

# StuDocu.com

## Diritto dei mercati finanziari - Pinto

Diritto dei mercati finanziari (Università di Pisa)

## Introduzione

I protagonisti della disciplina dei mercati finanziari sono gli intermediari (i quali agevolano lo scambio avente ad oggetto strumenti finanziari), i mercati (luogo in cui avvengono gli scambi) e gli emittenti (coloro che emettono strumenti finanziari). Gli intermediari sono tutte S.p.A. e, in caso di crisi, sono esonerati dal fallimento, ma sono soggetti alla liquidazione coatta amministrativa.

Il Decreto legislativo n. 58/98, meglio conosciuto come Testo Unico della Finanza (TUF) o legge Draghi, si suddivide in una prima parte generale che contiene definizioni, in una seconda parte che riguarda la disciplina degli intermediari (art. 5 e seguenti), in una terza parte che riguarda i mercati regolamentati (art. 60 e seguenti), una quarta parte che riguarda la disciplina degli emittenti di strumenti finanziari, ed infine una quinta ed ultima parte che tratta le sanzioni relative alle parti seconda, terza e quarta.

In questo corso l'attenzione sarà concentrata sulla seconda parte la quale disciplina due attività diverse ovvero i servizi e attività di investimento e la gestione collettiva del risparmio (gestione di organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) ovvero fondi comuni di investimento e SICAV).

**Disciplina esterna** = insieme di regole dirette a garantire trasparenza dei comportamenti degli intermediari nei confronti del cliente. Questo ambito è di competenza della Consob.

**Disciplina interna** = diritto societario sotto il profilo dell'organizzazione interna degli intermediari per garantire stabilità e contenimento del rischio. Questo ambito è di competenza di B.I..

Al di sopra del Testo Unico della Finanza troviamo le direttive comunitarie come la direttiva MiFID mentre al di sotto troviamo i regolamenti che possono essere emanati dalla Consob (riguardano gli intermediari), B.I. (riguardano vigilanza prudenziale) e dal ministro dell'economia e delle finanze (riguardano fondi comuni di investimento o titolari partecipazioni rilevanti).

Il diritto dei mercati finanziari è un diritto dei soggetti abilitati o un diritto delle attività di mercato mobiliare? Ovvero si tratta di un sistema a soggetto o ad oggetto?

**Sistema a soggetto** = disciplina i comportamenti umani in funzione della titolarità del soggetto in quanto il presupposto della disciplina è la persona fisica. Il bene è visto dal punto di vista del diritto riferito a un soggetto (cose che possono essere oggetto di diritti). Il diritto privato è un esempio di sistema a soggetto in quanto muove a considerazione della persona umana.

**Sistema ad attività** = non presuppone l'esistenza di un soggetto ma muove dall'attività oggettivamente considerata a prescindere dal soggetto che la esercita. Il bene è visto in funzione della destinazione dello stesso all'attività (esempio dell'azienda con l'attività d'impresa). Il diritto commerciale è un esempio di sistema ad attività.

Il diritto dei mercati finanziari è quindi costituito come un sistema ad attività perché neutro rispetto al soggetto ma costruito intorno all'attività rilevante. Si tratta inoltre di un diritto speciale dell'impresa perché integra e deroga la disciplina generale del diritto commerciale e societario.

## Caratteristiche delle attività di mercato mobiliare

1) In queste attività è assente la specificità propria dell'attività bancaria (definizione in negativo):

la definizione di specificità di attività bancaria la troviamo all'art. 10 del TUB dove per attività bancaria si intende la raccolta del risparmio tra il pubblico e l'esercizio del credito. L'attività bancaria è riservata alle banche ma quest'ultime possono anche esercitare ogni altra attività finanziaria, secondo la disciplina propria di ciascuna, nonché attività connesse e strumentali.

La definizione di raccolta del risparmio (ad es. a capitale di debito come obbligazioni) tra il pubblico (un numero potenzialmente indeterminato di soggetti seguendo modalità standardizzate) la troviamo all'art. 11 secondo cui è raccolta del risparmio l'acquisizione di fondi con obbligo di rimborso (quindi per esercitare attività bancaria non è sufficiente acquisire fondi tra il pubblico a qualunque titolo), sia sotto forma di deposito sia sotto altra forma. Raccolta del risparmio tramite azioni non è quindi raccolta bancaria mentre l'emissione di obbligazioni si.

Per esercizio del credito si intende il trasferimento attuale o potenziale (caso del credito di firma) di risorse in favore del soggetto finanziato con obbligo di restituzione. La sola raccolta del risparmio dunque non integra completamente l'attività bancaria se non è presente anche l'esercizio del credito.

La banca si interpone tra risparmiatori da un lato e imprese finanziate dall'altro assumendo su di sé il rischio di insolvenza del soggetto finanziato. La banca garantisce restituzione dei fondi raccolti a prescindere dal rischio assunto e in questo assomiglia molto ad attività assicurativa in quanto attua la trasformazione di rischi individuali in rischi collettivi. A tal proposito l'esigenza prioritaria è garantire che la banca abbia stabilità sufficiente a far fronte ad eventuali insolvenze ed allo stesso tempo riuscire a garantire il rimborso. Questa caratteristica è assente in attività di mercato mobiliare in quanto l'intermediario non si assume il rischio di insolvenza e non è garante dei risparmiatori. I rischi rimangono quindi individuali e non c'è esigenza preponderante di tutelare la stabilità.

2) Tutte le attività di mercato mobiliare sono attività che hanno ad oggetto particolari beni che sono gli strumenti finanziari (definizione in positivo):

gli strumenti finanziari sono definiti nell'art 1 comma 2 del TUF e tale definizione ha finalità prescrittiva in quanto serve a delimitare la riserva di attività in favore degli intermediari. Si tratta di un'elencazione di categorie di titoli che la legge considera strumenti finanziari.

Tale elencazione ha carattere tassativo perché vengono individuate una serie di categorie ma allo stesso tempo ha carattere aperto in quanto l'elencazione può essere modificata con regolamento (di più facile emanazione rispetto ad una legge) del ministro dell'economia e del finanze. Infatti l'art. 18 comma 5 del TUF prevede che:

*“il ministro dell'economia, sentite la Banca d'Italia e la Consob, con regolamento può individuare, al fine di tener conto dell'evoluzione dei mercati finanziari e delle norme di adattamento stabilite dalle autorità comunitarie, nuove categorie di strumenti finanziari, nuovi servizi e attività di investimento e nuovi servizi accessori, indicando quali soggetti sottoposti a forme di vigilanza prudenziale possono esercitare i nuovi servizi e attività”.*

L'art. 1 comma 1 lettera u del TUF definisce i prodotti finanziari come: *“gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria; non costituiscono prodotti finanziari i depositi bancari o postali non rappresentati da strumenti finanziari”.* In tale definizione si usa un criterio diverso rispetto a quello utilizzato per definire gli strumenti

finanziari infatti tale definizione si fonda su un criterio generale o principio. La nozione di prodotto finanziario è il concetto generale in quanto contiene quella di strumento finanziario.

Per “ogni altra forma” si intende che il carattere finanziario è comune sia a nozione di prodotto che a quella di strumento finanziario però nel caso di strumento finanziario la finanziarietà si presume dal fatto che il titolo rientra nell’elencazione tipica; viceversa per i prodotti finanziari la finanziarietà non si presume ma deve essere dimostrata di volta in volta (criterio di atipicità).

## La nozione di strumento finanziario

La nozione deriva dal diritto europeo e va a sostituire la precedente nozione di “valore mobiliare” che era individuata sulla base di una definizione generale (qualunque documento o certificato che fosse rappresentativo di diritti in imprese) al cui interno spettava poi all’interprete ricondurre le singole fattispecie. Lo strumento finanziario è invece individuato in base ad un elenco (chiuso) che vincola maggiormente l’interprete. L’elencazione degli strumenti finanziari si può suddividere in due gruppi ovvero da un lato gli strumenti finanziari non derivati (lettere a,b,c comma 2 art 1) e dall’altro gli strumenti finanziari derivati (lettere d,e,f,g,h,i,j comma 2 art 1).

### **Strumenti finanziari non derivati:**

Gli strumenti finanziari non derivati sono i valori mobiliari, gli strumenti del mercato monetario e le quote di un organismo di investimento collettivo del risparmio. L’identificazione di questa prima famiglia di strumenti finanziari avviene a due livelli in quanto si ha la diretta indicazione di singole tipologie di strumenti (quote di oicr) e il rinvio a sottocategorie (valori mobiliari e strumenti del mercato monetario).

Art 1 comma 1-bis → Per “valori mobiliari” si intendono categorie di valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali, quali ad esempio:

- a) le azioni di società e altri titoli equivalenti ad azioni di società, di *partnership* o di altri soggetti e certificati di deposito azionario;
- b) obbligazioni e altri titoli di debito, compresi i certificati di deposito relativi a tali titoli;
- c) qualsiasi altro titolo normalmente negoziato che permette di acquisire o di vendere i valori mobiliari indicati alle precedenti lettere;
- d) qualsiasi altro titolo che comporta un regolamento in contanti determinato con riferimento ai valori mobiliari indicati alle precedenti lettere, a valute, a tassi di interesse, a rendimenti, a merci, a indici o a misure

Art 1 comma 1-ter → Per “strumenti del mercato monetario” si intendono categorie di strumenti normalmente negoziati nel mercato monetario, quali, ad esempio, i buoni del tesoro, i certificati di deposito e le carte commerciali.

Per quanto riguarda le quote di oicr non si ha richiamo ad altro comma perché è chiaro cosa intende il legislatore. Infatti le azioni delle sicav, essendo partecipazioni azionarie a tutti gli effetti rientrano in lettera a in quanto valori mobiliari. In lettera c ci si riferisce quindi solo a quote di fondi comuni.

L’elenco non è da ritenersi del tutto chiuso perché le singole tipologie di strumenti non sono identificate in termini tassativi (ad es. oltre alle azioni si citano gli altri titoli equivalenti ed oltre

alle obbligazioni si richiamano gli altri titoli di debito) in quanto si vuole evitare l'elenco risulti di rapida obsolescenza o che si creino disallineamenti a livello comunitario.

Il tratto comune a tutte le tipologie di cui sopra può essere individuato nella presenza di un soggetto emittente e dell'idoneità dello strumento a formare oggetto di negoziazione sul mercato dei capitali (non solo nei mercati regolamentati). Il requisito della negoziabilità viene richiamato come dato caratterizzante le due sottocategorie mentre, per le quote di oicr, non è espressamente richiamato ma in realtà deve darsi per sottointeso in quanto la negoziabilità rappresenta un dato distintivo della disciplina ad essi applicata. Ne deriva che un titolo che non sia negoziabile sul mercato dei capitali non sarà uno strumento finanziario anche se valido a tutti gli effetti come titolo.

La negoziabilità non figura in termini identici nelle sottocategorie infatti per i valori mobiliari si richiede che gli strumenti *“possano essere negoziati sul mercato dei capitali”* (criterio della potenzialità della negoziazione ovvero prevede che i titoli debbano essere idonei alla negoziazione), mentre per gli strumenti del mercato monetario si fa riferimento al fatto che essi siano *normalmente negoziati* sul mercato monetario.

Non rientra dunque nella definizione di strumento finanziario uno strumento sottoposto a vincoli tali da renderlo inalienabile mentre è da ritenere che la previsione di limiti di trasferimento (ad es. clausole di prelazione proprie e improprie o gradimento riferibili alle azioni) se tale da non rendere il titolo intrasferibile non siano di ostacolo alla qualificazione dello strumento come strumento finanziario.

In caso di clausole di prelazione (proprie e improprie) non precludono l'idoneità del titolo ad essere negoziato quindi l'azione è comunque qualificabile come strumento finanziario. In caso di gradimento ordinario il giudizio sul gradimento è vincolato da presupposti stabiliti dallo statuto e di solito non si preclude negoziabilità. In caso di mero gradimento (se inserita bisogna dare contemporaneamente diritto di recesso al socio) non vengono predeterminati requisiti in relazione ai quali valutare il gradimento e quindi in caso si precluda la negoziabilità non si avranno strumenti finanziari.

Le azioni di soci cooperatori di società cooperative non sono strumenti finanziari in quanto non risultano una forma di investimento di natura finanziaria e non sono liberamente negoziabili in quanto l'art 2530 prevede che la cessione deve essere autorizzata dagli amministratori (gradimento legale). A tal riguardo sono però previste delle eccezioni.

L'art 2526 dice che l'atto costitutivo può prevedere l'emissione di strumenti finanziari secondo la disciplina prevista per le s.p.a. e che quindi non sono sottoposte né a gradimento legale né ad alcun divieto di circolazione e sono conseguentemente strumenti finanziari. Una disciplina speciale è prevista per le cooperative di credito ovvero per le banche di credito cooperativo e per le banche popolari. Le banche di credito cooperativo sono cooperative sia strutturalmente che funzionalmente mentre le banche popolari sono cooperative sono per quanto riguarda la struttura che adottano ma funzionano come tutte le altre banche.

In entrambi i casi la struttura cooperativa prevede il gradimento legale ma nonostante questo le azioni di una banca popolare sono strumenti finanziari perché l'art 30 comma 6 del TUB prevede che *“coloro ai quali il cda abbia rifiutato l'ammissione a socio non possono esercitare i diritti amministrativi ma possono comunque esercitare i diritti patrimoniali e quindi trasferire liberamente le proprie azioni”*.

## Strumenti finanziari derivati:

I derivati sono tanti ma quelli compresi nell'elencazione dell'art 1 comma 2 sono strumenti finanziari. Infatti da un punto di vista giuridico il contratto derivato è uno schema negoziale che può essere usato per funzioni e finalità diverse tra di loro (anche per funzioni non finanziarie). Il derivato prevede che il valore delle prestazioni dedotte dal contratto non è predeterminato a priori ma dipende dal valore di un'attività sottostante. Per questo motivo il contratto derivato è un tipico contratto aleatorio (contrapposizione con i contratti commutativi come la compravendita dove le prestazioni sono predeterminate a priori).

Per tanto tempo la dottrina ha pensato di equiparare i contratti derivati alla definizione di gioco e scommessa che troviamo all'art 1933 e di introdurre quindi il concetto di obbligazioni naturali dell'art 2034. Con l'entrata in vigore del TUF, l'art 23 comma 5 ci dice che "Nell'ambito della prestazione dei servizi e attività di investimento, agli strumenti finanziari derivati nonché a quelli analoghi individuati ai sensi dell'articolo 18, comma 5, lettera a), non si applica l'articolo 1933 del codice civile" e quindi dal contratto derivato sorgono obbligazioni in senso proprio e non solo in senso naturale.

Il derivato può avere funzione di copertura del rischio o funzione puramente speculativa. Nel primo caso si intende che la finalità è quella di coprire rischi preesistenti (ad es. di cambio o di credito) e per far ciò la consob prevede che il derivato debba essere strutturato su durata ed entità del rischio medesimo e che non basti quindi il mero collegamento ad un rischio. Tutti i derivati che non hanno queste caratteristiche diventano derivati con funzione speculativa.

Gli indici di finanziarietà dei contratti derivati sono contenuti nelle lettere d,e,f,g dell'art 1 comma 2 ed in ordine di importanza troviamo come primo indice l'attività sottostante, poi la modalità di esecuzione del contratto, poi il luogo di negoziazione ed infine la clausola commerciale o non commerciale del contratto.

La lettera d fa riferimento al primo indice di finanziarietà: *"contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, o ad altri strumenti derivati, indici finanziari o misure finanziarie che possono essere regolati con consegna fisica del sottostante o attraverso il pagamento di differenziali in contanti"*. Dunque i derivati finanziari sono quei contratti derivati che hanno come sottostante indicatori tipicamente finanziari e cioè tassi di interesse, valori mobiliari, valute. Si può anche dire che un derivato è strumento finanziario se l'attività sottostante è finanziaria anche se il luogo di negoziazione dello strumento non è finanziario.

La lettera e fa riferimento al secondo indice di finanziarietà: *"contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti (quindi senza consegna fisica del bene) o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto"*. I contratti derivati su merci hanno come sottostante merci ovvero qualsiasi bene di per se senza valenza finanziaria ma che possono formare oggetto di scambio. Nonostante questo possono comunque essere considerati strumenti finanziari quando il regolamento del contratto avviene come descritto sopra.

Chiedere il regolamento del differenziale in contanti è una condizione fisiologica mentre la condizione patologica si ha quando ad esempio il contratto prevede consegna fisica del sottostante e in caso di inadempimento di una parte quest'ultima deve adempiere in contanti allora non si ha strumento finanziario.

La lettera f fa riferimento al terzo indice di finanziarietà: *“contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap» e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento può avvenire attraverso la consegna del sottostante e che sono negoziati su un mercato regolamentato e/o in un sistema multilaterale di negoziazione”*. In questo caso la finanziaria età del contratto deriva dal fatto che il contratto è negoziato su un mercato o su un sistema multilaterale a prescindere che l'attività sottostante non sia finanziaria e che il regolamento delle prestazioni non avvenga con differenziale in contanti. La caratteristica comune a entrambi i sistemi di negoziazione è che sono strutturati in modo da garantire trasparenza sulla formazione del prezzo.

La lettera g fa riferimento al quarto indice di finanziarietà: *“contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine («forward») e altri contratti derivati connessi a merci il cui regolamento può avvenire attraverso la consegna fisica del sottostante, diversi da quelli indicati alla lettera f), che non hanno scopi commerciali, e aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o se sono soggetti a regolari richiami di margini”*. Il legislatore quindi esclude dalla nozione di strumento finanziario quei contratti che perseguono scopi commerciali.

I derivati esotici sono contratti con sottostante diverso da attività finanziaria e da merci e sono definiti dalle lettere h,i,j come:

- h) strumenti derivati per il trasferimento del rischio di credito;
- i) contratti finanziari differenziali;
- j) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine sui tassi d'interesse e altri contratti derivati connessi a variabili climatiche, tariffe di trasporto, quote di emissione, tassi di inflazione o altre statistiche economiche ufficiali, il cui regolamento avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto.

Per quest'ultima tipologia di strumenti derivati si pone l'esigenza di distinguere tra contratti finanziari (soggetti alla disciplina dei servizi di investimento) e contratti diversi (da escludere nell'ambito di applicazione della disciplina) ovvero quelli appena elencati. Anche per i derivati diversi la finanziaria età del contratto deriva dal fatto che il contratto stesso possieda i requisiti di finanziaria età delle lettere d,e,f,g.

La nozione di strumento finanziario trova un limite inferiore e un limite superiore. Il limite inferiore è ricavabile dall'art 1 comma 4 del TUF ai sensi del quale i mezzi di pagamento non sono strumenti finanziari. Il limite superiore è invece rappresentato dalla nozione di prodotto finanziario.

## La nozione di servizi e attività di investimento

L'art 1 comma 5 del TUF prevede che *“Per servizi e attività di investimento si intendono i seguenti, quando hanno per oggetto strumenti finanziari:*

- a) *negoziazione per conto proprio;*
- b) *esecuzione di ordini per conto dei clienti;*
- c) *sottoscrizione e/o collocamento con assunzione a fermo ovvero con assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente;*
- c-bis) *collocamento senza assunzione a fermo né assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente;*

- d) gestione di portafogli;
- e) ricezione e trasmissione di ordini;
- f) consulenza in materia di investimenti;
- g) gestione di sistemi multilaterali di negoziazione”

La riserva di attività in materia di servizi e attività di investimento è formulata dall'art 18 comma 1 TUF ai sensi del quale *“L'esercizio professionale nei confronti del pubblico dei servizi e delle attività di investimento (attività rilevante) è riservato alle imprese di investimento e alle banche (riserva di attività)”*. Le condizioni devono essere entrambe soddisfatte ovvero non è soggetto a riserva il servizio di investimento che sia svolto in modo professionale ma non nei confronti del pubblico. Gli elementi che concorrono dunque a formare la nozione di attività rilevante sono l'esercizio professionale, la destinazione nei confronti del pubblico e la nozione di servizi e attività di investimento.

La nozione di impresa di investimento la troviamo all'art 4 comma 1 n.1 della MIFID infatti : *“«impresa di investimento» è qualsiasi persona giuridica la cui occupazione o attività abituale consiste nel prestare uno o più servizi di investimento a terzi e/o nell'effettuare una o più attività di investimento a titolo professionale”*. L'art 5 comma 1 della MiFID prevede inoltre che. *“Ciascuno Stato membro prescrive che la prestazione di servizi o l'esercizio di attività di investimento come occupazione o attività abituale a titolo professionale sia soggetta ad autorizzazione preventiva ai sensi delle disposizioni del presente capo”*.

Dal combinato tra art 4 e 5 emerge che la nozione di attività rilevante è fondata su tre requisiti distinti tra loro ovvero l'abitualità, l'esercizio a titolo professionale e la destinazione a terzi dell'attività.

All'art 2 comma 1 lettere b e c della MIFID troviamo in positivo sia la definizione di destinazione a terzi dell'attività sia la definizione di esercizio a titolo professionale. Infatti la lettera b prevede che la disciplina non debba essere applicata *“alle persone che prestano servizi di investimento esclusivamente alla propria impresa madre, alle proprie imprese figlie o ad altre imprese figlie della propria impresa madre (l'impresa di gruppo viene intesa in senso economico)”*.

Da ciò ci capisce che la definizione di destinazione a terzi è diversa dalla definizione di destinazione al pubblico dell'art 10 del TUB. Infatti in questo caso il terzo è inteso in senso sostanziale ed economico (ovvero in termini di impresa in senso economico e quindi destinazione a economie terze cioè a sfere formalmente ed economicamente autonome) e non in senso giuridico e formale (ovvero quando l'attività è indirizzata a soggetto autonomo al di fuori della sfera di chi presta il servizio).

La lettera c invece prevede che la disciplina non debba essere applicata *“alle persone che prestano servizi di investimento a titolo accessorio nell'ambito di un'attività professionale, se detta attività è disciplinata da disposizioni legislative o regolamentari o da un codice di deontologia professionale i quali non escludono la prestazione dei servizi di cui trattasi”*. Da ciò si capisce che non rientrano nella riserva di attività i servizi prestati in via occasionale ed accessoria senza idonei schemi organizzativi per il loro svolgimento. La nozione di professionalità deve essere quindi intesa nel senso di svolgimento sistematico e ricorrente dell'attività.

La negoziazione di strumenti finanziari si caratterizza per una mancanza di trasparenza ovvero un'asimmetria informativa tra intermediario e risparmiatore, dove il primo è avvantaggiato dal desumere l'andamento dello strumento finanziario perché ha più informazioni. A tal proposito sorge la necessità di applicare una disciplina sulla trasparenza che impone determinati obblighi agli intermediari.

## Negoziazione per conto proprio:

L'art 1 comma 5-bis del TUF prevede che: *“per negoziazione per conto proprio si intende l'attività di acquisto e vendita di strumenti finanziari, in contropartita diretta e in relazione a ordini dei clienti, nonché l'attività di market maker”*. Tale servizio ha ad oggetto l'acquisto e la vendita di strumenti finanziari e dunque si sostanzia nel compimento di operazioni nel mercato secondario (non necessariamente regolamentato). In relazione agli strumenti derivati l'attività consiste nella conclusione delle relative operazioni e nella stipula dei relativi contratti con gli investitori.

Per negoziazione per conto proprio si intende quindi l'attività con cui l'intermediario, su richiesta del cliente, gli vende strumenti finanziari di sua proprietà oppure li acquista direttamente dal cliente stesso. L'operazione ha luogo dunque in contropartita diretta ossia essa va ad incidere sul patrimonio dell'intermediario sul quale si rifletteranno i risultati dell'operazione stessa.

La negoziazione in conto proprio ha ad oggetto la conclusione di operazioni in relazione a ordini dei clienti e quindi vengono escluse dall'ambito di applicazione della disciplina le attività di negoziazione poste in essere al solo fine di soddisfare esigenze proprie del soggetto negoziatore. Quindi l'offerta di acquisto o di vendita di strumenti finanziari deve essere personalizzata ovvero orientata sul cliente sia dal punto di vista del contenuto che dei destinatari (cliente specifico). Se vengono a mancare questi requisiti l'intermediario non svolge negoziazione ma collocamento.

L'art 1 comma 5-quater prevede che: *“per market maker si intende il soggetto che si propone sui mercati regolamentati e sui sistemi multilaterali di negoziazione, su base continua, come disposto a negoziare in contropartita diretta acquistando e vendendo strumenti finanziari ai prezzi da esso definiti”*(in questa attività a differenza della negoziazione manca l'ordine del cliente).

Un'altra particolare modalità di prestazione del servizio di negoziazione per conto proprio, oltre a quella del market maker, è rappresentata dall'attività di internalizzazione sistematica. L'art 1 comma 5-ter del TUF prevede che: *“per internalizzatore sistematico si intende il soggetto che in modo organizzato, frequente e sistematico negozia per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione”*. L'internalizzatore sistematico rappresenta una sede di esecuzione degli ordini (trading venue) alternativa rispetto ai mercati regolamentati e ai sistemi multilaterali di negoziazione (in questo caso però viene mantenuto l'ordine del cliente che invece manca nel market maker).

## Esecuzione di ordini per conto del cliente:

L'esecuzione di ordini per conto dei clienti è il servizio con cui l'intermediario, su richiesta del cliente, acquista o vende strumenti finanziari nelle varie sedi di negoziazione. In tale attività l'intermediario non impegna posizioni proprie e dunque gli effetti dell'operazione non ricadono sul suo patrimonio. La ricerca della controparte avviene in relazione ad una specifica operazione di compravendita di un determinato quantitativo di strumenti finanziari (quindi offerta non in massa al pubblico in generale come avviene per il collocamento).

L'attività di negoziazione non deve necessariamente svolgersi in mercati regolamentati ma, laddove ciò si verifici, troveranno applicazione le regole che disciplinano il funzionamento di tali mercati. Diversamente l'attività di negoziazione si svolgerà sulla base di accordi intercorsi tra le parti fermo il rispetto delle regole di comportamento dettate per la prestazione di tale

servizio. A differenza del servizio di collocamento, il servizio di esecuzione di ordini si svolge tipicamente sul mercato secondario.

### Collocamento:

Il servizio consiste nell'offerta ad una cerchia di possibili investitori di un determinato quantitativo di strumenti finanziari sulla base di un accordo preventivo che intercorre tra intermediario collocatore e il soggetto che emette o vende gli strumenti stessi. Gli elementi distintivi del servizio di collocamento rispetto al servizio di esecuzione di ordini sono così ricostruibili:

- a) il servizio di collocamento può avere ad oggetto anche la sottoscrizione e non soltanto la vendita di strumenti finanziari, può cioè trattarsi di un servizio che si svolge sul mercato primario (oltre che ovviamente su quello secondario).
- b) nel servizio di collocamento l'intermediario necessariamente offre all'investitore di acquistare o sottoscrivere strumenti finanziari mentre l'esecuzione di ordini può avere ad oggetto sia l'acquisto che la vendita.
- c) nel servizio di collocamento l'offerta degli strumenti finanziari avviene a condizioni standardizzate nell'ambito dello svolgimento di un'operazione di massa.

Il collocamento deve essere esercitato per conto terzi ovvero presuppone la presenza di un soggetto (emittente) per conto del quale l'intermediario agisce. In altri termini chi offre gli strumenti finanziari da lui stesso emessi o di cui è titolare non svolge un servizio di collocamento.

Il servizio di collocamento può assumere due forme diverse (lettera c e c-bis) e che derivano dalla circostanza per la quale l'intermediario può sopportare o meno (e in caso affermativo con modalità diverse) il rischio del mancato integrale collocamento degli strumenti finanziari.

Lettera c-bis → l'intermediario non sopporta il rischio del mancato buon fine dell'operazione che invece è integralmente supportato dall'emittente o da chi vende strumenti finanziari. Non si hanno dunque effetti sul patrimonio dell'intermediario.

Lettera c → L'intermediario si accolla in tutto o in parte il rischio relativo al mancato collocamento degli strumenti finanziari. Nel caso di assunzione a fermo l'intermediario acquisisce o sottoscrive immediatamente (in tutto o in parte e prima di eseguire operazione di collocamento) gli strumenti oggetto del collocamento assumendo conseguentemente l'impegno di offrirli a terzi. In questo caso dunque l'intermediario assume ex-ante il rischio di non completa sottoscrizione.

Nel caso invece di assunzione di garanzia in senso stretto nei confronti dell'emittente l'intermediario assume l'impegno di acquisire al termine dell'offerta gli strumenti finanziari non collocati. L'intermediario quindi assume ex-post il rischio di mancato collocamento in quanto durante l'operazione di collocamento gli strumenti finanziari rimangono di proprietà dell'emittente. In entrambi i casi si avranno ripercussioni sul patrimonio dell'intermediario qualora il collocamento non sia completo. Per questo motivo si tratta di un'operazione più pericolosa per la stabilità dell'intermediario e quindi è richiesto un capitale minimo superiore rispetto a chi fa solo collocamento senza assunzione di garanzia.

### Gestione di portafogli:

L'art 1 comma 5-quinquies del TUF prevede che: *“per gestione di portafogli si intende la gestione, su base discrezionale e individualizzata, di portafogli di investimento che includono uno o più strumenti finanziari e nell'ambito di un mandato conferito dai clienti”*. Requisiti

della gestione di portafogli sono dunque la gestione, discrezionalità, individualizzazione ed oggetto (portafoglio di investimento).

**Gestione** = si intende la gestione di un patrimonio ovvero un'attività programmata per il raggiungimento di uno scopo produttivo (incrementare valore del patrimonio. Non rientrano quindi in questa fattispecie le gestioni di mero godimento come ad es. attività di amministrazione di strumenti finanziari (gestione fiduciaria).

**Discrezionalità** = può essere decisoria se riguarda la scelta di investimento in quanto tale oppure tecnica-esecutiva se riguarda le modalità di esecuzione di una scelta di investimento (tipo luoghi di esecuzione dell'ordine). La discrezionalità decisoria è l'elemento che distingue maggiormente il servizio di gestione di portafogli dagli altri servizi di investimento nei quali, di contro, l'intermediario agisce sempre a seguito di specifici ordini rilasciati dal cliente e facendo quindi ricorso ad una discrezionalità meramente tecnica. Nel caso di gestione di portafogli il processo di decisione di investimento non è scelto dal cliente ma dall'intermediario e quindi si ha discrezionalità decisoria da parte dell'intermediario.

**Individualizzazione** = il servizio di gestione di portafogli si basa su un rapporto personale tra un investitore e un intermediario. L'investitore affida all'intermediario uno specifico patrimonio che resta distinto sia dal patrimonio dell'intermediario sia da quello di eventuali altri investitori. L'attività è dunque svolta nell'interesse del singolo cliente e non nell'interesse comune come avviene nella gestione collettiva del risparmio (riguarda la natura del servizio). Il patrimonio può anche essere depositato presso un soggetto terzo purché l'intermediario abbia il potere di movimentarlo per il compimento delle operazioni che rientrano nella attività gestoria.

**Oggetto** = si tratta di portafogli di investimento che includono uno o più strumenti finanziari. A differenza degli altri servizi di investimento, che possono avere ad oggetto unicamente strumenti finanziari, un portafoglio di investimenti può comprendere anche beni e attività diverse dagli strumenti finanziari. L'espressione portafoglio di investimento pur essendo più ampia di quella di strumento finanziario non può comunque condurre alla conclusione per cui il portafoglio gestito può essere composto in maniera prevalente da attività o beni che non siano strumenti finanziari. Il portafoglio può dunque essere composto totalmente, in maniera prevalente o anche da un solo strumento finanziario.

L'attività deve essere svolta su mandato conferito dai clienti all'intermediario. Onde evitare che l'intermediario abusi del potere di discrezionalità decisoria la legge introduce dei parametri di adeguatezza che si applicano ogni qual volta siamo in presenza di discrezionalità decisoria.

Nella gestione di portafogli il cliente può impartire istruzioni vincolanti in ordine alle operazioni da compiere (che possono ad esempio riguardare la modifica della politica di investimento), può recedere in ogni momento dal contratto (fermo restando il diritto di recesso del gestore), e può affidare la rappresentanza per l'esercizio dei diritti di voto inerenti agli strumenti finanziari in gestione all'impresе di investimento, alla gsr o alla banca.

Un'altra differenza con il servizio di gestione collettiva del risparmio riguarda la struttura del servizio stesso. Infatti la gestione collettiva si caratterizza per l'intervento di tre distinti soggetti ovvero l'investitore, l'intermediario e la banca depositaria.

Le gestioni individuali possono essere con preventivo assenso (palesi) oppure surrettizie (occulte). Nelle gestioni con preventivo assenso è prevista la raccolta formale del preventivo assenso del cliente per ogni attività di gestione effettuata sul suo portafoglio. Quindi il gestore propone al cliente interventi di variazione che il cliente di volta in volta accetta.

### **Ricezione e trasmissione di ordini:**

L'art 1 comma 5-sexies prevede che il servizio comprende: *“la ricezione e la trasmissione di ordini nonché l'attività consistente nel mettere in contatto due o più investitori, rendendo così possibile la conclusione di un'operazione fra loro (mediazione)”*. Si tratta di un servizio che si colloca a monte dell'attività di negoziazione in quanto l'investitore trasmette un ordine che l'intermediario non esegue direttamente ma lo ritrasmette ad un soggetto negoziatore per la successiva esecuzione sul mercato. Tale attività è riservata (se esercitata in modo professionale e nei confronti del pubblico) onde evitare tentativi di aggirare la riserva di attività.

### **Consulenza in materia di investimenti:**

L'art 1 comma 5-septies prevede che: *“per consulenza in materia di investimenti si intende la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario. La raccomandazione è personalizzata quando è presentata come adatta per il cliente o è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente. Una raccomandazione non è personalizzata se viene diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione”*.

Tratti distintivi della consulenza sono dunque a) la raccomandazione, b) personalizzata ad un cliente, c) dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, d) deve riguardare una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario.

- a) Qualsiasi informazione trasmessa al cliente mediante veicolo informativo.
- b) La raccomandazione è personalizzata quando è presentata come adatta per il cliente o è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente. La cattiva consulenza, se personalizzata e presentata come adatta per il cliente, è pur sempre consulenza. Adattabilità non valutata in relazione a parametri.
- c) Per l'applicazione della disciplina non assume rilievo se la richiesta di consulenza venga avanzata dal cliente o sia di iniziativa dell'intermediario.
- d) Integra il requisito della determinatezza della consulenza. La consulenza consiste nel rilascio di consigli specifici ossia riferiti ad un particolare strumento finanziario. Non sono quindi consulenza consigli e raccomandazioni relativi a categorie o tipologie generali di strumenti finanziari (azioni, obbligazioni, derivati) ma bisogna andare nel dettaglio. Il consiglio deve avere ad oggetto specifiche operazioni (acquisto, vendita) e deve riguardare un determinato strumento finanziario.

L'ultimo periodo della definizione ci dice cosa non debba intendersi per raccomandazione personalizzata in quanto se è rivolta in modo standardizzato non può essere rivolta ad un determinato cliente.

### **Gestione di sistemi multilaterali di negoziazione:**

L'art 1 comma 5-octies prevede che *“Per gestione di sistemi multilaterali di negoziazione si intende la gestione di sistemi multilaterali che consentono l'incontro, al loro interno ed in base a regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti”*. Un sistema di negoziazione multilaterale è quindi una sorta di mercato aperto ad una pluralità di operatori.

Come per quanto avviene per i mercati regolamentati, nei sistemi multilaterali di negoziazione l'incontro tra domanda e offerta avviene in base a regole non discrezionali (che escludono discrezionalità delle parti).

Ciò che distingue invece i sistemi multilaterali di negoziazione dai mercati regolamentati è che quest'ultimi sono in possesso di un riconoscimento formale e quindi sono disciplinati in modo diverso. I soggetti abilitati a gestire i sistemi multilaterali di negoziazione sono quelli in possesso della riserva di attività (banche, sgm, imprese di investimento ecc.).

### **I servizi accessori:**

Dai servizi di investimento vanno distinti i servizi accessori i quali non sono soggetti a riserva di attività a favore degli intermediari abilitati alla prestazione dei servizi di investimento ma rappresentano servizi che gli intermediari possono svolgere in quanto, per l'appunto, autorizzati alla prestazione dei servizi di investimento. L'art 1 comma 6 del TUF prevede che per servizi accessori si intendano:

- a) la custodia e amministrazione di strumenti finanziari e relativi servizi connessi 47;
- b) la locazione di cassette di sicurezza;
- c) la concessione di finanziamenti agli investitori per consentire loro di effettuare un'operazione relativa a strumenti finanziari, nella quale interviene il soggetto che concede il finanziamento;
- d) la consulenza alle imprese in materia di struttura finanziaria, di strategia industriale e di questioni connesse, nonché la consulenza e i servizi concernenti le concentrazioni e l'acquisto di imprese;
- e) i servizi connessi all'emissione o al collocamento di strumenti finanziari, ivi compresa l'organizzazione e la costituzione di consorzi di garanzia e collocamento;
- f) la ricerca in materia di investimenti, l'analisi finanziaria o altre forme di raccomandazione generale riguardanti operazioni relative a strumenti finanziari 48;
- g) l'intermediazione in cambi, quando collegata alla prestazione di servizi d'investimento;
- g-bis) le attività e i servizi individuati con regolamento del Ministro dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob, e connessi alla prestazione di servizi di investimento o accessori aventi ad oggetto strumenti derivati.

Non trattandosi di attività soggette a riserva tali servizi possono anche essere svolti da soggetti non abilitati. Tali servizi accessori inoltre non devono essere giocoforza prestati in via ausiliaria o strumentale rispetto ad un servizio di investimento (tranne caso di intermediazione in cambi). È dunque legittimo che un intermediario abilitato alla prestazione di servizi di investimento svolga servizi accessori anche in via autonoma (ovvero il servizio accessorio non è di supporto ad un servizio di investimento).

Le sim e le banche sono autorizzate a prestare tutti i servizi accessori senza alcuna eccezione (rispettivamente art 18 comma 4 TUF e art 1 comma 2 TUB). Per quanto attiene alle sgr e società finanziarie di art 107 TUB esse possono svolgere solo alcuni servizi accessori.

### **Gestioni di portali per la raccolta di capitali per le start up innovative:**

L'art 1 comma 5 novies del TUF prevede che: *“per portale per la raccolta di capitali per le start-up innovative si intende una piattaforma online che abbia come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitale di rischio da parte delle start-up innovative, comprese le start-up a vocazione sociale”*.

L'art. 50 quinquies comma 1 del TUF prevede che: *“è gestore di portali il soggetto che esercita professionalmente il servizio di gestione di portali per la raccolta di capitali per le start-up innovative ed è iscritto nel registro di cui al comma 2”*.

L'art. 50 quinquies comma 2 prevede che: *“l'attività di gestione di portali per la raccolta di capitali per le start-up innovative è riservata alle imprese di investimento e alle banche autorizzate ai relativi servizi di investimento nonché ai soggetti iscritti in un apposito registro tenuto dalla Consob, a condizione che questi ultimi trasmettano gli ordini riguardanti la sottoscrizione e la compravendita di strumenti finanziari rappresentativi di capitale esclusivamente a banche e imprese di investimento”*. Ai soggetti iscritti in tale registro non si applicano regole di correttezza e trasparenza dei comportamenti.

L'intento del legislatore non è quello di estendere la disciplina dei servizi di investimento ai gestori di portali ma è quello di disapplicare tale disciplina anche se tale attività di per se potrebbe implicare l'esercizio di servizi di investimento (infatti dal punto di vista dei servizi di investimento l'attività dei gestori si affianca alla gestione e trasmissione di ordini). Si ha dunque una rilevanza in negativo.

L'oggetto di tale disciplina riguarda azioni e quote quindi valori mobiliari e di conseguenza strumenti finanziari. Collocamento, negoziazione, ricezione e trasmissione di ordini sono dunque attività strumentali alla facilitazione della raccolta dei titoli rappresentativi di capitale di rischio emessi dalle start up. Per questo motivo si potrebbe pensare che la gestione di portali potrebbe rientrare nella categoria di servizi di investimento, ed essere disciplinata di conseguenza, ma la legge afferma che tale attività non è soggetta alla disciplina dei servizi di investimento in quanto può essere esercitata anche da soggetti che non devono rispettare trasparenza (gestori di portali). Si ha dunque come già detto una rilevanza in negativo.

L'art 25 comma 2 del D.L. 179/2012 precisa che: *“start-up innovativa e' la societa' di capitali, costituita anche in forma cooperativa (presuppone che cooperativa sia soc. di capitali ma in realtà non è così), di diritto italiano ovvero una Societas Europea, residente in Italia le cui azioni o quote rappresentative del capitale sociale non sono quotate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione e che possiede particolari requisiti come:*

- b) e' costituita e svolge attività d'impresa da non più di quarantotto mesi (deve essere impresa giovane);*
- c) ha la sede principale dei propri affari e interessi in Italia*
- f) ha, quale oggetto sociale esclusivo, lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico”*.

Per le start up innovative sono previste delle particolari deroghe dall'art 26 del D.L. 179/2012 infatti il comma 1 precisa che: *“il termine entro il quale la perdita deve risultare diminuita a meno di un terzo stabilito dagli articoli 2446 comma secondo e 2482-bis comma quarto del c.c. e' posticipato al secondo esercizio successivo (differimento temporale della rilevanza della perdita). Per le start-up innovative che si trovino nelle ipotesi previste dagli articoli 2447 o 2482-ter del c.c. (riduzione del capitale al di sotto del limite legale) l'assemblea in alternativa all'immediata riduzione del capitale e al contemporaneo aumento del medesimo a una cifra non inferiore al minimo legale, può deliberare di rinviare tale decisione alla chiusura dell'esercizio successivo. Fino alla chiusura di tale esercizio non opera la causa di scioglimento della societa' per riduzione o perdita del capitale sociale”*. In tutti questi casi dunque si deroga alla tutela dei terzi.

Inoltre il comma 5 afferma che: *“in deroga a quanto previsto dall'articolo 2468 del c.c., le quote di partecipazione in start-up innovative costituite in forma di società a responsabilità limitata possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari”*. In questo caso si deroga invece su un tratto caratterizzante di un tipo di società ovvero la srl.

## **Sottoscrizione e collocamento di prodotti finanziari emessi da banche e assicurazioni:**

In questo caso si ha una rilevanza in positivo in quanto il legislatore ha deciso di estendere la disciplina dei servizi di investimento anche ad attività che servizi di investimento non sono ma che presentano esigenze analoghe di tutela.

Si tratta di un'attività definita in modo analogo al servizio di investimento collocamento (offerta al pubblico in forma standardizzata) ed è estesa a chi la esercita la disciplina sulla trasparenza degli art. 21-23 del TUF. Si fa riferimento ai prodotti finanziari e non a strumenti finanziari in quanto quest'ultimi sono già disciplinati dalla disciplina dei servizi di investimento. Nel particolare dunque l'estensione della disciplina vige su art 1 comma 1 lettera w-bis del TUF ovvero: *“le polizze e le operazioni di cui ai rami vita III e V con esclusione delle forme pensionistiche individuali ovvero polizze che non hanno funzione indennitaria ma che hanno finalità finanziaria come index-linked”*.

Per i prodotti finanziari emessi dalle banche invece non si ha una definizione in positivo delle attività a cui estendere la disciplina relativa ai servizi di investimento ma si ha una indicazione in negativo che deriva dalla stessa nozione di prodotto finanziario dell'art 1 comma 1 lettera u del TUF. La disciplina non va dunque ai bancari o postali non rappresentati da strumenti finanziari.

### **L'offerta fuori sede:**

La disciplina pone specifiche forme di tutela per l'investitore che entri in contatto con l'intermediario al di fuori delle sedi di quest'ultimo, in una situazione nella quale possono mancare presidi di controllo sull'attività posta in essere. L'art 30 comma 1 del TUF prevede che: *“per offerta fuori sede si intendono la promozione e il collocamento presso il pubblico:*

- a) 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;*
- b) 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”*.

Per promozione si intende l'illustrazione delle caratteristiche di un determinato servizio finalizzata alla vendita del servizio stesso. Per sede o dipendenza l'art 2 comma 1 del reg. intermediari prevede che si tratti di una: *“una sede, diversa dalla sede legale dell'intermediario autorizzato, costituita da una stabile organizzazione di mezzi e di persone, aperta al pubblico, che presta in via continuativa servizi o attività di investimento”*.

L'offerta fuori sede va tenuta distinta dalla semplice pubblicità e dalle cosiddette tecniche di comunicazione a distanza che l'art 32 del TUF definisce come: *“le tecniche di contatto con la clientela, diverse dalla pubblicità, che non comportano la presenza fisica e simultanea del cliente e del soggetto offerente o di un suo incaricato”*. Quindi le tecniche di contatto che non comportano la presenza fisica e simultanea del cliente e del soggetto offerente non rientrano nella nozione di offerta fuori sede ma in quella di tecniche di comunicazione a distanza.

L'offerta fuori sede non costituisce un servizio di investimento distinto rispetto agli altri e quindi per svolgere tale attività i soggetti abilitati non sono tenuti a munirsi di una specifica autorizzazione. L'offerta fuori sede configura piuttosto una particolare modalità di offerta dei singoli servizi e non un'attività autonoma.

Quanto agli strumenti finanziari l'offerta fuori sede degli stessi può essere effettuata soltanto dai soggetti autorizzati alla prestazione del servizio di collocamento, dalle sgr e sicav limitatamente alle quote e azioni di oicr. Per quanto riguarda i servizi di investimento, ogni intermediario abilitato alla prestazione di un determinato servizio è altresì abilitato ad offrirlo

fuori sede. La disciplina dell'offerta fuori sede si applica anche ai prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari.

L'art 30 comma 6 del TUF prevede che: *“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. Entro detto termine l'investitore può comunicare il proprio recesso senza spese né corrispettivo al promotore finanziario o al soggetto abilitato”*. Quindi il diritto di recesso non è previsto per qualsiasi servizio che venga contratto fuori sede.

Per esercitare l'offerta fuori sede gli intermediari devono avvalersi di soggetti appositamente abilitati denominati promotori finanziari i quali sono definiti all'art 31 comma 2 del TUF come: *“la persona fisica che, in qualità di agente collegato esercita professionalmente l'offerta fuori sede come dipendente, agente o mandatario. L'attività di promotore finanziario è svolta esclusivamente nell'interesse di un solo soggetto”*

Il promotore finanziario deve comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza e deve risultare iscritto in un apposito albo la quale avviene previo accertamento dei requisiti specifici previsti dalla legge e previo superamento di un esame. L'art 31 comma 3 del TUF prevede che: *“il soggetto abilitato che conferisce l'incarico è responsabile in solido dei danni arrecati a terzi dal promotore finanziario”*.

La legge individua due casi di esclusione dalla disciplina dell'offerta fuori sede. Nel primo caso l'art 30 comma 2 del TUF prevede che: *“non costituisce offerta fuori sede l'offerta effettuata nei confronti di clienti professionali e l'offerta di propri strumenti finanziari rivolta ai componenti del consiglio di amministrazione (esclusione configurata in termini soggettivi)”*. Nel secondo caso l'art 30 comma 8 prevede che: *“il diritto di recesso non si applica alle offerte pubbliche di vendita o di sottoscrizione di azioni con diritto di voto o di altri strumenti finanziari che permettano di acquisire o sottoscrivere tali azioni”*.

## La gestione collettiva del risparmio

L'art 1 comma 1 lettera n del TUF definisce la gestione collettiva del risparmio come “attività che si realizza tramite gestione di OICR e dei relativi rischi” la riserva di attività è stabilita all'articolo 32-quater, dando la riservatezza a chi esercita in via professionale (inteso quindi come attività a titolo principale).

Gestione di OICR. Questa ha avuto notevoli modifiche dal 2009, soprattutto dietro spinta comunitaria, dati:

- UTCS 4°, Direttiva 65/2009; essa delinea le OICVM, un particolare OICR definito all'articolo 1 comma 1 lettera n-bis, definendolo come OICR strutturato conformemente alle Direttive Comunitarie (Fondi Aperti e Sicav);
- AIFMD, Direttiva 61/2011, il quale definisce gli OICR alternativi, al comma 1 lettera n-ter, come tutti gli OICR diversi dagli OICVM (Aperti, Chiusi, Riservati).

Va tenuto conto di ulteriori recenti riforme, il Regolamento 5/3/2015 ed il Regolamento 15/01/2015.

L'art 33 del TUF prevede che la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio è riservata:

a) alle Sgr e alle Sicav;

b) alle società di gestione armonizzate; l'attività di cui all'articolo 1, comma 1, lettera n), n. 1), può essere esercitata solo con riguardo a fondi comuni di investimento armonizzati.

L'art 1 comma 1 lettera m ci dice che organismi di investimento collettivo del risparmio sono i fondi comuni di investimento e le sicav. Il fondo comune di investimento è definito dall'art 1 comma 1 lettera j del TUF come: *“il patrimonio autonomo raccolto, mediante una o più emissioni di quote, tra una pluralità di investitori con la finalità di investire lo stesso sulla base di una predeterminata politica di investimento; suddiviso in quote di pertinenza di una pluralità di partecipanti; gestito in monte, nell'interesse dei partecipanti e in autonomia dai medesimi”*. La sicav (società di investimento a capitale variabile) è definita dall'art 1 comma 1 lettera i del TUF come: *“la società per azioni a capitale variabile con sede legale e direzione generale in Italia avente per oggetto esclusivo l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante l'offerta al pubblico di proprie azioni”*.

Nel fondo comune di investimento l'attività gestoria si svolge “in monte” e cioè nell'interesse e per conto di una pluralità di investitori. Infatti l'investitore partecipa ad una forma collettiva di investimento acquisendo una quota di partecipazione ad un patrimonio indiviso al quale partecipano pro-quota anche altri investitori. Nel fondo comune dunque l'investitore non affida al gestore un patrimonio che resta separato rispetto a quello di altri investitori in quanto l'apporto del singolo va a confluire in un patrimonio unico.

Il fondo comune di investimento è una forma di gestione collettiva in quanto la società di gestione opera (investe, disinveste, acquista strumenti finanziari) non nell'interesse del singolo investitore ma nell'interesse collettivo dei partecipanti. Nei fondi quindi non vi è spazio per la considerazione delle esigenze individuali del singolo investitore, elemento questo che invece caratterizza i servizi di investimento.

L'investitore che partecipa ad un fondo comune di investimento aderisce così ad un rapporto strutturato in forma standardizzata per tutti i partecipanti al fondo senza possibilità di introdurre elementi di personalizzazione.

### **Elementi diversi e in comune di entrambi gli Oicr:**

Fondi comuni di investimento e sicav si diversificano in relazione alla propria struttura. Un primo profilo di diversità strutturale riguarda le tecniche per separare il patrimonio da investire in quanto le sicav sono strutturate come una s.p.a. mentre i fondi comuni di investimento come patrimoni autonomi.

Nel primo caso si ha imputazione del patrimonio ad un soggetto di diritto ed il patrimonio gestito viene isolato rispetto a quello individuale degli altri investitori. Nel secondo caso non si viene a creare invece un nuovo soggetto di diritto fittizio (i fondi non sono autonomi soggetti di diritto) ma si crea comunque all'interno del patrimonio del soggetto preesistente un'articolazione patrimoniale autonoma rispetto al patrimonio del soggetto che gestisce il fondo (sgr).

Un secondo profilo di diversità strutturale riguarda il diverso rapporto che si instaura tra investitori e gestori del patrimonio. Infatti la lettera j precisa che la gestione dei fondi comuni di investimento avviene in autonomia dai partecipanti e viene affidata ad un terzo (gestore). Il rapporto è quindi assimilabile a un mandato collettivo che gli investitori conferiscono alla società di gestione. Per questo motivo in ambito comunitario il fondo comune di investimento è definito Oicr contrattuale (dove la fonte del rapporto è il regolamento).

Per quanto riguarda le sicav invece si ha tendenziale coincidenza tra investitori e gestori nel senso che gli azionisti in quanto partecipanti a organi societari della sicav sono in grado di nominare amministratori ovvero coloro che prendono le decisioni. Non si ha dunque un rapporto

contrattuale (rapporto di terzietà) ma la fonte del rapporto è lo statuto e per questo motivo a livello comunitario le sicav sono definite Oicr statutarie.

Fondi comuni di investimento e sicav sono accumulati dalla funzione svolta. Infatti in entrambi i casi l'attività di investimento è svolta mediante la raccolta del risparmio, che avviene con una o più emissioni di quote per i fondi comuni di investimento mentre nelle sicav la raccolta del risparmio tra il pubblico avviene attraverso l'emissione di azioni. La raccolta del risparmio non è con obbligo di rimborso perché implica partecipazione al rischio.

Inoltre chi sottoscrive azioni di sicav o quote di fondi comuni di investimento ha il diritto ad ottenere il rimborso dell'investimento. Nei fondi comuni di investimento gli investitori hanno il diritto di ottenere la liquidazione in denaro e il rimborso degli importi corrispondenti alle quote possedute nei termini e con i modi previsti dal regolamento del fondo. L'investitore non è dunque titolare di un diritto di natura reale quanto piuttosto di un diritto di credito rappresentato dalla liquidazione del controvalore del suo investimento. Per l'investitore il guadagno è dunque dato dalla differenza tra il valore di sottoscrizione e quello di rimborso di azioni o quote.

### **Fondo comune di investimento:**

L'attività di gestione di un fondo comune di investimento prevede l'intervento di tre soggetti ovvero gli investitori (che fanno affluire i loro risparmi al fondo), la società di gestione (istituisce e gestisce il fondo) e la banca depositaria (custodisce gli strumenti finanziari e le disponibilità liquide di un fondo comune di investimento. Non custodisce beni diversi).

L'attività di gestione può in realtà essere articolata in due distinte funzioni ovvero la promozione-istituzione-amministrazione dei rapporti con i partecipanti e la gestione del patrimonio del fondo (la sgr può comunque cumulare entrambe le attività). Sia l'attività di promozione sia quella di gestione del fondo sono riservate alle società di gestione del risparmio e alle società di gestione armonizzate (l'attività di promozione può anche essere affidata ad una società di promozione). Le prime (sgr) sono costituite ed operanti in Italia conformemente alla disciplina nazionale. Le seconde (sga) sono costituiti in altri stati dell'unione europea e possono svolgere attività di gestione in Italia (gestione collettiva del risparmio, gestione di portafogli, consulenza) avvalendosi delle norme in materia di mutuo riconoscimento.

Attraverso la banca depositaria il patrimonio del fondo viene materialmente sottratto alla detenzione da parte del gestore rafforzando il principio della separazione patrimoniale. La banca depositaria inoltre controlla l'operato della società di gestione e la sua conformità alle previsioni di legge e di regolamento ed è responsabile nei confronti della sgr e dei partecipanti al fondo di ogni pregiudizio da essi subito in conseguenza dell'inadempimento dei propri obblighi.

Gli elementi della fattispecie fondo comune di investimento sono essenzialmente i seguenti. Innanzitutto il fondo comune di investimento è un patrimonio autonomo. Il secondo elemento riguarda invece le caratteristiche che questo patrimonio ha per essere un fondo comune di investimento sotto il profilo dell'attività svolta. Le caratteristiche del patrimonio da investire riguardano infatti sia la fase della raccolta del risparmio sia la fase dell'impiego del patrimonio raccolto.

Sotto il profilo della raccolta il patrimonio è raccolto mediante una o più emissioni di quote tra una pluralità di investitori. La raccolta del risparmio da parte del fondo comune presuppone quindi la suddivisione in quote del patrimonio di pertinenza di una pluralità di partecipanti (l'investimento collettivo è parcellizzato in quote che rappresentano parti del patrimonio)

Sotto il profilo dell'impiego il patrimonio è gestito con la finalità di investire lo stesso nell'interesse collettivo dei partecipanti (la gestione è eseguita in monte) ma soprattutto sulla base di una predeterminata politica di investimento (determinata quindi a priori rispetto all'investimento). Questi sono gli elementi fondamentali della nozione di fondo comune di investimento che ricaviamo da art 1 comma 1 lettera j TUF.

L'art 36 comma 6 del TUF prevede che: *“ciascun fondo comune di investimento costituisce patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della società di gestione del risparmio e da quello di ciascun partecipante, nonché da ogni altro patrimonio gestito dalla medesima società; delle obbligazioni contratte per suo conto, il fondo comune di investimento risponde esclusivamente con il proprio patrimonio”*.

La separazione del patrimonio ha dunque effetti reali (e non di ordine organizzativo con rilievo interno) cioè si tratta di una separazione patrimoniale opponibile ai terzi (in particolare ai creditori riferibili al patrimonio gestito) sotto il profilo della responsabilità patrimoniale. A fronte della separazione patrimoniale del fondo, si creano all'interno del patrimonio del gestore tante distinte masse patrimoniali quanti sono i patrimoni autonomi gestiti dalla singola sgr con una conseguente corrispondente specializzazione della relativa responsabilità.

L'art 36 comma 6 del TUF continua dicendo: *“su tale patrimonio non sono ammesse azioni dei creditori della società di gestione del risparmio o nell'interesse della stessa, né quelle dei creditori del depositario o nell'interesse degli stessi. Le azioni dei creditori dei singoli investitori sono ammesse soltanto sulle quote di partecipazione dei medesimi. La società di gestione del risparmio non può in alcun caso utilizzare, nell'interesse proprio o di terzi, i beni di pertinenza dei fondi gestiti”*.

Quindi il patrimonio autonomo costituito dal fondo è garanzia patrimoniale solo per i creditori il cui credito è sorto in relazione all'attività del fondo. Viceversa per tutti gli altri creditori il patrimonio autonomo del fondo è un patrimonio che non è aggredibile anche se fa parte del patrimonio dell'sgr. Quindi il patrimonio del fondo non può essere aggredito né dai creditori dell'sgr né dai creditori degli investitori. Ma allora i creditori del singolo investitore potranno solo aggredire quel bene di pertinenza individuale dell'investitore cioè la quota del fondo.

La fonte che consente la predeterminazione della politica di investimento la troviamo nel regolamento del fondo che deve essere redatto prima dell'inizio di operazioni di raccolta e impiego. Il regolamento del fondo è un documento predisposto unilateralmente dalla società di gestione (sottoposto all'approvazione di b.i. anche le eventuali sue successive modificazioni) sul cui contenuto l'investitore non ha nessuna possibilità di intervenire. La partecipazione al fondo comune si perfeziona dunque mediante adesione dell'investitore al regolamento predisposto dalla società di gestione.

L'art 39 comma 1 del TUF prevede che: *“il regolamento di ciascun fondo comune di investimento definisce le caratteristiche del fondo, ne disciplina il funzionamento, indica la società promotrice, il gestore, se diverso dalla società promotrice, e la banca depositaria, definisce la ripartizione dei compiti tra tali soggetti, regola i rapporti intercorrenti tra tali soggetti e i partecipanti al fondo”*.

L'art 37 del TUF (norma quadro che stabilisce principi generali di cui delega attuazione a normativa secondaria) individua gli aspetti determinanti a cui si deve uniformare la normativa secondaria ovvero il regolamento 228/99: *“il Ministro dell'economia e delle finanze, con regolamento adottato sentite la Banca d'Italia e la Consob, determina i criteri generali cui devono uniformarsi i fondi comuni di investimento con riguardo:*

a) all'oggetto dell'investimento;

- b) alle categorie di investitori cui è destinata l'offerta delle quote;
- c) alle modalità di partecipazione ai fondi aperti e chiusi, con particolare riferimento alla frequenza di emissione e rimborso delle quote, all'eventuale ammontare minimo delle sottoscrizioni e alle procedure da seguire;
- d) all'eventuale durata minima e massima"

L'oggetto dell'investimento (lettera a) crea un vincolo in ordine alla lettera c (struttura partecipativa del fondo). Infatti se come oggetto abbiamo investimenti in breve facilmente liquidabili ciò si può ripercuotere sulle modalità di rimborso delle quote in quanto il fondo può essere esposto a una continua richiesta di rimborso di quote e ciò si può ripercuotere sulla stabilità patrimoniale. Questo aspetto comporterà quindi l'introduzione di limiti al rimborso delle quote.

Bisogna dire che quanto appena detto vale anche al contrario (la lettera c crea un vincolo in ordine alla lettera a). infatti una determinata scelta della struttura partecipativa del fondo si ripercuote sull'oggetto dell'investimento. Ad esempio se il diritto al rimborso della quota è ammesso in ogni momento allora non ha senso avere come oggetto l'investimento in veni non facilmente liquidabili.

La lettera b fa riferimento al fatto che ci sono diversi tipi di investitori come ad esempio quelli comuni o qualificati. La scelta di una determinata categoria di investitori influisce sulla scelta di investimento. Se non viene specificato chi partecipa al fondo si avrà l'applicazione integrale dei vincoli. Se la partecipazione al fondo è riservata dal regolamento solo ad investitori qualificati si avrà più libertà nella determinazione dell'oggetto di investimento e struttura partecipativa del fondo. Da ciò si evince che una scelta più restrittiva (solo investitori qualificati possono partecipare al fondo) consente una scelta più permissiva in materia di politica di investimento.

Per quanto riguarda invece la lettera d, l'esigenza di stabilire una durata massima si pone quando vi è il rischio che il sottoscrittore possa rimanere prigioniero del fondo e non avere un momento garantito in cui poter effettuare il disinvestimento del proprio apporto (ad es. quando il diritto a rimborso è limitato o circoscritto). Se non sono previsti limiti al disinvestimento non ha senso stabilire una durata massima in quanto il disinvestimento può avvenire in qualsiasi momento.

La normativa secondaria ovvero il regolamento 228/99 delinea i diversi tipi di fondo comune di investimento che sono fondamentalmente quattro: aperto, chiuso, riservato, speculativo. Ciascuno di questi tipi di fondo comune di investimento ha una diversa combinazione degli elementi compresi in art 37 comma 1 del TUF.

La scelta circa la forma aperta o chiusa non è del tutto libera in quanto sussiste un legame diretto tra politica di investimento del fondo e la categoria (aperta o chiusa) di appartenenza del fondo. Tale legame opera in due direzioni. Infatti l'adozione di una determinata politica di investimento comporta (in determinati casi) l'obbligatoria scelta della forma aperta o chiusa del fondo. Al contempo però la scelta dell'una o dell'altra forma reagisce sulla politica di investimento del fondo.

### **Fondo comune di investimento aperto:**

L'art 1 comma 1 lettera k del TUF definisce il fondo aperto: *"il fondo comune di investimento i cui partecipanti hanno diritto di chiedere, in qualsiasi tempo, il rimborso delle quote secondo le modalità previste dalle regole di funzionamento del fondo"*.

La possibilità di richiedere il rimborso delle quote in qualsiasi momento espone tale tipo di fondo ad un rischio di illiquidità e ciò richiede che il patrimonio venga investito in strumenti finanziari prontamente liquidabili.

Non ci sono modalità alternative di disinvestimento rispetto al rimborso della quota in quanto il rimborso stesso può essere chiesto in qualsiasi momento. Tale aspetto si ripercuote su due norme del reg. 228/99 ovvero l'art 5 e 6.

Infatti per i fondi aperti non è prevista la quotazione delle quote del fondo in quanto non c'è bisogno di un mercato secondario per consentire il disinvestimento. Inoltre per i fondi aperti non è previsto un limite massimo di durata (perché non ci sono vincoli al disinvestimento) ma esso non può comunque essere superiore al termine di durata della sgr che li ha promossi e istituiti.

Partiamo con la premessa di voler ricordare che, nella Gestione Collettiva del Risparmio, l'aspetto strutturale è neutro, cioè non incide sull'attività svolta.

Il concetto di OICR è collocato al di sopra della nozione di SICAV, SICAF, Fondo; questo perché l'OICR può assumere una di queste forme, avendo comunque la stessa finalità da svolgere: "Gestione Collettiva del Risparmio".

Essi possono essere distinti in due modalità: formale e sostanziale. Dal punto di vista formale, ci si basa sull'appartenenza o meno all'ambito comunitario, individuando quindi:

- OICVM: "organismi di investimento collettivo in valori mobiliari italiani: il fondo comune di investimento e la SICAV rientranti nell'ambito di applicazione della direttiva 2009/CE" lettera m articolo 1 comma 1 del D.lgs. 58/98;
- FIA non UE : "gli OICR rientranti nell'ambito di applicazione della direttiva 2011/61, costituiti in uno stato non appartenente all'UE";

Dal punto di vista sostanziale si osserva non la conformità normativa, ma la scelta di investimento; questo integra la scelta del tipo di OICR, che comporta scelte organizzative negoziali (da osservare nello Statuto o nel Regolamento) che si ripercuotono a catena.

Nell'articolo 39 della Draghi:

"Il ministro dell'economia e delle finanze, con regolamento adottato sentite la Banca d'Italia e la Consob, determina i criteri generali cui devono uniformarsi gli OICR italiani con riguardo:

- a) All'oggetto dell'investimento;
- b) Alle categorie di investitori cui è destinata l'offerta delle quote o azioni;
- c) Alla forma aperta o chiusa e alle modalità di partecipazione, con particolare riferimento alla frequenza di emissione e rimborso delle quote, all'eventuale ammontare minimo delle sottoscrizioni e alle procedure da seguire;
- d) All'eventuale durata massima e minima...."

Col punto a) si vuole indicare quali beni le OICR possono avere come oggetto di investimento; le scelte su cosa investire influenzano la scelta tra forma chiusa e aperta: scegliendo di investire in beni di bassa liquidità, ciò ha forti ripercussioni sulla struttura partecipativa, in quanto risulta necessaria la forma chiusa. Per inverso, la scelta tra forma aperta/chiusa influisce sull'oggetto dell'investimento, in maniera simmetrica e contraria. Ne Regolamento 2015, art. 4, comma 1, dalla lettera a) alla lettera f), individuiamo una elencazione di beni su cui una OICR può investire:

- a) Strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati;
- b) Strumenti finanziari negoziati in mercati non regolamentati;
- c) Depositi bancari in denaro;
- d) Beni immobili, sia i diritti reali, sia partecipazioni in società immobiliari, parti di FIA immobiliari;
- e) Crediti;
- f) Altri beni per cui esiste un mercato e con valore determinabile con certezza e periodicità almeno semestrale.”

Col punto b) si vuole presupporre la rilevanza della categoria di investitori, in relazione alla qualificazione professionale dell'investitore; è una scelta pregiudiziale, in quanto l'estensione a soggetti non professionali si ha la problematica di dover osservare limiti per le operazioni eseguibili; viceversa, la restrizione a soggetti professionalmente più capaci permette una minore limitazione alle operazioni eseguibili.

Col punto c), è semplice comprendere che si tratti di modalità di investimento, partecipazione e rimborso; altro punto molto importante è il punto d), che parla di durata minima o massima. Questa scelta avviene in coerenza con la natura degli investimenti. Molto importante risulta allora nel caso di OICR chiusi, dove manca la possibilità di rimborso delle quote, per cui si richiede la durata massima; nel caso di un Fondo, essa non deve superare il termine di durata del gestore.

Osservando questi requisiti negli OICR aperti, essi possono essere distinti in OICR aperti e OICVM. Per quanto gli OICR italiani aperti, essi possono essere istituiti in forma aperta se hanno come oggetto le lettere a) e c) dell'articolo 4 comma 1 (si ha subito un limite su cosa si possa investire a garanzia di stabilità, essendo costante soggetto a richieste di rimborso). Possono anche investire nella lettera b, ma con un limite quantitativo pari al 20% del patrimonio del Fondo o Società aperta. Per quanto riguarda la durata il termine non è fondamentale, in quanto l'unico limite è dato dalla natura degli investimenti. Negli OICVM sono previste limitazioni maggiori rispetto agli OICR italiani aperti.

Per quanto riguarda gli OICR chiusi si indica che possono investire nelle lettere d), e), f) e nella lettera b) con limiti del 20%.

Una tipologia di OICR chiuso sono gli OICR immobiliari, che investono nella lettera d) della Draghi con limite minimo dei due terzi. Possono ricevere conferimenti con oggetto la lettera d) art. 4 comma 1 oltre alla classica modalità in denaro dietro stima effettuata da un esperto indipendente, il cui valore non deve eccedere il valore delle quote conferite. Altra tipologia è l'OICR riservato, dato dalla lettera m-quater della Draghi; non possono accedervi tutti ma solo determinate categorie, rimandando all'articolo 39 del Regolamento: i clienti professionali privati, pubblici, coloro dunque che su richiesta possono essere trattati come professionali (di diritto o su richiesta). In alternativa, i clienti non professionali devono acquisire azioni o quote per almeno 500 mila euro. Ciò si riverbera sulla politica di investimento: possono liberamente determinare la loro politica di investimento.

“FIA italiano Riservato: il FIA italiano la cui partecipazione è riservata a investitori professionali e alle categorie di investitori individuate dal regolamento di cui all’articolo 39”

### Fondo comune di investimento chiuso:

L’art 1 comma 1 lettera l del TUF definisce il fondo chiuso: *“il fondo comune di investimento in cui il diritto al rimborso delle quote viene riconosciuto ai partecipanti solo a scadenze predeterminate”*. Tali fondi effettuano la raccolta in una o più tranches e prevedono il rimborso delle quote solo a determinate scadenze. Inoltre per questi fondi non vi è una limitazione per quanto riguarda l’oggetto dell’investimento e quindi possono investire in tutte le attività previste da art 4 reg. 228/99.

Tuttavia devono obbligatoriamente essere istituiti in forma chiusa i fondi comuni il cui patrimonio è investito nei beni indicati dall’art 4, comma 2, lett. d), e), e f) del reg. 228/99 nonché nei beni indicati alla lett.b) dello stesso comma (strumenti finanziari non quotati in un mercato regolamentato), diversi dalle quote di OICR aperti, in misura superiore al 10% e quindi segnatamente in: beni immobili-diritti reali immobiliari-partecipazioni in società immobiliari, crediti e titoli rappresentativi di crediti, altri beni per i quali esiste un mercato e che abbiano un valore determinabile con certezza con una periodicità almeno semestrale.

Il patrimonio del fondo deve essere raccolto mediante una o più emissioni di quote (di uguale valore unitario) che devono essere sottoscritte entro il termine massimo di 18 mesi. Decorso tale termine se il fondo è stato sottoscritto in misura non inferiore all’ammontare minimo indicato nel regolamento la sgr può ridimensionare il fondo. Se invece il fondo è stato sottoscritto in misura superiore all’offerta allora la srg può decidere di aumentare il patrimonio dandone comunicazione a b.i..

Il più elevato grado di immobilizzo dell’investimento proprio di questi tipi di fondo giustifica l’obbligo per tali fondi (solo quelli i quali prevedono che l’ammontare minimo della sottoscrizione sia inferiore a 25.000 euro) di richiedere l’ammissione alla quotazione in un m.r. e ciò al fine di riconoscere all’investitore (sprovvisto di esperienza visto che investe poche somme) una possibilità di disinvestimento anche prima della scadenza predeterminata nel regolamento del fondo.

Il patrimonio del fondo non può essere investito in beni direttamente o indirettamente ceduti o conferiti da un socio, amministratore, direttore generale o sindaco della SGR, o da una società del gruppo, ne’ tali beni possono essere direttamente o indirettamente ceduti ai medesimi soggetti (art 12 comma 3 reg. 228/99).

Visto che in questo tipo di fondo il sottoscrittore partecipa per un periodo duraturo di tempo allora si mitiga sul principio di separazione tra gestori ed investitori. Infatti l’art 37 comma 2-bis del TUF prevede che: *“i partecipanti dei fondi chiusi si riuniscono in assemblea per adottare deliberazioni vincolanti per la società di gestione del risparmio. L’assemblea delibera in ogni caso sulla sostituzione della società di gestione del risparmio, sulla richiesta di ammissione a quotazione ove non prevista e sulle modifiche delle politiche di gestione. Le deliberazioni sono approvate con il voto favorevole del 50 per cento più una quota degli intervenuti all’assemblea. Le deliberazioni dell’assemblea sono trasmesse alla b.i. per l’approvazione”*.

Fondo immobiliare = si tratta di una sottocategoria di fondo chiuso che deve necessariamente costituirsi in forma chiusa. Il patrimonio di un fondo immobiliare deve essere investito in beni immobili, diritti reali immobiliare partecipazioni in soc. immobiliari in misura non inferiore a 2/3 del valore complessivo del fondo (salvo deroghe che consentono di arrivare al 51%).

La sottoscrizione delle quote del fondo può essere effettuata anche mediante conferimento in natura attraverso le attività testè citate (cosiddetti fondi ad apporto). L'apporto in natura comporta problemi di valutazione cioè di tradurre in valore monetario un bene che normalmente non ha un valore esplicito anche al fine di paragonarlo con altri apporti effettuati da altri sottoscrittori.

Al fine di tutelare gli investitori e ridurre il rischio di sopravvalutazioni la disciplina prevede che per le attività conferite sia necessario, ove non si tratti di beni negoziati in m.r., acquisire un'apposita relazione di stima da esperti indipendenti ed acquisire la valutazione di un intermediario finanziario incaricato di accertare la compatibilità dei conferimenti rispetto alla politica di investimento (ad es. non si può conferire casa in campagna se il fondo opera su immobili in città).

Con beni negoziati in m.r. si fa riferimento a quote di società che potrebbero essere apportate. Dato che il loro prezzo è trasparente ed esprime un valore oggettivo del bene non è necessaria la stima.

I fondi immobiliari con apporto pubblico costituiscono una sottocategoria della sottocategoria fondi immobiliari.

### **Fondo comune di investimento riservato:**

In questo tipo di fondo la partecipazione è riservata ai soli investitori qualificati (si contraddistinguono per la loro esperienza in materia di operazioni finanziarie) e per questo motivo la riserva di partecipazione è concepita in termini soggettivi. L'art 1 comma 1 lettera h del reg. 228/99 definisce gli investitori qualificati:

- a) le imprese di investimento, le banche, gli agenti di cambio, le società di gestione del risparmio (SGR), le società di investimento a capitale variabile (SICAV), i fondi pensione, le imprese di assicurazione, le società finanziarie capogruppo di gruppi bancari e i soggetti iscritti negli elenchi previsti dagli artt. 106, 107 e 113 del Testo Unico Bancario;
- b) i soggetti esteri autorizzati a svolgere, in forza della normativa in vigore nel proprio Paese di origine, le medesime attività svolte dai soggetti di cui al precedente alinea;
- c) le fondazioni bancarie;
- d) le persone fisiche e giuridiche e gli altri enti in possesso di specifica competenza ed esperienza in operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dalla persona fisica o dal legale rappresentante della persona giuridica o dell'ente.

Tale definizione vale per la gestione collettiva del risparmio e non bisogna confonderla con definizione di cliente professionale che invece vale per i servizi di investimento. Inoltre bisogna fare un'ulteriore distinzione tra investitori oggettivamente qualificati, la loro esperienza si presume in base a caratteristiche oggettive della loro attività (punti a,b,c), ed investitori soggettivamente qualificati, la loro esperienza si presume in relazione a criteri soggettivi ovvero da una autodichiarazione scritta effettuata dalla persona fisica o giuridica (punto d).

Da quanto detto si evince che qualunque soggetto può assumere la qualifica di investitore qualificato purchè lo dichiari consapevolmente per iscritto (tale dichiarazione dovrà comunque riflettere una situazione effettivamente riscontrabile → a volte i soggetti non sono in grado di auto tutelarsi → falla del sistema).

L'sgr che gestisce il fondo può accontentarsi della semplice autodichiarazione oppure ha qualche obbligo in più nei confronti dell'investitore (per la sua tutela e protezione)? L'sgr dovrebbe informare l'investitore delle conseguenze delle sue scelte ma non è onere dell'sgr verificare la

veridicità dell'autodichiarazione. Nel caso in cui invece l'sgr è consapevole che l'investitore non ha requisiti nonostante abbia autodichiarazione allora ha l'obbligo di non accettare tale investitore (altrimenti andrebbe incontro a dolo).

L'art 15 del reg. 228/99 prevede che: *“nel regolamento del fondo sono indicati i beni oggetto dell'investimento tra quelli previsti dall'art. 4 comma 2 nonché le modalità di partecipazione con riferimento all'adesione dei partecipanti ed al rimborso delle quote. Nel regolamento possono inoltre essere fissati limiti agli investimenti diversi da quelli stabiliti in via generale dalle norme prudenziali di contenimento del rischio emanate dalla b.i.”*

Inoltre *“Le quote dei fondi riservati a investitori qualificati non possono essere collocate, rimborsate o rivendute da parte di chi le possiede a soggetti diversi da quelli indicati nel regolamento del fondo (le quote sono quindi titoli a circolazione ristretta)”*. Nel caso in cui la quota venga ugualmente trasferita a soggetti diversi allora il negozio che ha ad oggetto il trasferimento di tale quota diventa nullo in quanto in contrasto a norma imperativa.

Nel caso in cui le quote vengano fatte rientrare nella definizione di titoli a circolazione ristretta allora è prevista una sanzione alternativa. Infatti esempi di titoli a circolazione ristretta sono titoli di debito in s.r.l. (possono essere emessi solo se sottoscritti da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale) e obbligazioni di s.p.a. (quelle in eccesso devono essere sottoscritte da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale). In queste due categorie è prevista una sanzione nel caso in cui si alieni ad un soggetto che non sia investitore professionale. In particolare l'investitore professionale che ha alienato a colui che non lo è risponde come garante della solvibilità dell'emittente in relazione al valore della quota al momento del trasferimento. Tale sanzione mantiene dunque il negozio valido ed efficace.

Il fondo comune di investimento riservato non può: vendere allo scoperto strumenti finanziari, investire in strumenti finanziari emessi dalla sgr, acquistare metalli o pietre preziose, concedere prestiti in forme diverse da quelle previste in materia di operazioni a termine su strumenti finanziari.

### **Fondo comune di investimento speculativo(ho scoperto all'esame che non esiste più, lo si fa rientrare nel concetto di fondo riservato):**

In questo tipo di fondo si ha una riserva delineata in termini oggettivi ovvero vengono introdotti dei parametri oggettivi tali da escludere l'investitore comune dalla partecipazione al fondo. Tali parametri prevedono che l'importo minimo della quota iniziale non può essere inferiore a 500.000 euro e che le quote dei fondi speculativi non possono essere oggetto di sollecitazione all'investimento.

I fondi speculativi non sono destinati in via esclusiva a determinate categorie di investitori in quanto possono essere offerti a qualunque investitore nel rispetto dei limiti sopra citati (che rendono comunque il fondo tendenzialmente riservato ad investitori esperti o dotati di ingenti risorse finanziarie).

Le sgr possono istituire fondi speculativi il cui patrimonio è investito in beni, anche diversi da quelli individuati nell'articolo 4, comma 2, in deroga alle norme prudenziali di contenimento dal rischio stabilite dalla b.i.. L'estrema libertà riconosciuta al fondo speculativo (sotto il profilo della politica di investimento) comporta che il regolamento del fondo deve menzionare la rischiosità dell'investimento e che esso avviene in deroga alle norme prudenziali stabilite da b.i..

### **Società di investimento a capitale variabile (sicav):**

La prestazione del servizio di gestione collettiva è riservata, oltre che alle sgr, alle sicav le quali sono società per azioni (elemento strutturale) che hanno come oggetto esclusivo l'investimento

collettivo del patrimonio raccolto mediante offerta al pubblico di proprie azioni (elemento funzionale). L'art 11 del reg. 228/99 afferma che le disposizioni del regolamento riguardanti i fondi aperti si applicano alle sicav.

A differenza dei fondi comuni di investimento, nelle sicav l'investitore ricopre la figura di socio partecipante che con il suo diritto di voto può incidere sulle strategie di investimento. Ne deriva che per le sicav scompare la tipica distinzione (propria della disciplina delle s.p.a.) tra capitale sociale e patrimonio netto (adesso sono la stessa cosa) rendendo così necessaria la formulazione di regole speciali in deroga al diritto comune.

Infatti la regola della fissità del capitale comporta che per eventuali sue modifiche è necessario modificare l'atto costitutivo ovvero intraprendere una decisione di carattere straordinario. Tale fattispecie non avrebbe un impatto positivo per le sicav in quanto ad ogni emissione o rimborso si dovrebbe provvedere ad una modifica dell'atto costitutivo. Per questo motivo la struttura di s.p.a. si adegua alla sicav ma non per quanto riguarda l'aspetto della fissità del capitale sociale onde evitare continue modifiche dell'atto costitutivo.

Dato che nelle sicav il capitale sociale coincide con il patrimonio netto non esiste il concetto di utile (perdita) e di riserva di capitale. Per questo motivo cade la disciplina relativa alla distribuzione degli utili e il diritto patrimoniale viene traslato sulla possibilità di ricevere il rimborso della quota. Inoltre proprio perché il capitale sociale non coincide con il patrimonio netto viene a decadere l'intera disciplina delle modifiche del capitale sociale nelle s.p.a. ed in particolare:

- a) non si applicano alle sicav le regole dell'art 2442 del c.c. ovvero dell'aumento gratuito di capitale in quanto non esistono utili e riserve.
- b) non si applica alle sicav la disciplina relativa all'aumento di capitale a pagamento tramite nuovi conferimenti (art 2481-bis del c.c.) in quanto l'emissione di nuove azioni è un atto ordinario di gestione della sicav e quindi non c'è necessità di prevedere particolari cautele come avviene nel diritto comune.
- c) non si applicano alle sicav le regole dell'art 2446 del c.c. ovvero della riduzione del capitale sociale per perdite in quanto nelle sicav non esiste il concetto di perdita di capitale.
- d) non si applicano alle sicav le regole dell'art 2484 num. 4 e 5 del c.c. ovvero della riduzione volontaria del capitale in quanto rientra nella gestione corrente l'attività di rimborso delle azioni. Se il capitale si riduce al di sotto della misura minima per più di 60 gg. allora la sicav si scioglie.

Le sicav non possono prestare, unitamente al servizio di gestione collettiva, anche il servizio di gestione individuale. Le sicav possono costituirsi soltanto previa autorizzazione di b.i. sentita la consob e quindi l'autorizzazione non è condizione per l'avvio dell'attività ma per la costituzione stessa del soggetto. L'autorizzazione, secondo art 43 del TUF, viene rilasciata quando:

- a) sia adottata la forma di società per azioni;
- b) la sede legale e la direzione generale della società siano situate nel territorio della Repubblica;
- c) il capitale sociale sia di ammontare non inferiore a quello determinato in via generale dalla b.i.;
- d) i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo abbiano i requisiti di professionalità e di onorabilità stabiliti ai sensi dell'articolo 13;
- f) lo statuto preveda:
  - come oggetto esclusivo l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante offerta al pubblico delle proprie azioni;
  - l'affidamento della gestione dell'intero patrimonio a una Sgr o ad una società di gestione armonizzata e l'indicazione della società designata.

Le azioni delle sicav possono essere al portatore o nominative. Lo statuto delle sicav può prevedere limiti all'emissione di azioni nominative e/o particolari vincoli di trasferibilità delle azioni nominative.

## Riserva di attività

Le attività rilevanti (servizi di investimento e gestione collettiva del risparmio) non possono essere esercitate da chiunque ma sono riservate a particolari soggetti che vengono definiti soggetti abilitati. Chi esercita attività rilevanti senza essere abilitato è soggetto a sanzioni previste per il reato di abusivismo finanziario.

**Servizi di investimento** = la riserva di attività in materia di servizi e attività di investimento è delineata dall'art 18 del TUF il quale suddivide i soggetti abilitati allo svolgimento dei servizi di investimento in due categorie: soggetti con abilitazione piena e soggetti con abilitazione parziale.

Quelli con abilitazione piena sono abilitati ad esercitare tutte le attività e servizi di investimento e sono le banche e le imprese di investimento. Con impresa di investimento facciamo riferimento alle imprese elencate all'art 1 comma 1 lettere e,f,g ovvero rispettivamente le società di intermediazione mobiliare (sim: impresa, diversa dalle banche e dagli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 107 del TUB, autorizzata a svolgere servizi o attività di investimento, avente sede legale e direzione generale in Italia) , le imprese di investimento comunitarie (come sopra ma avente sede legale e direzione generale in uno stato comunitario diverso dall'Italia) e le imprese di investimento extracomunitarie (come sopra ma avente sede legale in uno Stato extracomunitario).

I soggetti con abilitazione parziale sono abilitati ad esercitare solo talune delle attività e dei servizi di investimento elencati nel art 1 comma 5 del TUF. Tali soggetti sono fondamentalmente quattro:

- 1) società di gestione del risparmio (sgr) sono abilitate a gestione collettiva del risparmio che rappresenta l'attività principale ma a fianco di questa troviamo l'abilitazione ad esercitare alcuni servizi di investimento ovvero la gestione individuale e la consulenza. (art 18 comma 2 TUF)
- 2) società di gestione armonizzata (Società di gestione di OICVM, è uguale ma meglio usare questo termine perché riprende le ultime riforme) possono esercitare alcuni servizi di investimento ovvero la gestione individuale di portafogli e la consulenza.
- 3) intermediari finanziari dell'art 107 TUB ovvero intermediari parabancari che svolgono attività finanziaria non bancaria ma nemmeno di mercato mobiliare (fanno prestiti senza fase della raccolta ad esempio). Sono abilitati a svolgere due tipologie di servizi di investimento 3 ovvero negoziazione per conto proprio e per conto terzi (solo per strumenti derivati) e collocamento con o senza garanzia. (art 18 comma 3 TUF)
- 4) società di gestione dei mercati regolamentati (sgm) sono abilitate anche all'esercizio di una specifica attività di investimento compresa

ovvero la gestione di sistemi multilaterali di negoziazione. (art 18 comma 3-bis TUF)

A ricorrere di certe condizioni c'è un'attività compresa nella riserva che può essere esercitata anche da soggetti diversi da quelli abilitati e questa attività è la consulenza in materia di investimenti. Tale deroga è introdotta dall'art 18-bis del TUF per quanto riguarda i consulenti finanziari (persone fisiche) e dall'art 18-ter del TUF per quanto riguarda le società di consulenza finanziaria (persone giuridiche).

*Art 18-bis → “La riserva di attività di cui all'art 18 non pregiudica la possibilità per le persone fisiche, in possesso dei requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali stabiliti con reg. adottato dal Ministro dell'economia e delle finanze, sentite la b.i. e la Consob, ed iscritte nell'albo dei consulenti finanziari, di prestare la consulenza in materia di investimenti, senza detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza dei clienti”.*

*Art 18-ter → “La riserva di attività di cui all'articolo 18 non pregiudica la possibilità per le società costituite in forma di s.p.a. o s.r.l., in possesso dei requisiti patrimoniali e di indipendenza stabiliti con reg. adottato dal Ministro dell'economia e delle finanze, sentite la b.i. e la Consob, di prestare la consulenza in materia di investimenti, senza detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza dei clienti”.*

Con riferimento alle condizioni che devono sussistere affinché scatti la riserva di attività, l'art 18 del TUF richiede per i servizi ed attività di investimento congiuntamente lo svolgimento professionale e l'esercizio nei confronti del pubblico (argomento già affrontato in precedenza).

Gestione collettiva del risparmio = Articolo 32-quater della Draghi per la Gestione Collettiva del Risparmio. “L'esercizio in via professionale del servizio di gestione collettiva del risparmio è riservato alle SGR, alle SICAV, alle SICAF, alle società di Gestione UE che gestiscono OICVM italiani, ai GEFIA UE e ai GEFIA non UE che gestiscono un FIA italiano, secondo le disposizioni del presente titolo”. Anche stavolta si ha una diversificazione del tipo di abilitazione: piena, limitata al patrimonio proprio, per intermediari esteri; nella prima vi rientra l'SGR, la quale può gestire patrimonio proprio ed altrui, in quanto “Le Sgr gestiscono il patrimonio e i rischi degli OICR nonché amministrano e commercializzano gli OICR gestiti”. Nella seconda vi rientrano SICAV, SICAF, i cui organi attuano una gestione interna “Le SICAV e SICAF prestano il servizio di gestione collettiva del risparmio e le attività previste dal comma 1 in relazione al patrimonio raccolto mediante l'offerta di azioni proprio; esse possono altresì svolgere attività connesse e strumentali”; da ciò risultano escluse altre OICR e Fondi Comuni, che sono gestiti dal gestore. Nella terza categoria abbiamo le società di Gestione UE di OICVM italiani, quali società di gestione UE e società di Gestione non UE che gestiscono FIA italiani.



vantaggio di favorire una certa specializzazione ma si ha lo svantaggio che ci può essere un rischio di sovrapposizione delle competenze tra le diverse autorità di vigilanza.

Il nostro sistema ha optato per un modello di ripartizione per attività (criterio di tipo funzionale) attribuendo a b.i. competenza su profili interni quali contenimento del rischio, la stabilità patrimoniale e la sana e prudente gestione degli intermediari (art 5 comma 2 TUF) mentre a consob competenza su profili esterni quali trasparenza e la correttezza dei comportamenti (art 5 comma 3 TUF)

L'art 5 comma 5 precisa che nell'esercizio dell'attività di vigilanza: *“la b.i. e la Consob operano in modo coordinato anche al fine di ridurre al minimo gli oneri gravanti sui soggetti abilitati e si danno reciproca comunicazione dei provvedimenti assunti e delle irregolarità rilevate nell'esercizio dell'attività di vigilanza”*.

**Ambito della vigilanza** = ad alcuni soggetti abilitati non si applicano le norme di vigilanza in materia di stabilità e contenimento del rischio (che sono quindi di competenza di b.i.). Tali soggetti sono le imprese di investimento comunitarie, che sono esentate dall'applicazione della vigilanza prudenziale in quanto soggette alla disciplina di home country control (restano comunque soggette all'applicazione della vigilanza da parte della consob), e gli intermediari citati nell'art 107 del TUB, in quanto già assoggettati a disciplina prudenziale in base a normativa contenuta nel TUB.

### **Modalità operative della vigilanza:**

**vigilanza regolamentare** = si fa riferimento al potere delle autorità di vigilanza di emanare regole generali attuative dei principi stabiliti nel TUF (si attribuisce ad autorità di vigilanza la potestà normativa).

La disciplina è trattata all'art 6 del TUF ed in particolare il comma 01 prevede che: *“nell'esercizio delle funzioni di vigilanza regolamentare, la b.i. e la Consob osservano i seguenti principi: a) valorizzazione dell'autonomia decisionale dei soggetti abilitati; b) proporzionalità, intesa come criterio di esercizio del potere adeguato al raggiungimento del fine, con il minore sacrificio degli interessi dei destinatari; d) agevolazione dell'innovazione e della concorrenza”*.

L'art 6 comma 1 prevede che: *“La b.i., sentita la Consob, disciplina con regolamento: a) gli obblighi delle Sim e delle Sgr in materia di adeguatezza patrimoniale, contenimento del rischio nelle sue diverse configurazioni e partecipazioni detenibili 78; b) gli obblighi delle Sim, delle imprese di investimento extracomunitarie, delle Sgr, nonché degli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 107 del Testo unico bancario, delle banche autorizzate all'esercizio dei servizi o delle attività di investimento in materia di modalità di deposito degli strumenti finanziari e del denaro di pertinenza della clientela”*.

L'art 6 comma 2 prevede che: *“la Consob, sentita la Banca d'Italia, tenuto conto delle differenti esigenze di tutela degli investitori connesse con la qualità e l'esperienza professionale dei medesimi, disciplina con regolamento gli obblighi dei soggetti abilitati in materia di trasparenza e correttezza dei comportamenti”*.

L'art 6 comma 2-bis prevede che: *“la b.i. e la Consob disciplinano congiuntamente mediante regolamento, gli obblighi dei soggetti abilitati in materia di: a) governo societario e requisiti generali di organizzazione; b) continuità dell'attività; c) organizzazione amministrativa e contabile”*. La competenza congiunta tra b.i. e consob serve ad evitare la sovrapposizione di competenze tra materie border line tra stabilità e trasparenza.

**Vigilanza informativa** = la disciplina è descritta nell'art 8 del TUF ed il flusso di informazioni si può esprimere su due canali. Infatti il comma 1 prevede che: *“La b.i. e la Consob possono chiedere, nell'ambito delle rispettive competenze, ai soggetti abilitati la comunicazione di dati e notizie e la trasmissione di atti e documenti con le modalità e nei termini dalle stesse stabiliti”*.

Il secondo canale riguarda invece l'obbligo di segnalare alcuni eventi alle autorità di vigilanza da parte degli organi interni degli intermediari. Questo obbligo fa capo a due distinte figure che esercitano controllo sulla gestione ovvero organo di controllo interno (sistema tradizionale → collegio sindacale, sistema dualistico → consiglio di sorveglianza, sistema monistico → comitato di controllo sulla gestione) e revisore contabile.

L'organo di controllo interno ha un obbligo di segnalazione più grande rispetto al revisore perché è più ampio il potere di controllo. Infatti l'organo di controllo interno *“informa senza indugio la b.i. e la Consob di tutti gli atti o i fatti che possano costituire un'irregolarità nella gestione ovvero una violazione delle norme che disciplinano l'attività delle Sim, delle società di gestione del risparmio o delle Sicav”*. Il revisore invece *“comunica senza indugio alla b.i. e alla Consob gli atti o i fatti (di natura contabile) che possano costituire una grave violazione delle norme disciplinanti l'attività delle società sottoposte a revisione”*. Gli intermediari non possono neanche eccepire il segreto aziendale in quanto il potere di vigilanza non incontra alcun limite.

**Vigilanza ispettiva** = l'art 10 comma 1 del TUF prevede che: *“la b.i. e la Consob possono, nell'ambito delle rispettive competenze e in armonia con le disposizioni comunitarie, effettuare ispezioni e richiedere l'esibizione dei documenti e il compimento degli atti ritenuti necessari presso i soggetti abilitati”*. Si tratta dunque del potere di richiedere atti materiali.

L'art 10 comma 1-bis del TUF prevede che: *“La Consob può richiedere al soggetto incaricato della revisione legale dei conti di procedere a verifiche ispettive. Le relative spese, la cui congruità è valutata dalla Consob, sono poste a carico del soggetto ispezionato”*.

**Interventi su sogg. abilitati** = l'art 7 comma 1 del TUF prevede che: *“la b.i. e la Consob, nell'ambito delle rispettive competenze, possono, con riguardo ai soggetti abilitati:*

- a) convocare gli amministratori, i sindaci e i dirigenti (presso autorità di vigilanza);
- b) ordinare la convocazione degli organi collegiali, fissandone l'ordine del giorno;
- c) procedere direttamente alla convocazione degli organi collegiali quando gli organi competenti non abbiano ottemperato a quanto previsto dalla lettera b)".

si fa dunque riferimento a interventi di moral suasion con intensità crescente.

Vigilanza sui gruppi finanz. = la definizione dell'art 60 del TUB di gruppo bancario è inadeguata a comprendere la nozione generale di gruppo finanziario. In tale definizione mancano infatti i gruppi finanziari che non hanno come capogruppo una banca e i gruppi finanziari che non effettuano attività bancaria. Per colmare questa lacuna sono stati introdotti gli art 11 e 12 del TUF.

L'art 11 definisce cosa si intende per gruppo. La lettera a) prevede che: *"la b.i., sentita la Consob, determina la nozione di gruppo rilevante ai fini della verifica dei requisiti previsti dagli articoli 19, comma 1, lettera h), e 34, comma 1, lettera f)"*. Tale nozione di gruppo è rilevante ai fini autorizzativi ovvero serve per applicare alcune norme in materia di autorizzazione all'inizio dell'attività.

La lettera b) prevede che: *"la b.i., sentita la Consob, emana disposizioni volte a individuare l'insieme dei soggetti da sottoporre a vigilanza su base consolidata tra quelli esercenti attività bancaria e servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio, nonché attività connesse e strumentali o altre attività finanziarie. Tali soggetti sono individuati tra quelli che, non sottoposti a vigilanza consolidata ai sensi del medesimo testo unico:*

- 1) sono controllati, direttamente o indirettamente, da una Sim o da una società di gestione del risparmio;
  - 2) controllano, direttamente o indirettamente, una Sim o una società di gestione del risparmio".
- Tale definizione di gruppo è rilevante ai fini della vigilanza su base consolidata e ci serve per applicare art 12 del TUF.

L'art 12 del TUF definisce la vigilanza sul gruppo ed in particolare il comma 1 prevede che: *"La b.i. impartisce alla società posta al vertice del gruppo individuato ai sensi dell'articolo 11, comma 1, lettera b), disposizioni riferite al complesso dei soggetti individuati ai sensi del medesimo articolo, aventi ad oggetto le materie dell'articolo 6, commi 1, lettera a), 1-bis e 2-bis, lettere a), b), c) e g)"*.

L'art 12 comma 2 del TUF prevede che: *"La società capogruppo, nell'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento, emana disposizioni alle singole componenti del gruppo individuato ai sensi dell'articolo 11, comma 1, lettera b), per l'esecuzione delle istruzioni impartite dalla b.i.. Gli organi amministrativi delle società del gruppo sono tenuti a fornire ogni dato e informazione per l'emanazione delle disposizioni"*

L'art 12 comma 3 del TUF prevede che: *“b.i. e consob, nell'ambito delle rispettive competenze, possono chiedere ai soggetti facenti parte del gruppo la trasmissione di dati e info”*.  
L'art 12 comma 5 del TUF prevede che: *“b.i. e consob, nell'ambito delle rispettive competenze, possono effettuare ispezioni presso soggetti appartenenti al gruppo”*.

## Accesso all'attività

L'accesso all'attività (inizio dell'attività) è subordinato al controllo delle autorità di vigilanza competenti. Sono previsti due modelli di controllo: 1) modello di controllo autorizzativo (modello generale e più intenso), 2) modello di controllo di comunicazione inizio attività (meno intenso).

- 1) Attribuisce all'autorità di vigilanza l'idoneità autorizzativa dei soggetti che la richiedono la quale viene valutata su requisiti predeterminati.
  - a) autorità competente = varia a seconda del soggetto abilitato e viene ripartita tra b.i. e consob. Per quanto riguarda i servizi di investimento la consob è di competenza per le sim, le imprese di investimento extra-ue e le sgm mentre la b.i. è di competenza per le banche, gli intermediari inseriti in art 107 TUB e le sgr e le sicav.
  - b) ambito del controllo = controllo di legalità → potere dell'autorità di vigilanza limitato alla verifica delle condizioni previste dalla legge per l'accesso all'attività.

L'autorità di vigilanza effettua il controllo di legalità ed i requisiti sono stabiliti dall'art 19 comma 1 del TUF per quanto riguarda le sim: *“La Consob, sentita la b.i., autorizza, entro sei mesi dalla presentazione della domanda completa, l'esercizio dei servizi e delle attività di investimento da parte delle Sim, quando ricorrono le seguenti condizioni:*

- a) sia adottata la forma di società per azioni;
- b) la denominazione sociale comprenda le parole *“società di intermediazione mobiliare”*;
- c) la sede legale e la direzione generale della società siano situate nel territorio della Repubblica
- d) il capitale versato sia di ammontare non inferiore a quello determinato in via generale dalla Banca d'Italia 146;
- e) venga presentato, unitamente all'atto costitutivo e allo statuto, un programma concernente l'attività iniziale, ivi compresa l'illustrazione dei tipi delle operazioni previste.

f) *i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo abbiano i requisiti di professionalità, indipendenza ed onorabilità*".

L'art 19 comma 2 del TUF prevede che: *"l'autorizzazione è negata quando dalla verifica delle condizioni indicate nel comma 1 non risulta garantita la sana e prudente gestione, e assicurata la capacità dell'impresa di esercitare correttamente i servizi o le attività di investimento"*.

Requisiti analoghi ai precedenti sono stabiliti per le sgr all'art 34 del TUF e per le sicav all'art 43 del TUF. In applicazione dei principi di mutuo riconoscimento, il TUF riconosce alle imprese di investimento comunitarie (autorizzate alla prestazione dei servizi di investimento nel loro Paese) il diritto di svolgere i medesimi servizi in Italia (mediante apertura di succursali e il servizio deve rivolgersi a investitori italiani). Per quanto riguarda le imprese di investimento extra-comunitarie esse, per ottenere l'autorizzazione, devono rispettare i parametri dell'art 28 del TUF.

Natura dell'autorizzazione = può riguardare l'autorizzazione all'inizio dell'attività di un soggetto già costituito oppure l'autorizzazione alla costituzione di un nuovo soggetto. L'autorizzazione all'inizio dell'attività deve avvenire prima o dopo la costituzione del soggetto?

In generale tutte le autorizzazioni sono autorizzazioni all'inizio di un'attività e quindi non devono sussistere prima della costituzione del soggetto. L'eccezione riguarda le sicav per le quali l'autorizzazione è un'autorizzazione alla costituzione del soggetto.

Effetti dell'autorizzazione = l'autorizzazione non ha mai valenza generale ovvero non abilita a eseguire tutti i servizi di investimento ma viene concessa solo in relazione a determinati servizi.

Estensione dell'autorizzazione = l'autorizzazione può essere estesa anche ad altri servizi dopo che c'è già stata una prima autorizzazione per altri servizi. L'inizio dell'attività, una volta avvenuta l'autorizzazione, deve avvenire entro 12 mesi altrimenti si verifica decadenza totale o parziale dell'autorizzazione.

2) Si applica alle sole imprese comunitarie la cui idoneità è già stata valutata dalle autorità del paese di origine. L'inizio dell'attività non è assoggettato dunque a un vaglio preventivo ma è sufficiente l'autorizzazione di voler iniziare l'attività.

Per quanto riguarda le imprese di investimento comunitarie l'art 27 comma 1 del TUF prevede che: *"per l'esercizio dei servizi ammessi al mutuo riconoscimento, le imprese di investimento comunitarie possono stabilire succursali nel territorio della Repubblica. Il primo insediamento è preceduto da una comunicazione alla Consob da parte dell'autorità competente dello Stato di origine"*.

L'art 27 comma 2 del TUF prevede che: *"Le imprese di investimento comunitarie possono esercitare i servizi ammessi al mutuo riconoscimento nel territorio della Repubblica senza stabilirvi succursali a condizione che la Consob sia stata informata dall'autorità competente dello Stato d'origine"*.

L'art 27 comma 4 del TUF prevede che: *“La Consob, sentita la Banca d'Italia, disciplina con regolamento l'autorizzazione all'esercizio di attività non ammesse al mutuo riconoscimento comunque effettuato da parte delle imprese di investimento comunitarie nel territorio della Repubblica”*.

## **Svolgimento dell'attività (disciplina esterna):**

Attribuita alla consob, tale disciplina è diretta a garantire la trasparenza e prende in considerazione il rapporto tra cliente e intermediario. Si ha una graduazione della tutela dell'investitore in relazione alla conoscenza in merito di strumenti finanziari dell'investitore stesso (si creano regimi di tutela diversi a seconda dell'investitore).

### **Clienti:**

Nel vecchio reg. intermediari del 1998 all'art 31 i clienti erano divisi in operatori qualificati e operatori non qualificati: *“per operatori qualificati si intendono gli intermediari autorizzati, le sgr, le SICAV, i fondi pensione, le compagnie di assicurazione, i soggetti esteri che svolgono in forza della normativa in vigore nel proprio Stato d'origine le attività svolte dai soggetti di cui sopra, le società e gli enti emittenti strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati, le società iscritte negli elenchi di cui agli articoli 106, 107 e 113 del TUB, i promotori finanziari, le persone fisiche che documentino il possesso dei requisiti di professionalità stabiliti dal Testo Unico per i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso società di intermediazione mobiliare, le fondazioni bancarie (fino qui si parla di operatori oggettivamente qualificati), nonché 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 (operatori oggettivamente qualificati)”*.

L'art 6 comma 2-quater, 2-quinquies, 2-sexies del TUF delineano invece non più due figure di clienti come avveniva in passato ma tre: 1) la controparte qualificata, 2) il cliente professionale e 3) il cliente al dettaglio.

1) si tratta di soggetti con grado massimo di competenza su strumenti finanziari e che sono oggettivamente qualificati per l'esercizio professionale di attività finanziarie. Questa definizione individua le imprese finanziarie e non comprende le imprese che si autodichiarano tali. A tale categoria di cliente si disapplicano le norme in materia di tutela della clientela (assenza totale di tutela). L'accesso a tale categoria non è automatico ma il cliente deve confermare di voler essere trattato come controparte qualificata.

La nozione di controparte qualificata non vale per tutti i servizi di investimento ma solo per i servizi di investimento esecutivi (negoiazione per conto proprio, esecuzioni di ordini per conto dei clienti, ricezione e trasmissione di ordini). Per gli altri servizi di investimento si avranno quindi solo due soggetti ovvero il cliente professionale e il cliente al dettaglio.

2) si tratta di soggetti che possiede l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi che assume (senza essere qualificati come controparte qualificata). Il cliente professionale può essere privato o pubblico e a sua volta di diritto a su richiesta. Non si disapplica l'intera disciplina di tutela della clientela ma non vengono applicate solo alcune norme.

I clienti professionali privati di diritto (coloro che in via automatica sono trattati come clienti professionali in quanto in possesso di requisiti oggettivi) sono definiti nell'allegato 3 del reg. intermediari (prima parte) e si dividono in:

Imprese finanziarie → banche, imprese di investimento, altri istituti finanziari autorizzati o regolamentati, imprese di assicurazione, organismi di investimento collettivo e società di gestione di tali organismi, fondi pensione e società di gestione di tali fondi, agenti di cambio.

Imprese non finanziarie di rilevanti dimensioni → devono presentare almeno due dei seguenti requisiti dimensionali: totale di bilancio (attivo patrimoniale) 20.000.000 euro, fatturato netto (ricavo vendite) 40.000.000 euro, fondi propri (patrimonio netto) 2.000.000 euro.

Investitori istituzionali → la cui attività principale è investire in strumenti finanziari.

Spetta al cliente considerato professionale di diritto chiedere un livello più elevato di protezione se ritiene di non essere in grado di valutare o gestire correttamente i rischi assunti. A tal fine, i clienti considerati professionali di diritto concludono un accordo scritto con il prestatore del servizio che stabilisca i servizi, le operazioni e i prodotti ai quali si applica il trattamento quale cliente al dettaglio.

Il cliente professionale privato su richiesta è un cliente al dettaglio che chiede di essere trattato come cliente professionale anche se non è comunque consentito presumere che tali clienti possiedano conoscenze ed esperienze di mercato comparabili a quelle delle categorie elencate alla sezione I (allegato 3 reg. intermediari seconda parte).

La disapplicazione di regole di condotta previste per la prestazione dei servizi nei confronti dei clienti non professionali è consentita quando, dopo aver effettuato una valutazione adeguata della competenza e dell'esperienza del cliente, l'intermediario possa ragionevolmente ritenere che il cliente sia in grado di adottare consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e di comprendere i rischi che assume.

L'intermediario può accettare la richiesta del cliente di passare da dettaglio a professionale solo a certe condizioni sostanziali:

- a) il cliente ha effettuato operazioni di dimensioni significative sul mercato in questione con una frequenza media di 10 operazioni al trimestre nei quattro trimestri precedenti;
- b) il valore del portafoglio di strumenti finanziari del cliente deve superare 500.000 euro;
- c) il cliente lavora o ha lavorato nel settore finanziario per almeno un anno in una posizione professionale che presupponga la conoscenza dei servizi previsti.

L'intermediario può accettare la richiesta del cliente di passare da dettaglio a professionale solo a certe condizioni procedurali:

- a) i clienti devono comunicare per iscritto all'intermediario che desiderano essere trattati come clienti professionali, a titolo generale o rispetto ad un particolare servizio od operazione di investimento;
- b) l'intermediario deve avvertire i clienti, in una comunicazione scritta e chiara, di quali sono le protezioni e i diritti di indennizzo che potrebbero perdere;
- c) i clienti devono dichiarare per iscritto, in un documento separato dal contratto, di essere a conoscenza delle conseguenze derivanti dalla perdita di tali protezioni.

Differenza sistematica = il vecchio reg. intermediari del 1998 all'art 31 prevedeva che un cliente poteva dichiarare di avere esperienza e competenza su strumenti finanziari attraverso un'autodichiarazione (dichiarazione di scienza). Nel nuovo reg. Intermediari invece il cliente a dettaglio non dichiara di avere esperienza e competenza ma la sua richiesta di passare a cliente professionale ha valenza dispositiva (dichiarazione dispositiva) perché vuole consapevolmente rinunciare a tutele a lui concesse (ad es. caso in cui il cliente ritenga le tutele superflue rispetto alle sue competenze).

I clienti professionali pubblici di diritto sono il governo e la b.i.. Il D.lgs. 236/2011 art 2 prevede che: *“l’intermediario informa il cliente professionale pubblico, prima di qualunque prestazione di servizi, che, sulla base delle informazioni di cui dispone, esso e’ considerato di diritto un cliente professionale e che sarà trattato come tale, a meno che l’intermediario e il cliente convengano diversamente. L’intermediario inoltre informa il cliente del fatto che può richiedere una modifica dei termini dell’accordo per ottenere un maggior livello di protezione”*.

I clienti professionali pubblici su richiesta sono definiti dal D.lgs. 236/2001 art 3 il quale prevede che: *“possono richiedere agli intermediari di essere trattati come clienti professionali le Regioni, le Province autonome di Trento e Bolzano, nonché gli enti pubblici nazionali e regionali, a condizione che i richiedenti soddisfino congiuntamente i seguenti requisiti: a) entrate finali accertate nell’ultimo rendiconto di gestione superiori a 40 milioni di euro; b) aver effettuato operazioni sul mercato finanziario di valore nominale complessivo superiore a 100 milioni di euro nel corso del triennio precedente la stipula del contratto; c) presenza in organico di personale addetto alla gestione finanziaria che abbia acquisito adeguate competenze ed esperienza in materia di servizi di investimento”*.

- 3) Soggetto sprovvisto di esperienza e competenza su strumenti finanziari. Si tratta di una nozione residuale rispetto a quella di cliente professionale e tale soggetto ha tutela piena.

### **Responsabilità dei soggetti abilitati e violazione delle regole di condotta:**

La violazione delle regole di prestazione del servizio da parte dell’intermediario può assumere duplice qualificazione:

- 1) Inadempimento dell’intermediario rispetto ad obbligazione assunta nei confronti del cliente. La conseguenza di tale azione è il risarcimento del danno (classica conseguenza da inadempimento contrattuale che deriva da regole civilistiche generali) → modello principale.

Secondo il diritto comune gli obblighi dell’intermediario possono sorgere prima della stipula del contratto (ad es. obblighi informativi) oppure successivamente (ad es. comunicare variazioni su info date in precedenza). In caso di violazione di regole precedenti alla stipula del contratto si avrà responsabilità pre-contrattuale (vanno risarcite le eventuali spese sostenute) se invece la violazione delle regole avviene dopo la stipula del contratto si avrà responsabilità contrattuale.

Nel nostro caso invece bisognerà applicare la regola speciale prevista dall’art 23 comma 6 del TUF la quale prescinde dal fatto che la violazione sia avvenuta prima o dopo la stipula del contratto: *“nei giudizi di risarcimento dei danni cagionati al cliente nello svolgimento dei servizi di investimento e di quelli accessori, spetta ai soggetti abilitati l’onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta”*.

Da tale disposizione ne deriva che al cliente spetta l’onere di allegare alla violazione della regola e il danno conseguente senza provare che l’intermediario non ha agito con la diligenza richiesta. All’intermediario spetta invece l’onere di provare di aver agito con diligenza in quanto gode di un privilegio da un punto di vista informativo. Inoltre il cliente è esonerato dal provare il nesso di causalità che invece spetta all’intermediario il quale per tutelarsi dovrà provare l’eventuale assenza di nesso di causalità.

La giurisprudenza non accoglie del tutto tale impostazione in quanto preferisce uniformarsi a quanto stabilito dall’art 1218 del c.c. il quale prevede che il cliente debba provare il nesso di causalità tra danno subito e inadempimento del soggetto abilitato. Questo perché altrimenti c’è il rischio che il cliente possa ottenere un ristoro non commisurato al danno subito.

- 2) Presenza di un vizio del contratto tra intermediario e cliente. La conseguenza di tale fattispecie è l'inefficacia del contratto il quale diventerà improduttivo di effetti. La conseguenza patrimoniale dell'inefficacia è la restituzione delle prestazioni patrimoniali già eseguite ripristinando quindi le condizioni originali (disciplina di ripetizione dell'indebito). La conseguenza è dunque irrelata rispetto al danno subito dal cliente. → modello sussidiario.

Tale modello deve avere necessariamente carattere speciale onde evitare che il rischio di mercato si trascinerrebbe sull'intermediario. La presenza di un vizio del contratto può avere i seguenti effetti:

- a) Risoluzione del contratto per inadempimento:

presupposto della risoluzione del contratto è la mancata attuazione da parte dell'intermediario di un suo dovere che non deve essere di scarsa importanza per il cliente. Gli inadempimenti dell'intermediario riguardano obblighi successivi alla stipula del contratto senza dei quali potrebbe essere messo a rischio il sinallagma contrattuale. La risoluzione del contratto per inadempimento non è dunque utilizzabile per violazioni pre-contrattuali.

- b) Annullamento del contratto per dolo (uno dei vizi della volontà insieme a errore e violenza):

il dolo negoziale riguarda la formazione del contratto ovvero vi deve essere un errore su un elemento essenziale del contratto non determinato autonomamente dal cliente ma provocato dall'altrui inganno. Il dolo è quindi conseguente a un comportamento malizioso o dell'altra parte o di un terzo.

Il contratto di investimento è annullabile per dolo quando il cliente è indotto a concludere il contratto sotto raggiri dell'intermediario. Si fa dunque riferimento agli obblighi della fase pre-contrattuale come ad es. la violazione di obblighi informativi fatta in modo tale che intermediario raggiuri il cliente.

Per l'annullamento del contratto occorre inoltre dimostrare che il dolo sia determinante per la stipula del contratto ovvero che se non fosse stato per il raggiri il cliente non avrebbe stipulato il contratto. Se il raggiri e il dolo non sono determinanti per la stipula del contratto si parla allora di dolo incidente che ha come conseguenza il risarcimento del danno e non l'annullamento.

- c) Nullità del contratto:

ipotesi certe in mancanza delle quali si va incontro a nullità sono stabilite dall'art 23 comma 1 del TUF il quale prevede che: *“i contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento, escluso il servizio di cui all'art 1, comma 5, lettera f), e i contratti relativi alla prestazione dei servizi accessori sono redatti per iscritto e un esemplare è consegnato ai clienti a pena di nullità”*.

La nullità può essere fatta valere solo dal cliente e non da chiunque ne abbia interesse come invece avviene nel diritto comune. Si tratta dunque di un caso di nullità relativa ovvero nullità protettiva di una delle parti che nel nostro caso riguarda il cliente e non l'intermediario.

### **Regole sulla prestazione dei servizi di investimento:**

L'art 21 comma 1 del TUF prevede che: *“nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e accessori i soggetti abilitati devono:*

- a) *comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati;*
- b) *acquisire, le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati;*
- c) *utilizzare comunicazioni pubblicitarie e promozionali corrette, chiare e non fuorvianti;*
- d) *disporre di risorse e procedure, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e delle attività”.*

### BEST EXECUTION

La diligenza indica il parametro che serve per determinare il comportamento dovuto dal debitore. Il parametro della diligenza dell'intermediario è individuato nell'art 45 del reg. intermediari e fa riferimento alla best execution la quale non impone all'intermediario di conseguire il miglior risultato possibile per il cliente ma di comportarsi in modo tale da ottenere questo risultato.

Best execution pre-mifid → l'art 26 del reg. intermediari previgente aveva come caratteristica quella di stabilire uno standard di comportamento in modo tale da consentire al cliente di conseguire il miglior risultato possibile. Tale regola si applicava a tutti i servizi di investimento.

Best execution post-mifid → si introduce un limite alla discrezionalità tecnica dell'intermediario in quanto il concetto della procedimentalizzazione dei doveri dell'intermediario riguarda solo i servizi esecutivi (ricezione e trasmissione di ordini e negoziazione in conto proprio e terzi di strumenti finanziari). si passa dunque da uno standard comportamentale ad una serie di rules degli art 45 e ss.

Art 45 comma 1: *“gli intermediari adottano tutte le misure ragionevoli e, a tal fine, mettono in atto meccanismi efficaci, per ottenere il miglior risultato possibile per i loro clienti, avendo riguardo al prezzo, ai costi, alla rapidità e alla probabilità di esecuzione e di regolamento, alle dimensioni ed alla natura dell'ordine”.*

Art 45 comma 2: *“gli intermediari tengono conto dei seguenti criteri: caratteristiche del cliente, compresa la sua classificazione come cliente al dettaglio o professionale, caratteristiche dell'ordine del cliente, caratteristiche degli strumenti finanziari che sono oggetto dell'ordine, caratteristiche delle sedi di esecuzione alle quali l'ordine può essere diretto”.*

Art 45 comma 3: *“gli intermediari adottano una strategia di esecuzione degli ordini finalizzata ad individuare, per ciascuna categoria di strumenti, almeno le sedi di esecuzione che permettono di ottenere in modo duraturo il miglior risultato possibile per l'esecuzione degli ordini del cliente”.* La strategia deve essere approvata dal cliente prima di effettuare l'investimento in modo che essi esprimano il loro consenso alla possibilità che l'esecuzione dell'ordine avvenga fuori i m.r. o di un sistema multilaterale e bisogna comunque tenerlo aggiornato anche successivamente.

Quando l'ordine è eseguito per conto di un cliente al dettaglio la selezione delle trading venues va condotta assumendo come criterio di riferimento quello del corrispettivo totale costituito dal prezzo dello strumento e da tutti i costi accessori di esecuzione.

### ADEGUATEZZA-APPROPRIATEZZA-EXECUTION ONLY

Con la parola correttezza facciamo riferimento alla buona fede oggettiva che ha valenza integrativa del rapporto contrattuale perché individua ulteriori doveri e obblighi in capo all'intermediario.

Pre-mifid → vi era una regola unitaria di adeguatezza contenuta in art 29 la quale prevedeva il divieto di compiere operazioni inadeguate nei confronti dei clienti. La regola aveva portata generale perché si applicava a tutti i servizi di investimento con la conseguenza di risultare troppo rigorosa per i servizi esecutivi e meno rigorosa se a decidere era l'intermediario. La regola veniva disapplicata agli operatori qualificati e il divieto di compiere operazioni inadeguate poteva essere superato se l'intermediario lo metteva per iscritto e il cliente accettava.

Post-mifid → la vecchia regola unitaria è stata scissa in due regole diverse con intensità diverse a seconda della tipologia di servizio che si effettua. Attualmente abbiamo dunque la 1) regola di adeguatezza, 2) la regola di appropriatezza e 3) una zona franca dove non si applica né il controllo di adeguatezza né quello di appropriatezza.

- 1) Assolve la funzione di rafforzare i doveri di collaborazione dell'intermediario nei confronti dell'investitore facendo divieto di consigliare operazioni non adeguate al profilo dell'investitore stesso. Tale regola non è derogabile pertanto, a differenza di quanto stabiliva la disciplina precedente, se un'operazione non è adeguata non può essere eseguita neanche se l'investitore la autorizzi espressamente. La regola si applica solo ai servizi con discrezionalità decisoria dell'intermediario (gestione di portafogli e consulenza).

L'art 39 comma 1 del reg. intermediari individua le informazioni che gli intermediari devono acquisire dai clienti per adempiere all'obbligo di adeguatezza: *“gli intermediari ottengono dal cliente o potenziale cliente le informazioni necessarie in merito: alla conoscenza ed esperienza nel settore di investimento rilevante per il tipo di strumento o di servizio, alla situazione finanziaria, agli obiettivi di investimento”*.

L'intermediario in linea generale non dovrebbe avere il compito di verificare la veridicità e completezza delle informazioni dell'art 39 dato che, trattandosi di norme a tutela dell'investitore, il sistema non può spingersi sino al punto di proteggere quest'ultimo dal proprio inadempimento. Ciò vale solo nel caso in cui le informazioni fornite dall'investitore non siano palesemente inesatte, incomplete o superate ed in questo caso l'intermediario dovrà chiedere al cliente di integrare pena il rifiuto della prestazione del servizio.

- 2) Si tratta di un controllo meno rigoroso rispetto a quello di adeguatezza (sottoinsieme del controllo di adeguatezza) che si applica a tutti i servizi non assoggettati al controllo di adeguatezza né compresi nella zona franca. Il giudizio di appropriatezza si misura soltanto sul livello di esperienza e conoscenza di cui è in possesso l'investitore e quindi il giudizio non insiste sulla valutazione della capacità finanziaria del cliente né dei suoi obiettivi di investimento.

Nel caso in cui l'operazione non risulti appropriata l'intermediario è tenuto ad informare l'investitore di tale situazione ma senza che ciò si traduca nel divieto di compiere l'operazione come invece si verifica per il giudizio di adeguatezza. Se le informazioni acquisite non sono sufficienti a consentire all'intermediario di formulare il giudizio di appropriatezza egli è tenuto a formulare solo un'avvertenza.

ZONA FRANCA (da fare)

- 3) Si fa riferimento a servizi, diversi da quelli di gestione e consulenza, prestati in modalità execution only (servizi meramente esecutivi) ovvero l'intermediario si limita a dare esecuzione agli ordini trasmessi dagli investitori senza offrire alcun supporto ulteriore.

L'art 43 del reg. intermediari prevede che: *“Gli intermediari possono prestare i servizi di esecuzione di ordini per conto dei clienti o di ricezione e trasmissione ordini senza che sia*

*necessario effettuare test di adeguatezza e appropriatezza quando sono soddisfatte tutte le seguenti condizioni:*

- a) *i suddetti servizi sono connessi ad azioni ammesse alla negoziazione in un m.r., o in un mercato equivalente di un paese terzo, a strumenti del mercato monetario, obbligazioni o altri titoli di debito (escluse le obbligazioni o i titoli di debito che incorporano uno strumento derivato), OICR armonizzati ed altri strumenti finanziari non complessi;*
- b) *il servizio è prestato a iniziativa del cliente o potenziale cliente;*
- c) *il cliente o potenziale cliente è stato informato che l'intermediario non è tenuto a valutare l'appropriatezza e che pertanto l'investitore non beneficia della protezione offerta dalle relative disposizioni.*
- d) *l'intermediario rispetta gli obblighi in materia di conflitti di interesse”.*

La modalità execution only, seppur limitata alla trattazione di alcuni strumenti finanziari, rappresenta una modalità che può risultare funzionale alla rapidità di esecuzione e al contenimento dei costi del servizio.

Aspetti in comune ai punti 1) e 2):

entrambi i tipi di controllo si fondano su due fasi: obbligo dell'intermediario di acquisire informazioni dal cliente che gli sono necessarie per eseguire il controllo, controllo su coerenza dell'operazione ovvero l'intermediario deve eseguire una verifica sull'operazione che sta per compiere.

Aspetti di diversità tra i punti 1) e 2):

- a) Cambia l'ambito di informazioni da richiedere che è più ampio per quanto riguarda il controllo di adeguatezza: Infatti per il controllo di appropriatezza le informazioni da richiedere si limitano a quelle elencate all'art 39 comma 1 lettera a del reg. intermediari mentre per il controllo di adeguatezza le informazioni da richiedere riguardano anche le lettere b e c dell'art 39 (la lettera a è quindi comune a entrambi i controlli).
- b) Conseguenze della mancata informazione ovvero quando il cliente si rifiuta di fornire le informazioni richieste: Per quanto riguarda il controllo di adeguatezza l'art 39 comma 6 del reg. intermediari prevede il divieto per l'intermediario di prestare il servizio mentre per il controllo di appropriatezza l'art 42 comma 4 prevede che non ci sia impedimento alla prestazione del servizio ma solo un'avvertenza da parte dell'intermediario.
- c) Tipo di verifica: Per il controllo di appropriatezza l'art 42 comma 1 del reg. intermediari prevede che: *“gli intermediari verificano che il cliente abbia il livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere i rischi che lo strumento o il servizio di investimento offerto o richiesto comporta”* mentre per il controllo di adeguatezza l'art 40 comma 1 del reg. intermediari prevede che: *“gli intermediari valutano che la specifica operazione consigliata soddisfi i seguenti criteri: corrisponda agli obiettivi di investimento del cliente, sia di natura tale che il cliente sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio connesso all'investimento compatibilmente con i suoi obiettivi di investimento, sia di natura tale per cui il cliente possieda la necessaria esperienza e conoscenza per comprendere i rischi inerenti all'operazione o alla gestione del suo portafoglio (punto in comune con controllo di appropriatezza)”*.
- d) Conseguenze della non coerenza dell'operazione: la conseguenza dell'inadeguatezza implica che l'operazione non può in nessun modo essere eseguita dall'intermediario mentre la conseguenza dell'inappropriatezza è una semplice avvertenza dell'inappropriatezza dell'operazione da parte dell'intermediario al cliente.
- e) Impatto della nozione di cliente professionale. Trattare un investitore esperto alla stessa stregua di un cliente ordinario può comportare un dispendio di risorse sia per l'intermediario

che per l'investitore (ad es. rallentamento dell'intera operazione). Per questo motivo la qualificazione dell'investitore come cliente esperto giustifica la disapplicazione di alcune regole di comportamento concepite per la tutela del cliente comune.

Il cliente professionale è esonerato dal controllo di appropriatezza mentre per quanto riguarda il controllo di adeguatezza è prevista una disapplicazione parziale. Infatti al cliente professionale non si applica la disciplina contenuta nell'art 39 comma 1 lettera a del reg. intermediari.

La disposizione contenuta nell'art 39 comma 1 lettera b si disapplica per il cliente professionale di diritto ma non al cliente professionale su richiesta sempre che in entrambi i casi si faccia riferimento al servizio di consulenza (in armonia con art 40 comma 3 reg. intermediari). Se siamo di fronte a servizi di gestione individuale la lettera b si deve applicare sia al cliente professionale di diritto che su richiesta.

La disposizione contenuta nell'art 39 comma 1 lettera c si applica sia ai clienti professionali di diritto che su richiesta. Per i clienti classificati come controparte qualificata vengono disapplicate pressoché tutte le regole di condotta tranne la disciplina sui conflitti di interesse.

### **Obblighi informativi:**

L'art 21 comma 1 lettera b del TUF prevede che: *“l'intermediario deve acquisire, le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati”*. La norma può essere scomposta in due sezioni dove la prima riguarda le informazioni che vengono trasmesse dall'investitore all'intermediario mentre la seconda le informazioni che vengono trasmesse da quest'ultimo all'investitore.

Per quanto attiene al primo flusso informativo l'acquisizione delle informazioni dai clienti è funzionale all'applicazione delle regole di adeguatezza e appropriatezza. A tal proposito la quantità di informazioni che l'intermediario deve richiedere al cliente è variabile rispetto alla tipologia di investimento e alla classificazione del cliente.

Per quanto attiene invece al secondo flusso informativo l'art 27 comma 1 lettera del reg. intermediari prevede che: *“tutte le informazioni, comprese le comunicazioni pubblicitarie e promozionali, indirizzate dagli intermediari a clienti o potenziali clienti devono essere corrette, chiare e non fuorvianti”*.

Pre-mifid→il vecchio reg. intermediari stabiliva che l'intermediario doveva fornire al cliente tutte le informazioni necessarie prima di iniziare il servizio con due eccezioni, cioè doveva fornire informazioni anche dopo l'inizio del servizio quando: il servizio svolto era una gestione individuale di portafogli, il servizio svolto era la negoziazione di derivati con finalità non di copertura (ad es. in questi due casi se dopo l'inizio del servizio vi era una perdita rilevante l'intermediario doveva segnalarla).

Problemi e criticità di tale impostazione riguardano: l'intermediario non aveva l'obbligo di consegnare al cliente il prospetto informativo né di comunicargli il rating dell'operazione. Inoltre l'intermediario come già detto l'intermediario non era obbligato a fornire informazioni anche dopo l'inizio dell'operazione (tranne i casi citati).

Post-mifid→viene modificato il contenuto del vecchio reg. intermediari in materia di obblighi informativi e la nuova disciplina prevede uno standard generale e una serie di specifiche rules.

L'art 27 comma 2 del reg. intermediari incorpora lo standard generale e prevede che: *“gli intermediari forniscono 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 interessati e i rischi ad essi connessi e, di conseguenza, possano prendere le decisioni in materia di investimenti in modo consapevole. Tali informazioni, che possono essere fornite in formato standardizzato, si riferiscono: all'impresa di investimento e ai relativi servizi, agli strumenti finanziari e alle strategie di investimento proposte, alle sedi di esecuzione e ai costi e oneri connessi”*.

Modalità dell'info = come già detto le informazioni, comprese le comunicazioni pubblicitarie e promozionali, indirizzate dagli intermediari a clienti o potenziali clienti devono essere corrette, chiare e non fuorvianti. L'art 28 comma 2 del reg. intermediari completa il significato dell'art 27 stabilendo i criteri minimi (criteri generali) che devono essere rispettati affinché l'informazione possa essere considerata chiara, corretta e non fuorviante:

*“le informazioni:*

- a) includono la denominazione dell'intermediario;*
- b) non sottolineano gli eventuali vantaggi potenziali di un servizio di investimento o di uno strumento finanziario senza fornire anche un'indicazione corretta ed evidente di eventuali rischi rilevanti (attuazione del parametro non fuorviante);*
- c) hanno un contenuto e sono presentate in modo che siano con ogni probabilità comprensibili per l'investitore medio del gruppo al quale sono dirette o dal quale saranno probabilmente ricevute (attuazione del parametro chiara);*
- d) non celano, minimizzano od occultano elementi o avvertenze importanti (attuazione del parametro corretta)”*.

Per le informazioni che presentano il pericolo di poter essere fraintese sono previsti dei criteri specifici ai commi 3 e ss. Dell'art 28 reg. intermediari:

*“Quando le informazioni raffrontano servizi di investimento o strumenti finanziari, il raffronto deve essere presentato in modo corretto ed equilibrato; le fonti di informazione utilizzate per il raffronto devono essere specificate; i fatti e le ipotesi principali utilizzati per il raffronto vengono indicate”*.

*“Quando le informazioni contengono un'indicazione dei risultati passati di uno strumento finanziario o di un servizio di investimento tale indicazione non deve costituire l'elemento predominante della comunicazione; le informazioni devono fornire dati appropriati sui risultati riguardanti i cinque anni immediatamente precedenti oppure l'intero periodo durante il quale lo strumento finanziario è stato offerto”*.

*“Quando le informazioni contengono stime sui risultati futuri, esse soddisfano le condizioni seguenti: non si basano né contengono riferimenti a proiezioni di risultati passati e si basano su ipotesi ragionevoli supportate da dati obiettivi”*.

Oggetto dell'info = l'art 31 comma 1 del reg. intermediari prevede che: *“gli intermediari forniscono ai clienti o potenziali clienti una descrizione generale della natura e dei rischi degli strumenti finanziari trattati, tenendo conto in particolare*

della classificazione del cliente come cliente al dettaglio o cliente professionale (si parametrizza il contenuto dell'info in relazione alla categoria di cliente). La descrizione illustra le caratteristiche del tipo specifico di strumento interessato, nonché i rischi propri di tale tipo di strumento, in modo sufficientemente dettagliato da consentire al cliente di adottare decisioni di investimento informate”.

Se il rating è un elemento comprensibile per il cliente allora la comunicazione del rating potrebbe bastare per descrivere il rischio dell'operazione. L'art 31 comma 3 prevede che: “se l'intermediario fornisce ad un cliente al dettaglio informazioni in merito ad uno strumento finanziario che è oggetto di un'offerta al pubblico in corso ed in relazione a tale offerta è stato pubblicato un prospetto informativo, l'intermediario medesimo comunica al cliente le modalità per ottenere tale prospetto”.

L'art 31 comma 5 prevede che: “nel caso di strumenti finanziari che incorporano una garanzia di un terzo, le informazioni relative a tale garanzia includono dettagli sufficienti sul garante e sulla garanzia, affinché il cliente al dettaglio possa compiere una valutazione corretta della garanzia”.

Tempi dell'info = l'art 34 comma 2 del reg. intermediari prevede che: “gli intermediari forniscono al cliente al dettaglio, in tempo utile prima che sia vincolato da qualsiasi contratto per la prestazione di servizi di investimento o accessori, le informazioni concernenti i termini del contratto”. Si fa riferimento alla fase anteriore alla stipula del contratto e in tempo utile vuol dire tempo necessario a far sì che il cliente possa ridurre la perdita (vendendo).

Ulteriori comunicazioni vengono fatte nella fase di inizio della prestazione del servizio e nella fase post-esecuzione del servizio.

Forma dell'info = le informazioni devono essere fornite su un supporto duraturo (idoneo a durare nel tempo) anche a fini probatori e a tal proposito l'art 36 comma 1 del reg. intermediari prevede che: “quando è prescritto che le informazioni siano fornite su un supporto duraturo, gli intermediari utilizzano un supporto cartaceo oppure utilizzano un supporto duraturo non cartaceo a condizione che: i) tale modalità risulti appropriata per il contesto in cui si svolge il rapporto tra l'intermediario e il cliente; ii) il cliente o potenziale cliente sia stato avvertito della possibilità di scegliere tra supporto duraturo cartaceo o non cartaceo, ed abbia scelto espressamente quest'ultimo”.

Il comma 2 prevede che: “quando gli intermediari forniscono informazioni ad un cliente tramite un sito Internet devono ricorrere le condizioni seguenti: a) l'utilizzo del sito Internet risulta appropriato per il contesto in cui si svolge il rapporto tra l'intermediario e il cliente; b) il cliente acconsente espressamente alla fornitura delle informazioni in tale forma; c) al cliente è comunicato elettronicamente l'indirizzo del sito Internet e il punto del sito in cui si può avere accesso all'informazione; d) le informazioni sono aggiornate”.

Il comma 3 prevede che: “la fornitura di informazioni tramite comunicazioni elettroniche viene considerata come appropriata per il contesto in cui il rapporto tra l'intermediario e il cliente si svolge se vi è la prova che il cliente può avere accesso regolare a Internet. La fornitura da parte del cliente di un indirizzo e-mail ai fini di tale rapporto può essere considerata come un elemento di prova”.

## La disciplina del conflitto di interessi:

L'intermediario può trovarsi in situazioni nelle quali potrebbe essere indotto a non realizzare l'interesse del proprio cliente essendo piuttosto tentato di privilegiare altri interessi (l'interesse proprio, quello di altri investitori, quello di soggetti collegati all'intermediario). La natura polifunzionale dell'intermediario accentua il problema anche se i conflitti di interesse possono verificarsi indipendentemente dal fatto che l'intermediario svolga più servizi contemporaneamente.

Il caso più emblematico è rappresentato dai possibili conflitti tra attività bancaria tradizionale (esercizio del credito) e attività mobiliari. Si pensi infatti ad una banca che si trovi fortemente esposta nei confronti di una società e che al contempo può trovarsi a consigliare o vendere titoli della società debitrice. In questo caso la banca può essere indotta ad effettuare una determinata operazione non nell'interesse del cliente ma per tutelare la propria posizione di creditore.

La legislazione ha preso atto che il conflitto di interessi non può essere eliminato, soprattutto per quanto riguarda soggetti polifunzionali, e quindi bisogna adottare misure in modo tale che l'intermediario agisca in modo trasparente senza nuocere il cliente. A tal proposito l'art 21 comma 1-bis del TUF prevede che:

*“nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e dei servizi accessori, gli intermediari:*

- a) adottano ogni misura ragionevole per identificare i conflitti di interesse che potrebbero insorgere con il cliente o fra clienti, e li gestiscono, anche adottando idonee misure organizzative, in modo da evitare che incidano negativamente sugli interessi dei clienti;*
- b) informano chiaramente i clienti, prima di agire per loro conto, della natura generale e/o delle fonti dei conflitti di interesse quando le misure adottate ai sensi della lettera a) non sono sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato;*
- c) svolgono una gestione indipendente, sana e prudente e adottano misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati”.*

La lettera a fa riferimento ad un modello a carattere preventivo e organizzativo che detta regole per individuare preventivamente i conflitti. La lettera b fa riferimento a un modello a carattere successivo fondato su trasparenza (si deve rendere trasparente nei confronti del cliente la situazione di conflitto). Il modello a carattere successivo ha valenza sussidiaria rispetto al modello a carattere preventivo che invece ha valenza generale (nel regolamento previgente invece si adottava in via principale il modello a carattere successivo).

Infatti in via prioritaria l'intermediario ha l'obbligo di identificare i conflitti e di gestirli mediante misure organizzative mentre soltanto qualora le misure così adottate non siano sufficienti ad evitare il rischio che dal conflitto possa derivare nocumento all'investitore allora l'intermediario può far ricorso alla disclosure del conflitto stesso.

L'attuazione dell'art 21 comma 1-bis è rimessa alla competenza congiunta b.i.-consob ed in particolare l'art 24 comma 1 del reg. congiunto 29/10/2007 prevede che: *“ai fini dell'identificazione dei conflitti di interesse che possono insorgere nella prestazione dei servizi e che possono danneggiare gli interessi di un cliente, gli intermediari considerano, quale criterio minimo (si possono considerare anche altre situazioni), se a seguito della prestazione*

di servizi, essi, un soggetto rilevante o un soggetto avente con essi un legame di controllo, diretto o indiretto:

- a) possano realizzare un guadagno finanziario o evitare una perdita finanziaria, a danno del cliente;
- b) siano portatori di un interesse nel risultato del servizio prestato al cliente, distinto da quello del cliente medesimo;
- c) abbiano un incentivo a privilegiare gli interessi di clienti diversi da quello a cui il servizio è prestato;
- d) svolgano la medesima attività del cliente;
- e) ricevano da una persona diversa dal cliente, in relazione con il servizio a questi prestato, un incentivo, sotto forma di denaro, beni o servizi, diverso dalle commissioni o dalle competenze percepite per tale servizio”.

I soggetti rilevanti sono definiti dall’art 2 del reg. congiunto come il soggetto appartenente ad una delle seguenti categorie:

- a) i componenti degli organi aziendali (influiscono direttamente su gestione dell’intermediario), soci che in funzione dell’entità della partecipazione detenuta possono trovarsi in una situazione di conflitto di interessi (influiscono indirettamente su gestione dell’intermediario), dirigenti o promotori finanziari dell’intermediario;
- b) dipendenti dell’intermediario e ogni altra persona fisica i cui servizi siano a disposizione dell’intermediario e che partecipino alla prestazione di servizi di investimento e da parte del medesimo intermediario;
- c) persone fisiche che partecipino direttamente alla prestazione di servizi all’intermediario sulla base di un accordo di esternalizzazione avente per oggetto la prestazione di servizi di investimento da parte del medesimo intermediario.

Dalla identificazione delle situazioni di conflitto discende l’obbligo di elaborare una politica di gestione dei conflitti stessi. A tal proposito l’art 25 comma 1 e 2 del reg. congiunto prevede che: *“gli intermediari formulano per iscritto, applicano e mantengono un’efficace politica di gestione dei conflitti di interesse che deve:*

- a) consentire di individuare, in relazione ai servizi e alle attività di investimento e ai servizi accessori prestati, le circostanze che generano o potrebbero generare un conflitto di interesse idoneo a ledere gli interessi di uno o più clienti;
- b) definire le procedure da seguire e le misure da adottare per gestire tali conflitti ”.

l’art 25 comma 3 prevede che: *“gli intermediari adottano misure e procedure volte a:*

- a) impedire o controllare lo scambio di informazioni tra i soggetti rilevanti coinvolti in attività che comportano un rischio di conflitto di interesse, quando lo scambio di tali informazioni possa ledere gli interessi di uno o più clienti;
- b) garantire la vigilanza separata dei soggetti rilevanti le cui principali funzioni coinvolgono interessi potenzialmente in conflitto con quelli del cliente per conto del quale un servizio è prestato;
- d) impedire o limitare l’esercizio di un’influenza indebita sullo svolgimento, da parte di un soggetto rilevante, di servizi o attività di investimento o servizi accessori;
- e) impedire o controllare la partecipazione simultanea o successiva di un soggetto rilevante a distinti servizi  
o attività di investimento o servizi accessori, quando tale partecipazione possa nuocere alla gestione corretta dei conflitti di interesse.

L’art 23 comma 3 del reg. congiunto prevede che: *“quando le misure adottate per la gestione dei conflitti non sono sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato, gli intermediari informano chiaramente i clienti,*

*prima di agire per loro conto, della natura e/o delle fonti dei conflitti affinché essi possano assumere una decisione informata sui servizi prestati”.*

Da tale norma deriva una svalutazione della trasparenza a tutto vantaggio dei presidi organizzativi interni. In particolare se questi ultimi sono ritenuti sufficienti a raggiungere gli obiettivi di non nuocere il cliente la disclosure non è dovuta né richiesta. Qualora invece i presidi organizzativi interni (rispettivamente rappresentati dalla fase di identificazione e gestione dei conflitti) non sono sufficienti, la disclosure è necessaria anche se non può sostituirsi ai presidi medesimi.

### **Separazione patrimoniale:**

*l’art 22 comma 1 del TUF prevede che: “nella prestazione dei servizi di investimento e accessori gli strumenti finanziari e le somme di denaro dei singoli clienti, a qualunque titolo detenuti dall’impresa di investimento, dalla Sgr, dalla società di gestione armonizzata o dagli intermediari finanziari iscritti nell’elenco previsto dall’articolo 107 del T.U. bancario, nonché gli strumenti finanziari dei singoli clienti a qualsiasi titolo detenuti dalla banca, costituiscono patrimonio distinto a tutti gli effetti da quello dell’intermediario e da quello degli altri clienti. Su tale patrimonio non sono ammesse azioni dei creditori dell’intermediario o nell’interesse degli stessi, né quelle dei creditori dell’eventuale depositario o sub-depositario o nell’interesse degli stessi. Le azioni dei creditori dei singoli clienti sono ammesse nei limiti del patrimonio di proprietà di questi ultimi”.*

La separazione opera dunque su due distinti livelli. Da un lato è separato il patrimonio dell’intermediario rispetto a quello degli altri investitori, dall’altro sono separati i singoli patrimoni riferibili agli investitori. La finalità di tale disciplina è di tutelare gli investitori dai possibili rischi di confusione che possono manifestarsi. Ad esempio se l’intermediario è posto in liquidazione coatta amministrativa si vuole evitare che quest’ultimo inglobi per confusione nel proprio patrimonio anche beni degli investitori. La regola di separazione ha dunque effetto reale.

La disciplina in oggetto non vale per le somme di denaro affidate alle banche. Infatti per quest’ultime si applica la disciplina del deposito bancario in base alla quale, per i depositi in denaro, la banca acquista la proprietà del denaro depositato dalla clientela essendo poi tenuta all’obbligo di restituzione di quanto ricevuto. Da ciò si deduce che la separazione patrimoniale vige solo per gli strumenti finanziari.

Nel caso in cui non viene rispettata la separazione patrimoniale tra intermediario e clienti (ma non anche quella tra i clienti) allora gli strumenti finanziari verranno restituiti agli investitori in proporzione ai diritti per i quali ciascuno dei clienti è stato alla sezione separata dello stato del passivo. Se invece non viene rispettata neanche la separazione tra i patrimoni dei clienti quest’ultimi concorreranno sull’intera massa con i creditori chirografari.

*L’art 22 comma 3 del TUF prevede che: “salvo consenso scritto dei clienti, l’impresa di investimento, la Sgr, la società di gestione armonizzata, l’intermediario finanziario iscritto nell’elenco previsto dall’articolo 107 del TUB e la banca non possono utilizzare, nell’interesse proprio o di terzi, gli strumenti finanziari di pertinenza dei clienti, da essi detenuti a qualsiasi titolo. L’impresa di investimento, l’intermediario finanziario iscritto nell’elenco previsto dall’articolo 107 del T.U. bancario, la Sgr e la società di gestione armonizzata non possono utilizzare, nell’interesse proprio o di terzi, le disponibilità liquide degli investitori, da esse detenute a qualsiasi titolo”.*

## **Svolgimento dell’attività (disciplina interna)**

La disciplina interna prende in considerazione da un lato l'organizzazione amministrativa degli intermediari, con particolare riferimento agli esponenti aziendali e ai detentori di partecipazioni, e dall'altro lato l'organizzazione patrimoniale degli intermediari, con particolare riferimento al capitale minimo e all'adeguatezza patrimoniale.

### Requisiti degli esponenti aziendali:

E' convenzione diffusa che chi intende svolgere servizi finanziari debba possedere requisiti di onorabilità e professionalità. I primi servono ad evitare che sul mercato mobiliare operino soggetti che abbiano determinati precedenti penali mentre i secondi sono necessari per assicurare che lo svolgimento delle attività sul mercato avvenga da parte di persone competenti e preparate. Quindi per l'accesso al mercato da parte degli intermediari vi devono essere requisiti di onorabilità e professionalità sia per gli esponenti aziendali (titolari di funzioni di amministrazione, controllo e direzione) sia per i soci che detengono partecipazioni rilevanti al capitale dell'intermediario.

L'art 13 comma 1 del TUF prevede che: *"i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso Sim, Sgr, Sicav devono possedere i requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza stabiliti dal Ministro dell'economia e delle finanze, con regolamento adottato sentite la b.i. e la Consob"*. Allo stato attuale il ministro non ha ancora provveduto ad emanare il regolamento e quindi per la definizione di professionalità, onorabilità e indipendenza si rimanda al decreto 468/98 il quale prevede:

Professionalità = esperienza maturata da parte degli esponenti aziendali nel settore finanziario o nello svolgimento di mansioni direttive nell'ambito di imprese.

Onorabilità = insussistenza da parte degli esponenti aziendali di condanne penali per reati gravi.

Indipendenza = introdotti nel 2004 non sono quindi ancora stati definiti. In linea generale si può fare riferimento a quelli che sono dettati nello statuto.

Le conseguenze della mancanza dei requisiti sono diverse a seconda che tale circostanza si presenti prima del rilascio dell'autorizzazione oppure dopo il rilascio dell'autorizzazione. Nel primo caso la mancanza dei requisiti funge da ostacolo al rilascio dell'autorizzazione che non viene quindi rilasciata.

Nel secondo caso non si ha la revoca dell'autorizzazione ma, come prevede l'art 13 comma 2 del TUF, *"il difetto dei requisiti determina la decadenza dalla carica degli esponenti aziendali. Essa è dichiarata dal consiglio di amministrazione, dal consiglio di sorveglianza o dal consiglio di gestione entro trenta giorni conoscenza del difetto sopravvenuto. In caso di inerzia, la decadenza è pronunciata dalla b.i. o dalla Consob"*. Si ha decadenza e non revoca dell'autorizzazione perché non si vuole far fermare del tutto l'attività dell'intermediario una volta ricevuta l'autorizzazione.

Quanto fin ora detto non lo troviamo nel diritto comune. Infatti per la carica di amministratore il diritto comune non prevede alcun requisito particolare (tranne caso di interdizione, fallimento o requisiti previsti dallo statuto). Per la carica di controllo, cioè quella di sindaco, il diritto comune impone soltanto l'indipendenza dell'organo di controllo così come stabilito dall'art 2349 c.c.

### Requisiti dei partecipanti al capitale:

Per partecipanti al capitale si intendono i titolari di partecipazioni così come definite dall'art 1 comma 6-bis del TUF il quale prevede che: *"per partecipazioni si intendono le azioni, le quote e gli altri strumenti finanziari che attribuiscono diritto di voto"*. Le forme partecipative che in una s.p.a. attribuiscono il diritto di voto sono le azioni con diritto di voto e gli strumenti finanziari partecipativi con diritto di voto. I titolari di queste partecipazioni possono quindi influire sulla gestione dell'intermediario esercitando il proprio diritto di voto (influiscono indirettamente quindi).

A differenza di quanto previsto per gli esponenti aziendali, i requisiti previsti per i partecipanti al capitale sono esclusivamente di onorabilità e non anche di professionalità. Infatti per gli esponenti aziendali l'aver maturato esperienza nel settore finanziario rappresenta un'effettiva esigenza a tutela della sana e prudente gestione dell'intermediario. Tale esigenza non si pone per i partecipanti al capitale in quanto ad essi non spetta direttamente la gestione dell'impresa.

A tal proposito l'art 14 comma 1 del TUF prevede che: *“il Ministro dell'economia e delle finanze, con regolamento adottato sentite la b.i. e la Consob, determina i requisiti di onorabilità dei titolari delle partecipazioni indicate nell'articolo 15 comma 1 (partecipazioni rilevanti), nelle Sim e nelle Sgr, nonché dei partecipanti al capitale delle Sicav”*. Dato che il ministro non ha ancora emanato il regolamento per onorabilità si fa fede alla definizione del decreto 468/98.

L'art 15 comma 1 del TUF prevede che: *“chiunque, a qualsiasi titolo, intenda acquisire o cedere, direttamente od indirettamente, in una Sim, Sgr, Sicav una partecipazione che comporta il controllo o la possibilità di esercitare un'influenza notevole sulla società o che attribuisce una quota dei diritti di voto o del capitale almeno pari al 10%, tenuto conto delle azioni o quote già possedute, deve darne preventiva comunicazione alla b.i. La comunicazione preventiva è dovuta anche per le variazioni delle partecipazioni quando la quota dei diritti di voto o del capitale raggiunga o superi, in aumento o in diminuzione, il 20% , 30% o 50% e quando le variazioni comportano l'acquisizione o la perdita del controllo della società”*.

L'obbligo di comunicazione preventiva serve perché la b.i. deve valutare se il soggetto acquirente è idoneo a garantire la sana e prudente gestione e se vi è un progetto valido di acquisizione. La b.i. può inibire l'acquisto entro 90 giorni se reputa l'acquirente inadatto.

Se i detentori di partecipazioni rilevanti non hanno requisito di onorabilità prima del rilascio dell'autorizzazione allora si avrà come conseguenza il diniego del rilascio dell'autorizzazione. Se invece il requisito di onorabilità viene meno a un detentore di partecipazioni rilevanti già autorizzato allora *“non possono essere esercitati i diritti di voto e gli altri diritti che consentono di influire sulla società, inerenti alle partecipazioni eccedenti le soglie previste dall'articolo 15, comma 1 (art 14 comma 4 TUF)”*.

Inoltre l'art 14 comma 5 prevede che: *“in caso di inosservanza del divieto, la delibera adottata con il voto determinante è impugnabile (quindi può essere resa annullabile) secondo le previsioni del c.c. Le partecipazioni per le quali non può essere esercitato il diritto di voto sono computate ai fini della regolare costituzione della relativa assemblea.*

*L'impugnazione può essere proposta anche dalla b.i. o dalla Consob entro centottanta giorni dalla data della deliberazione”*. In teoria comunque il presidente dell'assemblea dovrebbe escludere tali soggetti dalla votazione prima che essa abbia inizio. I soggetti legittimati ad impugnare la delibera sono i soci assenti e dissenzienti, l'organo di controllo, gli amministratori e, solo se la delibera è presa all'unanimità, anche la b.i. e la consob.

### **Capitale minimo:**

L'importo minimo di capitale è differenziato in funzione della tipologia di servizi che il soggetto intende prestare. L'importo minimo è infatti più elevato laddove l'attività svolta comporti un maggior livello di rischio. Il capitale minimo è richiesto come condizione per l'ottenimento dell'autorizzazione e in tale occasione deve essere interamente versato.

Per le sim che intendono svolgere solo il servizio di consulenza (senza detenere beni della clientela) il capitale minimo richiesto da b.i. è di 120.000 euro. Per le sim che vogliono prestare

il servizio di collocamento (senza garanzia), gestione di portafogli, ricezioni e trasmissioni di ordini il capitale minimo richiesto da b.i. è di 385.000 euro. In tutti gli altri casi (negoziazione in conto proprio e in conto terzi, collocamento con assunzione di garanzia) la sim dovrà dotarsi di un capitale minimo di 1 milione di euro.

Per le sgr e le sicav il capitale minimo richiesto da b.i. è pari a 1 milione di euro tranne nel caso di sgr a capitale ridotto dove la soglia minima prevista è di 120.000 euro (tali imprese svolgono solo attività di gestione di fondi chiusi).

Qualora in conseguenza di perdite gli importi minimi risultino intaccati gli intermediari sono tenuti a provvedere tempestivamente al loro reintegro attraverso l'applicazione della regola ricapitalizza o liquida.

### **Adeguatezza patrimoniale (sim):**

In via generale bisogna dire che la dotazione patrimoniale adeguata non si applica per le sim che esercitano il solo servizio di consulenza. Inoltre il modello di calcolo standard può essere sostituito da modelli di calcolo interni proposti dall'intermediario i quali devono però essere approvati da b.i..

Nello svolgimento dei servizi autorizzati le sim sono tenute a rispettare determinati coefficienti patrimoniali stabiliti da b.i.. La disciplina si sostanzia nella misurazione, per ciascuna categoria di rischio al quale è esposto l'intermediario, di un determinato livello di esposizione. I rischi più comuni sono:

di esposizione (deriva dall'oscillazione del corso degli strumenti finanziari), di regolamento (deriva dall'eventuale mancata consegna dei titoli alla scadenza del contratto), di cambio (deriva dall'esposizione della sim alle oscillazioni dei corsi delle valute), di credito (esprime le eventuali perdite in caso di inadempimento dei soggetti debitori) e di controparte (quando la controparte è inadempiente prima del regolamento definitivo).

A fronte di ciascuno dei rischi di cui sopra la b.i. richiede una specifica copertura patrimoniale (patrimonio di vigilanza) e la sim deve pertanto dotarsi di mezzi propri in misura tale da fronteggiare adeguatamente i rischi in cui incorre. Quanto più ampie sono le attività svolte dalla sim tanto più elevato è il patrimonio di vigilanza cui la società dovrà disporre. L'ammontare complessivo dei rischi deve essere contenuto entro il limite di otto volte il patrimonio di vigilanza ed inoltre ciascuna posizione di rischio va contenuta entro il limite individuale del 25% del patrimonio di vigilanza.

Il capitolo 12 del reg. su sim di b.i. del 2007 prevede che: *“gli elementi positivi che concorrono alla quantificazione del patrimonio di vigilanza devono poter essere utilizzati senza restrizioni o indugi per la copertura dei rischi e delle perdite aziendali nel momento in cui tali rischi o perdite si manifestano”*. Il criterio che presiede dunque a formazione patrimonio di vigilanza è un criterio sostanziale in quanto l'elemento concorre a formare il patrimonio di vigilanza solo in misura in cui sia idoneo a coprire immediatamente i rischi dell'attività.

Nel patrimonio di vigilanza non vengono computati dunque elementi come le attività immobilizzate in quanto inadeguate a far fronte prontamente e senza restrizione ai rischi tipici dell'attività (andranno dedotti dal patrimonio di vigilanza). Ci sono invece degli elementi del passivo dello s.p. (debiti) che vengono computati come elementi positivi del patrimonio di vigilanza in quanto il relativo apporto è utilizzabile per coprire prontamente i rischi tipici dell'attività (ad es. gli strumenti ibridi di patrimonializzazione).

Il patrimonio di vigilanza serve a determinare la copertura patrimoniale richiesta alla sim in relazione alla prestazione dei vari servizi ed ai rischi che in tale ambito vengono assunti. La struttura interna del patrimonio di vigilanza prevede una graduazione interna fra elementi più o meno idonei a far fronte ai rischi dell'attività e viene così ricostruita:

Patrimonio di base = comprende il capitale versato e le riserve che costituiscono gli elementi patrimoniali di qualità primaria (massimo grado di capacità dell'elemento di far fronte ai rischi tipici). Entro il limite del 20% possono rientrare nel patrimonio di base gli strumenti innovativi di capitale.

Patrimonio supplementare = comprende riserve di rivalutazione, strumenti innovativi di capitale non di secondo livello computati in patrimonio di base e strumenti ibridi di patrimonializzazione. Tali elementi possono essere computati nel patrimonio di vigilanza entro i limiti del patrimonio di base (se patrimonio di base è 100 e l'altro 200 si può computare solo per cento). Lo stesso vale anche per il patrimonio supplementare di terzo livello.

Patrimonio rettificato = patrimonio di base + patrimonio supplementare di secondo livello (dedotte le di secondo livello componenti negative che sono le attività immobilizzate e le partecipazioni).

Patrimonio supplementare = comprende elementi che variano in funzione dei servizi svolti. di terzo livello

Il patrimonio adeguato esprime il dover essere cioè il minimo che deve raggiungere il patrimonio di vigilanza. La disciplina si fonda su tre elementi: individuazione dei rischi tipici dell'attività, individuazione per ciascuno di questi rischi di un criterio per calcolare l'esposizione al rischio ed individuazione di un coefficiente di copertura. Applicando il coefficiente di copertura all'esposizione al rischio si ottiene la copertura patrimoniale richiesta per quel rischio. La somma di tutto dà il valore del patrimonio adeguato. Il patrimonio di vigilanza non deve essere mai inferiore al patrimonio adeguato.

Il rischio di credito riguarda possibili perdite derivanti per inadempimento futuro della controparte nei confronti della quale la sim ha un'esposizione. Fattore moltiplicatore del rischio di credito è il rischio di concentrazione che si ha quando la sim è esposta in misura rilevante nei confronti di un unico soggetto. Il rischio di regolamento invece è rischio che deriva da inadempimento della controparte già in essere e non è quindi futuro.