La logica è quella di evitare che siano fatte delle offerte ad arte, offerte cioè opportunistiche, tali da essere solo funzionali ad evitare il meccanismo dell'Opa obbligatoria. Per questo deve essere approvata dagli azionisti diversi dai soci di maggioranza; se questi soggetti la approvano e previo anche esenzione da parte della Consob, allora può essere evitata l'Opa obbligatoria.

L'OPA, che sia obbligatoria o meno, spinge gli azionisti a cedere le proprie partecipazioni. Perché? Perché qualora non si aderisse, c'è il rischio di rimanere in società con una nuova maggioranza e un nuovo management. Quindi, spesso si aderisce all'OPA anche se l'offerta non è reputata particolarmente vantaggiosa. Questo fenomeno viene definito "pressure to tender".

Per evitare questo fenomeno, il legislatore ha previsto che una volta superata la soglia del 95% del capitale a seguito di un'OPA, ecco che scatta l'obbligo di acquisto da parte dell'azionista che ha lanciato l'OPA, alle medesime condizioni dell'OPA stessa.

Quindi, anche qualora un socio non dovesse aderire è tutelato da questa previsione normativa che impone in capo a colui che ha proposto l'OPA l'acquisto di quelle azioni rimanenti.

L'art. 111 TUF prevede poi addirittura un diritto di acquisto.

Quindi non è più un obbligo di acquisto, ma è un diritto di call, quindi un diritto di acquistare, di espropriare, diciamo così, le partecipazioni di minoranza: il c.d. "Squeeze out".

In questo caso si ha una tutela del socio acquirente.

Cioè, il socio che lancia un'OPA, che non voglia avere azionisti sparuti di minoranza (che lo costringerebbero a possibili questioni, battaglie, fastidi o possibili disagi in una partecipazione che ormai è assolutamente residuale) ha la possibilità, laddove raggiunga appunto il 95% della partecipazione della società, di acquistare direttamente, anche contro la volontà dei soci di minoranza, le partecipazioni dei soci di minoranza al prezzo dell'Opa.

Le sanzioni per mancata OPA

Le sanzioni da mancata OPA sono particolarmente gravi e hanno natura:

1. Amministrativa: le sanzioni amministrative sono ingenti, pari al valore dell'Opa o addirittura multipli dei valori dell'Opa.
2. Societaria: scattano anche delle sospensioni ai diritti di voto conseguenti alle mancate comunicazioni.
3. Civile: E poi ci sono responsabilità che i singoli azionisti investitori possono fare valere nei confronti del soggetto che avrebbe dovuto lanciare l'Opa e che invece non l'ha lanciata (esempio: Fondiaria-SAI dell'imprenditore Ligresti).

La disciplina di svolgimento dell'offerta

Il legislatore prevede una disciplina essenzialmente improntata a trasparenza e correttezza volta a disciplinare il fenomeno.

La disciplina è contenuta nel TUF e nel regolamento emittenti Consob.

Prevede anzitutto delle cautele: in primis, l'OPA è irrevocabile, proprio per evitare che un imprenditore si svegli al mattino lanciando un'OPA, salvo poi revocarla. Questo destabilizzerebbe il mercato, perché la notizia di un'OPA è parecchio rilevante sotto il profilo del prezzo dell'azione; quindi, un'eventuale revoca costituirebbe un enorme disturbo per il mercato.

L'offerta è condizionata al raggiungimento di certe soglie o alla concessione delle autorizzazioni da parte dell'autorità di vigilanza. Ad esempio, l'OPA di Intesa per l'acquisizione di Ubi era subordinata all'ottenimento della autorizzazione da parte della Autorità Antitrust. Inoltre, qualora dall'OPA Intesa non fosse riuscita ad acquisire almeno il 60% di Ubi, l'OPA non sarebbe andata a buon fine.

L'OPA deve essere poi egualitaria: a tutti i soci deve essere presentata la medesima offerta. Non possono essere offerte cifre differenti ai soci di maggioranza e ai soci di minoranza.

Il sistema italiano prevede un sistema concorrenziale. L'OPA può essere incrementata ma non ridotta. Ad esempio, se un altro soggetto propone un'OPA concorrente, allora il soggetto che ha proposto inizialmente l'OPA può migliorarla per cercare di superare l'OPA concorrente.

L'OPA ha una durata limitata, tra i 15 e i 25 giorni. L'OPA è sicuramente un'operazione straordinaria, che per certi versi scuote il mercato. Il legislatore deve raggiungere un trade off tra il consentire di lasciare aperta l'offerta per un periodo sufficientemente ampio per consentire l'adesione e al contempo consentire anche il lancio di offerte concorrenti, ma al contempo non troppo lungo per non creare un disturbo eccessivo al normale svolgimento dei corsi di Borsa.

Il tutto avviene sotto la vigilanza molto attenta da parte della Consob.

Procedura di OPA

Slide 12

Tre fasi:

1. Fase preparatoria. La decisione o il sorgere dell'obbligo deve essere comunicato alla Consob e reso pubblico.
2. Il Bidder presenta poi (entro 20 gg) documento, sottoposto ad approvazione della Consob.
3. Comunicato dell'emittente (art. 103, co. 3 e 3-bis). L'emittente potrà valutare positivamente o negativamente l'offerta del Bidder. Qualora l'emittente giudichi il prezzo offerto troppo basso ci sarà una c.d OPA ostile.
4. Lancio dell'offerta e adesioni all'offerta.

La passivity rule e le altre regole

In caso di OPA ostile, la società target non può porre in essere tutta una serie di tecniche difensive.

Questo è chiaro perché l'amministratore in caso di buona riuscita dell'OPA perderebbe il posto di lavoro, perché cambierebbe il management.

Il consiglio d'amministrazione della società target è sostanzialmente congelato nell'adottare determinate operazioni o determinate strategie che possano contrastare gli obiettivi dell'offerta (ad esempio, fondersi con un'altra società, o vendere un brevetto chiave della società).

In questo contesto, la regola generale è che gli amministratori non possano porre in essere operazioni difensive e tecniche difensive, quelle che gli americani definiscono “poison pill”, cioè pillole avvelenate.

Tuttavia, in caso di un'autorizzazione assembleare, la tecnica difensiva potrebbe essere approvata.

Ma le tecniche difensive potrebbero essere anche previste statutariamente (meccanismo di Opt-Out). Tuttavia, le società con una simile previsione statutaria non sono facilmente contendibili, ragion per cui il prezzo di borsa è più scontato rispetto alle società che non adottano un meccanismo di Opt-Out.

Cosa potrebbe fare il Consiglio di amministrazione del target?

Può soltanto cercare un “cavaliere bianco”, cioè una società che sia disposta a lanciare un'OPA amichevole ad un prezzo migliore.

Ma questo perché il legislatore lo consente? Perché è un meccanismo concorrenziale che alla fine va a favore degli azionisti e quindi come tale è positivo e valutato positivamente dal legislatore.

Regola di neutralizzazione: si prevede espressamente nello statuto che il lancio di una OPA determini la neutralizzazione di meccanismi che possano essere di ostacolo alla riuscita dell'operazione.

Clausola di reciprocità: questa ha una funzione essenzialmente politica.

Le regole di passività si applicano laddove l'offerente, cioè colui che lancia l'OPA su una società quotata italiana, sia residente in un ordinamento dove le regole di passività non troverebbero applicazione.

Quindi, se una società cinese lanciasse un'OPA su un'azienda italiana, e l'azienda cinese non fosse soggetta alle regole di passività, allora anche la società italiana potrà applicare le regole di passività.

È una norma volutamente introdotta per tutelare ancora una volta le imprese italiane contro possibili acquisizioni ostili.

11 Lezione disciplina dei mercati del 08/12/2023

Una disciplina che tratta la natura e il funzionamento dei mercati, quindi l'incrocio tra domanda e offerta. Disciplinata dagli articoli 61 e ss. del Tuf.

Il ruolo del mercato secondario: è il luogo che consente l'incontro tra domanda e offerta, deve quindi funzionare bene nell'interesse di investitori e degli emittenti. È abbastanza intuitivo perché le esigenze di chi deve raccogliere risorse finanziarie e chi ne è in surplus sono tra di loro diverse quanto ai tempi degli stessi. Le società che raccolgono equity sul primario le raccolgono affinché restino stabilmente in società, destinandole stabilmente allo sviluppo dell'impresa; quindi, la società ha bisogno di fondi nel lungo termine. Per l'investitore un investimento in equity potenzialmente a lungo termine sarebbe notevolmente rischioso e probabilmente non gradito. Quindi da questa asimmetria di investimenti viene risolta con la circolazione delle partecipazioni.

Le società di capitali come caratteristica possono far circolare le proprie azioni, ma un conto è avere la teorica possibilità della cessione un altro è avere un mercato delle società quotate liquido che consente la possibilità di cedere la partecipazione ad altri soggetti sul mercato secondario superando la diversità delle inclinazioni di investimento. Fondamentale che il mercato sia liquido, che vi sia quindi una circolazione delle partecipazioni. L'esistenza di un efficiente mercato secondario agevola la gestione delle asimmetrie informative tra emittenti e investitori, come visto con la disciplina dell'offerta al pubblico rispetto al ruolo che ha il prezzo come indicatore sintetico delle condizioni di rischio dell'emittente. Attraverso il prezzo si sintetizzano le informazioni del mercato rispetto ad uno strumento finanziario. Sicché si riduce la tipica asimmetria tra emittente e investitore grazie alla corretta formazione del prezzo. L'opposto rispetto ad un caso M&A di una non quotata in cui la società acquisitrice come primo step deve raccogliere informazioni attraverso la due diligence ai fini di verificare che non vi siano problematiche e valutare il prezzo perché non c'è un prezzo di mercato. Nel caso un mercato efficiente l'attività di due diligence diventa quasi inutile in quanto il ruolo di valutazione è effettuato dalla formazione dei prezzi.

Affinché il mercato svolga questi ruoli è essenziale una certa liquidità, quindi una certa frequenza degli scambi, un obbligo di trasparenza con la disciplina affinché il mercato sia informato adeguatamente degli elementi che concorrono alla formazione del prezzo. Tutto questo perché il buon funzionamento del mercato potrebbe essere impedito dalla presenza di costi transattivi, cioè quei costi inevitabilmente connessi alla cessione degli strumenti finanziari.

In astratto le infrastrutture di mercato possono essere ispirate a due modelli accumulati dalla finalità degli obiettivi precedenti (liquidità e trasparenza). Si distinguono in infrastrutture di trading e post trading. Di *trading*, cioè il match tra ordini immessi sul mercato di acquisto e vendita e *post trading* con le operazioni di

clearing e settlement, cioè le fasi di esecuzione delle operazioni di acquisto e vendita, *raggiungo l'accordo sul prezzo di una macchina e poi lo devo eseguire.*

In astratto i due modelli possono essere di natura:

- Pubblicistica → il mercato è gestito da una società pubblica con un broker in regime di monopolio che gestisce e regola il mercato dei capitali.
- Privatistico → Il mercato è gestito da un privato fortemente regolato, evidentemente con finalità lucrative.

In Italia fino agli anni 90 la disciplina era ispirata ad un modello pubblicistico e la Borsa era un ente pubblico. La critica a questi modelli è la rigidità del funzionamento, la difficoltà a gestire con elasticità rispetto all'evoluzione della materia con la conseguenza di possibili inefficienze ma con il vantaggio del regime di monopolio. In Europa è prevalsa la tesi privatistica con il TUF che all'art 1 comma 1 lettera w ter definisce le società di gestione dei mercati regolamentati. Oggi l'attività di organizzazione e gestione dei mercati è un'attività di impresa prevista dall'articolo 61 che apre la parte dedicata ai mercati, Borsa Italia è una spa controllata dalla London Stock Exchange (oggi gruppo Euronext) negli anni 90 è caduto il regime di monopolio quindi le negoziazioni possono avvenire fuori dai mercati regolamentati. Ad oggi quindi non servono autorizzazioni pubbliche ma l'intermediario deve sottoscrivere un contratto con la società di gestione del mercato così come l'emittente deve stipulare un contratto con la società. È ovvio che dati gli interessi pubblicistici sottointesi al funzionamento del mercato tutta l'attività è normata dal legislatore in modo incisivo e tendenzialmente inderogabile.

Come funziona il processo di un'operazione sul mercato secondario:

- 1) **Proposta di negoziazione**, immissione di un ordine di vendita o di acquisto, o a prezzo fisso o al meglio (alla migliore condizione possibile sul mercato).
- 2) **Conclusione del contratto** (trading) → consentire il matching della domanda e dell'offerta con condizione di prezzo identiche. È quindi il momento fondamentale.
- 3) **Compensazione dell'operazione** (clearing) → occorre quindi eseguire il contratto, cioè, scambiare gli strumenti con il denaro. Questo deve avvenire nel minor tempo possibile e con i minori rischi di inadempimento ecco che non è concepibile che sia fatto manualmente. Deve essere effettuato con una fase di clearing in cui l'operazione viene spezzata in due segmenti uno di acquisto con una controparte centralizzata e un'operazione parallela di vendita con la stessa controparte centralizzata. Con questo sistema si evita il rischio di inadempimento di una delle due parti. Senza questo sistema verrebbe a

mancare in primis la rapidità dell'operazione e secundis l'anonimato dell'operazione.

- 4) Stessa cosa per il **regolamento** (settlement) che viene effettuato solo con operazioni di compensazione, senza scambi effettivi ma mediante meccanismi di compensazione tra gli intermediari a fine giornata quando si regolano il complesso delle operazioni presso gli operatori ammessi. Quindi attraverso operazioni contabili presso i conti della Monte Titoli spa.

I mercati regolamentati si diceva non sono più l'unico luogo dello scambio, questo è stato portato da Mifid 1 ma soprattutto dalla Mifid 2 che ha superato l'unicità del mercato come luogo di negoziazione. Questo perché ad oggi le operazioni non si svolgono solo sul mercato regolamentato come avveniva storicamente, perché sono sorti nel tempo luoghi diversi dai mercati in cui avvenivano e avvengono scambi frequenti su titoli non ammessi al mercato regolamentato. Questo può accedere se l'emittente non chiede l'ammissione al mercato regolamentato perché, se gli emittenti chiedono l'ammissione sui mercati regolamentato (diventato emittenti ai sensi dell'art 119ss. Tuf) ne consegue la disciplina articolata degli emittenti. (quindi norme in materia di patti parasociali, trasparenza delle partecipazioni, codici di condotta struttura della governance, struttura dell'offerta pubblica di acquisto, etc.) Elementi di disciplina che comportano costi di compliance non trascurabili se quindi da un lato vi sono i vantaggi dall'essere sul mercato dall'altro c'è il trade off dei costi consistenti di compliance. Questo ha portato alcuni emittenti a non assoggettarsi alla disciplina.

Al contempo è stato tutelato il principio dell'obbligo di concentrazione degli scambi sul mercato regolamentato che prevalevo negli anni 90. Da qui la nascita di sedi alternative di negoziazione regolate dalla Mifid 2, tra queste i sistemi multilaterali di negoziazione (MTF), i sistemi organizzati di negoziazione (OTF) in cui il secondo ha una discrezionalità del gestore circa l'esecuzione dell'ordine e gli internalizzatori sistematici.

Si riduce la distinzione tra mercati e intermediari perché chi gestisce un internalizzatore sta svolgendo un servizio di investimento. Resta una disciplina molto pervasiva perché ai fini del corretto funzionamento vi devono essere norme di carattere pubblicistico.

Strutture di post trading

Si occupano della seconda fase, cioè, clearing e settlement. Vanno ad eliminare i rischi di controparte ed i rischi operativi. I rischi di controparte, cioè di inadempimento, una delle parti non adempie per cui occorrono strutture di mercato che ne riducano il rischio. I rischi operativi, cioè il rischio legato alla mancanza di denaro o di strumenti

finanziari determinando dei rischi potenziali di esternalità negative sistemiche. Per esempio, vendo 100 azioni FCA ma non posso adempiere e da lì derivano una serie di problemi legati alle controparti successive del mio rapporto con conseguente perdita di fiducia nel mercato regolamentato. Da qui il sistema delle clearing house visto prima dove le controparti del rapporto siano gli enti di compensazione centralizzati. Io non vengo al Signor X ma vengo alla clearing house che poi vende al signor X garantendo il buon fine dell'operazione con la controparte che assicura il buon esito dell'operazione e l'anonimato. Successivamente vi è il settlement, cioè, viene eseguita a fine giornata l'operazione su base netta; quindi, si fa il conto delle operazioni sullo strumento con accrediti e addebiti di strumenti e liquidità. (In Italia viene fatto dal Monte titoli spa).

Un mercato regolamentato è gestito da una società la cui attività costituisce attività di impresa, come tutti gli intermediari finanziari.

Deve avere forma di spa, può essere senza scopo di lucro, ma è in ogni caso soggetta a controlli e autorizzazioni. Le caratteristiche per essere autorizzati sono (art 64 tuf) esclusività dell'attività, requisiti degli esponenti aziendali e partecipanti al capitale (professionalità e onorabilità), la Consob può esprimere un gradimento per i partecipanti. L'autorizzazione è soggetta ai seguenti requisiti (art 63 tuf) per cui il possesso di questi è condizione necessaria per l'esercizio dell'attività.

La società di gestione del mercato può organizzare il mercato e disciplinarlo, non esiste infatti una norma ma il regolamento è privatistico, in deroga all'art. 2380bis C.C non è deliberato dall'organo di gestione ma dall'assemblea ordinaria. Il regolamento deve essere autorizzato e deve soddisfare le seguenti caratteristiche:

- 1) Società deve dotarsi di «regole e procedure trasparenti e non discrezionali che garantiscono una negoziazione corretta e ordinata, nonché... efficiente»
- 2) Regole di ammissione alla negoziazione
- 3) Regole di partecipazione al mercato trasparenti, oggettive e non discriminatorie

Questo sempre nell'ottica del corretto funzionamento della sede di negoziazione.

La Consob ha poteri molto forti rispetto agli intermediari, il regolamento è un atto di autonomia privata ma l'adesione al mercato comporta accettazione delle regole del mercato. L'attività di gestione è subordinata all'autorizzazione della Consob anche in ordine alla conformità del regolamento alla disciplina. Il regolamento non è dunque autorizzato (ma lo sono le modifiche), quindi se viene modificata deve essere approvato.

Viene tenuto un elenco dei mercati (64 quater, co. 2) ed è compito della società di gestione vigilare il mercato sotto la stretta vigilanza della Consob (art 64 co.2 lett.c).

In Italia Le società di gestione sono MTS S.p.a. (per titoli di Stato e titoli a reddito fisso) e Borsa italiana S.p.a., entrata nel gruppo LSE. I mercati sono MTA (azionario), ETFplus (oicr aperti), MOT (obbligazioni), IDEM (derivati) e sono tutti gestiti da Borsa Italiana.

Il contenuto essenziale del regolamento MTA per essere ammessi alla quotazione, le condizioni sono le seguenti:

- 1) Conformità a legge statuto e strumenti emessi
- 2) Negoziabilità strumenti
- 3) Pubblicazione e deposito bilanci, ultimo revisionato
- 4) In condizioni di autonomia gestionale e con attiva capacità di generare ricavi
- 5) Capitalizzazione > 40 mln
- 6) Flottante >25%, seppur vi siano delle eccezioni.

È poi presente la seguente procedura di ammissione (IPO):

- Domanda di ammissione dell'emittente (organo competente? Dubbio giuridico se sia l'organo amministrativo o assembleare)
- Presentazione prospetto (non solo quando la società rivolge un'offerta al pubblico ma anche quando si rivolge al mercato regolamentato) + sponsor (una banca solitamente di investimento)
- Possibile sospensione, revoca ed esclusione dalle negoziazioni temporaneamente o definitivamente sui titoli ammessi al mercato (rimessa a Borsa Italiana)

Il regolamento MTA disciplina gli intermediari ammessi a immettere ordini sul mercato.

Sedi di negoziazione alternative

MTF → sistemi multilaterali di negoziazione (nella slide link all'elenco), sono luoghi di incontro di domanda e offerta soggette alle regole dei mercati per trasparenza e disciplina, ma gestite da intermediari autorizzati e non valgono le regole sull'ammissione a quotazione, quelle società negoziate non sono considerate società emittenti per il Tuf, non hanno quindi i costi di compliance.

OTF → sistemi organizzati di negoziazione, introdotto dalla mifid 2 per coprire le aree scoperte. Non riguarda alcune tipologie di strumenti finanziari (come le azioni) il gestore ha un certo potere discrezionale sulle operazioni nel rispetto delle regole del best execution ma con facoltà di non dare esecuzione all'ordine.

Internalizzatore Sistemático → di cui si è fatto cenno parlando della negoziazione per conto proprio, è una forma di negoziazione per conto proprio rispetto agli ordini dei clienti, non è quindi un sistema multilaterale. Alcune banche italiane svolgono questo ruolo, se immetto l'ordine a banca Intesa questa piuttosto che metterla sul mercato la negozia in proprio rispetto al proprio portafoglio o rispetto ad ordini inversi di altri clienti ma ponendosi sempre come contro parte. Si fa anche in questo caso capo al principio di best execution, si tratta di un servizio di investimento con una evidente convenienza economica.

Disciplina della trasparenza e degli abusi di mercato

Sono previsti degli istituti volti a sanzionare degli istituti che vadano ad incidere sul corretto funzionamento del mercato. I cosiddetti **Abusi di mercato** cioè: *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.*

Vengono sanzionate due fattispecie:

- 1) L'abuso di informazioni privilegiate (insider trading)
- 2) Manipolazione del mercato

Il quadro normativo passa da un livello nazionale a un livello Europeo per la rilevanza sistemica di questi fenomeni e per evitare gli arbitraggi normativi. Da qui la scelta di avvalersi di regolamenti europei per evitare gli arbitraggi. La disciplina è contenuta nella MAR (market abuse regulation), nella MAD (direttiva) e nel d.lgs. 107/2018. Gli obiettivi sono l'armonizzazione un'attuazione efficace delle regole.

Abuso di informazioni privilegiate

Generalmente bisogna dare trasparenza delle informazioni rilevanti che possono avere effetti considerevoli sul prezzo della società, per evitare che possano esserci asimmetrie informative anche tra i diversi investitori. Per evitare quindi che qualcuno in favore della sua posizione informativa preferenziale possa negoziare sulla base delle sue informazioni privilegiate. [per esempio, la notizia legata alla scoperta di un farmaco che cura il covid]. Se non vi fosse la disciplina della trasparenza degli agenti potrebbero usare queste informazioni creando delle distorsioni nel mercato. I soggetti quindi destinatari del diritto (insider) devono dare notizia dell'informazione privilegiata. La ratio è la parità di trattamento. I presupposti sono: l'esistenza di un'informazione privilegiata, quando si verifica una condotta vietata a carico dei destinatari del divieto.

*Le informazioni privilegiate sono Informazioni aventi un **carattere preciso**, che **non è stato reso pubblico**, **concernente 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**)*

Ha natura privata, quindi non è pubblica. Deve avere un effetto su emittente e strumento e deve avere carattere preciso (discusso in giurisprudenza) di difficile verificabilità. Deve essere price sensitive (cioè, avere un effetto sul prezzo).

Rientrano anche le informazioni che non riguardano direttamente l'emittente (market information).

Le condotte vietate sono Insider trading, tuyautage (raccomandazioni su operazioni), tipping (comunicazione a terzi dell'informazione).

Questa attività è vietata se messa in atto da insider, che quindi sa che è un'informazione privata. (è comunque molto inclusiva).

Manipolazione del mercato

Atteggiamenti manipolatori del funzionamento del mercato. Possono essere di due tipi.

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. Elemento di consapevolezza della falsità delle informazioni. [i rumors di mercato] se creati ad hoc su uno strumento o emittenti e falsi.

Manipolazione operativa: serie di comportamenti che si caratterizzano per la presenza di fattori artificiali che si inseriscono nel meccanismo di formazione dei prezzi. Immetto ordini sul mercato senza eseguirli per distorcere il mercato.

Rispetto a questi comportamenti possono esserci due sistemi di enforcement:

Enforcement di tipo preventivo:

- 1) Doveri di comunicare al pubblico le informazioni privilegiate
- 2) Obbligatoria tenuta di un registro delle persone
- 3) Necessaria segnalazione dell'internal dealing
- 4) Doveri per gli intermediari di adottare sistemi e procedure efficaci al fine di prevenire e individuare abusi di mercato
- 5) Responsabilità amministrativa delle persone giuridiche
- 6) Ampi poteri dell'Autorità di vigilanza

Enforcement di tipo sanzionatorio:

sanzioni amministrative, ovvero pecuniarie, regolate a livello europeo. Si affiancano misure di nature interdittive, di disorgement ad avvertimento pubblico.

Se presente dolo vi sono sanzioni penali. [Con il problema del doppio binario, cioè lo stesso caso viene presentato sia per le sanzioni amministrative che penali con spesso duplicità di ricorsi].

LEZIONE 11 CROWDFUNDING

Forma di appello al pubblico risparmio attraverso la rete che si rivolge ad un elevato numero di destinatari.

L'equity crowdfunding è una forma di raccolta di capitale per un progetto imprenditoriale effettuata tramite la sollecitazione all'investimento con il mezzo dell'offerta tramite internet.

Dazione (investimento) anche di modestissimi importi da parte degli interessati.

Inizialmente era destinato a iniziative senza scopo di lucro poi estesa tramite diversi modelli anche a iniziative imprenditoriali, di solito start-up in settori tecnologici e di ricerca.

È un'alternativa che affronta la scarsità di canali di finanziamento alle start-up da parte del settore bancario.

Solo negli USA c'è una specifica disciplina dal 2012, l'Italia come altri paesi europei ha una normativa ad hoc per il crowdfunding, legge 221/2012.

Le norme sono orientate alla **tutela degli investitori retail e al favoreggiamento della raccolta di capitali per società con rischio/rendimento elevato che hanno difficoltà a reperire risorse con costi contenuti.**

Disciplina è stata estesa anche alle PMI ovvero che hanno:

- < 250 dipendenti
- <43 milioni Patrimonio Netto
- <50 milioni di fatturato

La disciplina è divisa in primaria e secondaria.

La primaria si occupa della definizione di portale per la raccolta di capitali per PMI e di gestione del portale stesso (il gestore è operatore fondamentale di tale processo).

Emittente decide di raccogliere capitale di rischio o anche di debito mediante emissione di strumenti finanziari (azioni, quote di capitale)

Il gestore del portale prescelto pubblica le informazioni relative all'offerta e raccoglie gli ordini di adesione, li registra e li trasmette alle banche/sim incaricate di perfezionare gli ordini. L'ordine non avviene direttamente tramite la dazione di denaro al gestore del portale.

Viene quindi acceso un conto **indisponibile** intestato all'emittente presso la banca/sim e quando l'offerta è perfezionata la provvista viene trasferita all'emittente.

Emittenti possono essere PMI o imprese sociali o OICR che investono in PMI; per strumenti in equity è previsto (anche per quote di srl-pmi che è un'eccezione perché le quote di srl non possono essere negoziate sul mercato regolamentato) un limite fino a 8 mln per la raccolta (8 mln perché è il limite per l'esenzione dalla redazione del prospetto).

È prevista solo Offerta Pubblica di Sottoscrizione, non c'è alcuna disposizione per il mercato secondario degli strumenti finanziari.

OPERATORI

Sono i gestori dei portali ovvero soggetti che esercitano professionalmente il servizio di gestione di portali di crowdfunding.

Sono soggetti autorizzati e sostanzialmente sono banche/sim (gestori istituzionali) che però devono essere iscritti in una sezione speciale del registro degli enti autorizzati.

Sono già autorizzati dalla CONSOB alla prestazione di servizi di investimento e che tramite semplice comunicazione possono essere scritti in un apposito albo. Banche e sim sono gestori di diritto in tal senso.

Gli altri soggetti devono essere autorizzati dalla CONSOB su specifica domanda.

Questi devono rispettare requisiti di onorabilità e professionalità, dimensionali.

Gli ordini di adesione raccolti da questi soggetti specializzati devono essere trasmessi alla banca di riferimento.

Sui soggetti iscritti nel registro vigila la CONSOB con poteri ispettivi, informativi, interdittivi e sanzionatori.

Il gestore adotta una specifica politica per la gestione dei conflitti di interesse, fornisce informazioni sull'offerta e mantiene in appositi spazi per una durata determinata la disponibilità delle informazioni, avvisa gli investitori retail sui rischi

degli investimenti: possono accedere all'investimento solo gli investitori che hanno peso visione delle norme in tema di *investor education*, svolge una valutazione di appropriatezza dell'investimento in relazione alle caratteristiche dell'investitore.

TUTELA DEGLI INVESTITORI

Per l'accesso all'offerta deve essere consentito il diritto di recesso nel caso di cessione del controllo: se dopo l'offerta cambia il soggetto imprenditore/referente della società deve essere prevista la possibilità di recesso per l'investitore.

Ciò serve ad evitare offerte opportunistiche effettuate poco prima di vendere la maggioranza ad altro soggetto.

Costituisce condizione di perfezionamento dell'offerta il fatto che una quota (5% o 3% se il bilancio dell'emittente è certificato) sia riservata a investitori professionali.

È una tutela perché non c'è alcun obbligo di revisione, nessuna due diligence e nessun prospetto da emanare.

Gli investitori retail possono recedere se si verificano fatti nuovi prima della chiusura dell'offerta.