

StuDocu.com

Riassunto Il mercato mobiliare di R. Costi - Diritto del mercato finanziario

Diritto del mercato finanziario (Università degli Studi di Genova)

DIRITTO DEI MERCATI FINANZIARI

I – INTRODUZIONE

1) Nozione:

Mercato mobiliare è il segmento del mercato finanziario sul quale vengono scambiati **valori mobiliari** e svolte attività relative a valori mobiliari. Per valori mobiliari si intendono, in un'accezione pre-giuridica del termine, i prodotti finanziari naturalmente destinati alla circolazione, le cui caratteristiche fondamentali sono **negoziabilità + liquidità** (un'obbligazione è un valore mobiliare, un deposito no, perché non è negoziabile)

Mercato finanziario: mercato mobiliare + mercato bancario + mercato assicurativo (quindi costituito da tre segmenti).

Nel mercato bancario i risparmiatori comprano depositi e gli affidatari comprano prestiti; nel mercato assicurativo, gli assicurati comprano diritti alla copertura dei rischi dalle imprese di assicurazione.

Nell'ambito del mercato mobiliare sono possibili molteplici distinzioni:

- **Primario;** consiste delle offerte di nuovi valori mobiliari per acquistare nuovo risparmio.
- **Secondario;** coincide con le negoziazioni aventi ad oggetto valori mobiliari già emessi.
- **Regolamentati;** sono sottoposti ad una specifica disciplina legale.
- **Non regolamentati;** sono regolati dalle norme generalmente applicabili alle negoziazioni di strumenti finanziari.

2) Intermediari di mercato mobiliare:

E' estremamente difficile che i risparmiatori conoscano tutte le alternative accessibili per i loro investimenti e disinvestimenti, così come è difficilissimo che vi sia perfetta coincidenza tra le propensioni dei risparmiatori e le esigenze degli operatori che ricercano risparmio per le loro attività. Detto questo, la diversa propensione dei risparmiatori e dei prenditori di risparmio per la liquidabilità dell'investimento, la possibilità di ridurre il rischio attraverso la diversificazione degli investimenti e i costi di informazione e di transazione attraverso le economie di scala, favoriscono la nascita degli intermediari finanziari. Nell'ambito del nostro ordinamento è necessario distinguere gli **Investitori istituzionali** (le Società di gestione del risparmio che istituiscono e gestiscono i fondi comuni di investimento mobiliare aperti e chiusi, le SICAV e, sia pure non necessariamente, i fondi pensione e i fondi immobiliari) e **Imprese d'investimento** (le società di intermediazione mobiliare nonché le banche, per i servizi di investimento dalle stesse prestatati).

3) Ragioni di una disciplina speciale del mercato mobiliare:

Quasi nessun ordinamento abbandona alle norme di diritto comune la disciplina dei soggetti e delle attività del mercato mobiliare. L'emissione dei valori mobiliari, la loro negoziazione e gestione, l'attività degli intermediari sono sottoposte quasi sempre a norme speciali che talvolta derogano anche profondamente alle norme di diritto comune. L'ordinamento speciale del mercato mobiliare è soprattutto costituito da norme destinate a garantire la trasparenza, la correttezza e la stabilità.

Trasparenza: la trasparenza diventa un obiettivo di interesse pubblico. Questo perché, da un lato l'intervento pubblico diretto a garantire al mercato un grado adeguato di trasparenza trova la propria ragion d'essere nella necessità di assicurare che il mercato mobiliare funzioni efficientemente e consenta così l'allocazione ottima delle risorse che vi affluiscono (vedi risoluzione di problemi di asimmetria informativa), dall'altro vi è l'esigenza di assicurare al risparmiatore un grado di informazione sui valori mobiliari più intenso di quello consentito dalle norme comuni, esigenza

questa che può essere rintracciata nella difficoltà che si incontra quando si voglia compiutamente conoscere il contenuto del valore mobiliare e che appare tanto più urgente considerando che la maggior parte delle negoziazioni che avvengono sul mercato sono contrattazioni di massa ed impersonali per le quali gli strumenti del diritto comune (correttezza e buona fede) non trovano spazio.

Stabilità: è perseguita attraverso la predisposizione nella quasi totalità degli ordinamenti di norme dirette ad esercitare un controllo sull'ingresso al mercato da parte degli intermediari e a garantire la stabilità di questi ultimi, anche attraverso la predisposizione di strumenti mutualistici di protezione. Esiste, difatti, il pericolo che funzioni essenziali come quelle di investitore istituzionale o di impresa di investimento vengano assunte da imprese non dotate dei necessari requisiti patrimoniali; inoltre, c'è il pericolo che l'instabilità o l'insolvenza di uno di essi si trasmetta all'intero sistema di intermediazione mobiliare.

Correttezza: per assicurare un efficiente funzionamento del mercato è necessario imporre a coloro che operano su tale mercato le regole di comportamento ritenute indispensabili sia per il funzionamento del mercato sia per attrarre allo stesso la quantità di risparmio ritenuta necessaria per un equilibrato finanziamento delle imprese. Così, si impongono norme che prevengano i conflitti di interesse, o la manipolazione delle contrattazioni che falsano il funzionamento del mercato, e norme che puniscano l'insider trading.

L'autorità non esercita una vigilanza strutturale, consentendo e vietando in coerenza con un proprio piano regolatore del mercato, né può intervenire sulle scelte degli operatori, ma deve esercitare un controllo sulle singole imprese diretto a garantire il rispetto delle regole di trasparenza, stabilità e correttezza che le stesse devono osservare.

4) Dal valore mobiliare allo strumento finanziario:

- **prima:** la nozione mercato mobiliare poteva essere costruita attorno al concetto-nozione di valore mobiliare, che comunque era circoscritto in modo non univoco.
- **1996:** introduce il termine strumento finanziario e lo pone alla base della disciplina delle attività che nella legge n° 1 del 1991 venivano definite di intermediazione mobiliare.
- **1998:** ha esteso l'ambito di applicazione del concetto di "strumento finanziario" e introdotto quello di "prodotto finanziario" (emarginando, nella sostanza, la nozione di valore mobiliare)
- **2007:** ha riconsiderato la nozione di "valore mobiliare" considerandolo una species nell'ambito degli "strumenti finanziari".

5) Strumenti, valori mobiliari e prodotti finanziari

Prodotti finanziari: a norma dell'art. 1, comma 1, lett. u), T.U. n. 58 del 1998 sono "prodotti finanziari" "gli strumenti finanziari e ogni altra forma d'investimento di natura finanziaria". Il rapporto, dunque, tra le nozioni di prodotto e di strumento finanziario è un rapporto di genere a specie nel senso che gli strumenti finanziari costituiscono una categoria nominata nell'ambito del più ampio genere dei prodotti finanziari. Per quanto concerne la natura del prodotto finanziario, la norma offre due elementi di giudizio: il prodotto finanziario è a) una forma di investimento, b) di natura finanziaria; di conseguenza, non siamo in presenza di un prodotto finanziario in mancanza di un impiego di risorse diretto ad ottenere un corrispettivo, ossia in mancanza di un investimento, il quale deve inoltre essere di natura finanziaria (vedi caso dei prodotti bancari ed assicurativi).

il comma 2 dello stesso art. 1 precisa poi che "per **strumenti finanziari** si intendono":

- a) valori mobiliari
- b) strumenti del mercato monetario (buoni del tesoro, certificati di deposito ecc..)
- c) quote di OICR (organismo d'investimento collettivo del risparmio)
- d) d,e,f,g. opzioni, futures, swap e altri derivati connessi a VM, valute, tassi, altri SF o indici

- e) strumenti derivati per il trasferimento del rischio di credito
- f) contratti finanziari differenziali
- g) derivati connessi a variabili climatiche, tariffe di trasporto, quote ecc...

Come si può notare il legislatore non dà una definizione generale di strumento finanziario, capace di ricomprendere beni diversi da quelli iscritti nel catalogo formulato esplicitamente dalla norma. Si tratta quindi di un catalogo chiuso e tassativo, che può essere arricchito sulla base di un provvedimento dell'autorità del Governo, nelle ipotesi, per altro, esplicitamente previste dal legislatore stesso (ad esempio al fine di tener conto dell'evoluzione dei mercati finanziari e delle norme di adattamento stabilite dalle autorità comunitarie)

Valori mobiliari; il comma 1 –bis dell'art. 1 del T.U.F individua i valori mobiliari “nelle categorie di valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali”, quali ad esempio:

- a) azioni di società e altri titoli equivalenti
- b) obbligazioni e altri tipi di titoli di debito
- c) qualsiasi titolo negoziato che permette di acquisire\vendere i valori mobiliari di cui al punto a. b.
- d) qualsiasi altro titolo che comporta un regolamento in contanti determinato con riferimento ai valori mobiliari indicati, valute, tassi, ecc...

Come si è visto, nell'ambito degli strumenti finanziari il legislatore individua la species dei valori mobiliari, ravvisandoli nei valori negoziabili sul mercato dei capitali fornendone un catalogo aperto (“quali ad esempio”). I valori mobiliari appartengono e contribuiscono a definire il confine del mercato dei capitali, nel quale si negoziano strumenti finanziari di media e lunga durata, contrapposto al mercato monetario dove si negoziano strumenti finanziari a breve e brevissimo termine che possono essere trasformati in moneta senza grosse perdite sul valore nominale, ma che di per sé stessi non sono mezzi di pagamento.

“i mezzi di pagamento non sono strumenti finanziari” e non possono essere considerati neanche prodotti finanziari. il legislatore esclude che possa considerarsi una forma di possibile investimento l'acquisto di titoli che hanno una mera funzione di pagamento (assegni), non solo e non tanto perché non sono normalmente negoziati su un mercato, ma anche e soprattutto perché appartengono alla sfera del consumo e non dell'impiego del risparmio effettuato in vista di un reddito, di un ritorno economico.

Per **titoli** si intendono “gli strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto, anche limitatamente a specifici argomenti, nell'assemblea ordinaria o straordinaria”; essi costituiscono una species nell'ambito dei valori mobiliari (art. 101 – bis ss. ⇒ disciplina delle offerte pubbliche di acquisto).

III – L'APPELLO AL PUBBLICO RISPARMIO

1. Note introduttive:

1.1 Ragioni e contenuto della disciplina speciale:

La conclusione dei contratti aventi ad oggetto **prodotti finanziari** e che prendono avvio da una **proposta rivolta al pubblico** non viene abbandonata alle norme di diritto comune. Il carattere standardizzato della proposta, e della relativa accettazione, impedisce che l'accordo contrattuale scaturisca da un confronto personalizzato tra le parti e, di conseguenza, il rispetto del principio di buona fede nella conclusione del contratto non può essere affidato al riscontro e al contraddittorio dei contraenti, come presuppongono le norme codicistiche. D'altro canto, i prodotti finanziari sono beni dei quali la generalità dei risparmiatori non ha una conoscenza adeguata; le relative

negoziazioni, pertanto, avvengono o possono avvenire, spesso, in condizioni di asimmetria informativa. La correttezza di tali negoziazioni, per altro, è condizione necessaria perché il risparmio trovi, attraverso il mercato mobiliare, la propria allocazione ottima. Solo il concorso di tali circostanze (carattere necessariamente standardizzato delle dichiarazioni contrattuali, della naturale opacità dei prodotti finanziari, ed essenzialità delle loro contrattazioni) giustifica la disciplina speciale dettata per la conclusione di tali contratti.

La disciplina in questione non si limita ad imporre un particolare grado di trasparenza: essa impone anche particolari regole di comportamento dirette ad assicurare un ordinato ordinamento delle negoziazioni e, quindi, il corretto funzionamento del mercato.

Così, a norma dell'art. 91, comma 1 del T.U. la Consob esercita i poteri previsti dalla parte IV dedicata alla disciplina degli emittenti avendo riguardo alla tutela degli investitori nonché all'efficienza e alla trasparenza del controllo societario e del mercato dei capitali.

Tra le regole di condotta, assunte al rango di principio generale, trova una collocazione almeno formalmente privilegiata quella che sancisce il principio di parità di trattamento. Più precisamente l'art.92 impone questo principio agli **emittenti quotati** e agli emittenti quotati aventi l'Italia come stato membro d'origine che devono assicurare il **medesimo trattamento** a tutti i portatori degli strumenti finanziari quotati che si trovano in **identiche condizioni**. Lo stesso principio è poi riaffermato per tutte le ipotesi di sollecitazione alla vendita o alla sottoscrizione, e anche per le offerte di acquisto o scambio, indipendentemente dalla circostanza che le stesse abbiano ad oggetto strumenti finanziari quotati.

Oltre al principio di parità di trattamento sono funzionali all'**efficienza** del mercato anche le norme che impongono ai soggetti coinvolti regole di correttezza e quelle che stabiliscono regole organizzative per lo svolgimento delle offerte al pubblico.

1.2 Tipi di appello al pubblico risparmio:

Il T.U. n. 58 del 1998 conosce 2 tipi di appello al pubblico risparmio e per ciascuno di essi detta una distinta disciplina: l'offerta al pubblico di prodotti finanziari, definita nel dettato originario del Testo Unico come sollecitazione all'investimento, e l'offerta pubblica di acquisto e scambio.

Offerta al pubblico di prodotti finanziari

Ogni comunicazione rivolta a persone in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e dei prodotti finanziari offerti così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o sottoscrivere tali prodotti finanziari, incluso il collocamento tramite soggetti abilitati (art. 1, 1° comma, let. t)).

Offerta pubblica di acquisto o scambio

Ogni offerta, **invito** a offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma effettuati, finalizzati all'acquisto o allo scambio di prodotti finanziari e rivolti a un numero di soggetti e di ammontare complessivo superiore a quelli indicati nel regolamento previsto dall'art. 100, ossia un numero di soggetti almeno pari a 100 e per un ammontare pari o superiore a 2.500.000 euro (art. 1, 1° comma, lett. v)).

Le due specie di appello al pubblico risparmio hanno un contenuto economico profondamente diverso. Nell'offerta al pubblico di prodotti finanziari agli oblati viene proposto di trasferire all'offerente una somma di danaro in cambio di prodotti finanziari già sul mercato (offerta pubblica di vendita) o da immettere sul mercato (offerta pubblica di sottoscrizione), nell'offerta pubblica di acquisto o scambio viene proposto agli oblati di ricevere danaro in cambio dei prodotti finanziari dagli stessi posseduti (offerta pubblica di acquisto) o di ricevere altri prodotti finanziari in cambio di quelli che l'offerente si impegna ad acquistare (offerta pubblica di scambio).

Delle due categorie di offerta la prima presenta un grado di pericolosità per il pubblico dei risparmiatori maggiore della seconda, perché il risparmiatore trasferisce un valore certo (la somma di danaro) in cambio di un prodotto finanziario di valore non altrettanto certo; nel secondo caso il

risparmiatore riceve una prestazione certa (la somma di denaro) in cambio di un prodotto finanziario di più incerto valore (offerta di acquisto) o quanto meno opera uno scambio tra beni di valore non certo (offerta di scambio). Il Testo Unico tiene conto di questa diversa pericolosità per il risparmiatore e prevede per le offerte di vendita e sottoscrizione controlli più stringenti per l'offerente. Infatti la pubblicazione del prospetto informativo relativo ad un'offerta di vendita o di sottoscrizione deve essere preventivamente ed esplicitamente autorizzata (approvata) dalla Consob, mentre tale specifica di autorizzazione non è richiesta per la pubblicazione di un documento d'offerta di acquisto o scambio. In questo secondo caso il documento deve essere soltanto comunicato alla Consob che può, per altro, pretendere che vengano fornite al pubblico informazioni ulteriori a quelle indicate dall'offerente e, trascorso il termine entro il quale la Consob deve approvarlo, il documento d'offerta si considera approvato (solo in questo secondo caso vale il principio del silenzio-assenso).

1.3 Nozione di appello al pubblico risparmio:

La disciplina dell'appello al pubblico risparmio trova applicazione soltanto quando oggetto dell'appello siano prodotti finanziari e l'appello abbia un particolare contenuto e sia rivolto al pubblico. L'appello può avere come contenuto la proposta contrattuale di acquisto, di vendita, di sottoscrizione o di scambio, ossia proposte contrattuali destinate a determinare la conclusione dei relativi contratti mediante l'accettazione da parte di coloro ai quali la proposta è indirizzata (oblati); l'invito a offrire, ossia l'invito ad avanzare proposte di acquisto, di sottoscrizione, di vendita o di scambio da parte degli oblati e che porteranno alla conclusione dei relativi contratti con l'accettazione da parte dell'offerente o, meglio, con la conoscenza da parte dell'oblato dell'accettazione di quest'ultimo. Ma vengono considerate forme di appello al pubblico risparmio anche comunicazioni che tendano alla successiva conclusione di un contratto; queste forme di comunicazione sono diversamente definite per l'offerta di vendita o di sottoscrizione e per l'offerta di acquisto e scambio. Si considera, infatti, come offerta di prodotti finanziari "ogni comunicazione...che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e dei prodotti finanziari offerti così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o sottoscrivere tali titoli; il messaggio promozionale è esplicitamente preso in considerazione dalla disciplina dell'offerta di acquisto o di scambio che considera tale il messaggio promozionale finalizzato all'acquisto o allo scambio di prodotti finanziari. non costituisce messaggio promozionale integrante un'ipotesi di offerta pubblica l'annuncio che si risolva nella mera presentazione della qualità di un soggetto, non essendo lo stesso diretto, in quanto tale, alla conclusione di uno specifico contratto.

Inoltre, non è semplice stabilire quando una sollecitazione cessa di essere privata per diventare pubblica. A tal riguardo assumono rilievo soprattutto 2 elementi di giudizio; il 1°, quantitativo, fa riferimento al numero dei destinatari della sollecitazione; quando il numero degli oblati è potenzialmente così alto da rendere inevitabilmente standardizzata ed impersonale la formazione dell'accordo contrattuale, allora la sollecitazione deve ritenersi pubblica e dovrà essere sottoposta agli obblighi di trasparenza previsti dalle norme speciali. Il 2°, qualitativo, riguarda la professionalità degli stessi. La Consob ha stabilito che non si applicano le norme dettate per le offerte al pubblico a quelle:

- a) rivolte a un n° di soggetti < 100;
- b) di ammontare complessivo < 2.500.000 euro;
- c) aventi ad oggetto prodotti finanziari per un corrispettivo totale di almeno 50.000 euro per investitore e per ogni offerta separata;
- d) aventi ad oggetto prodotti finanziari con valore nominale unitario minimo di almeno 50.000 euro.

Non costituiscono offerte al pubblico di prodotti finanziari quelle riservate ad **investitori qualificati** (ad es. banche, imprese assicurative, SGR, SICAV, i governi nazionali, le amministrazioni regionali e le fondazioni bancarie). Non costituiscono offerte al pubblico quelle **effettuate in mercati**

regolamentati.

1.4 I soggetti coinvolti:

In un'operazione di appello al pubblico risparmio distinguiamo:

- l'**emittente** i prodotti finanziari oggetto dell'offerta;
- il **proponente**: chi vuole vendere, scambiare o acquistare (ad es. il socio della società);
- gli **intermediari-collocatori**: svolgono il compito di concludere i contratti di acquisto o di vendita dei prodotti finanziari oggetto dell'offerta del proponente. Tra questi assume particolare rilievo il "responsabile del collocamento" (normalmente assunto da soggetti diversi sia dall'emittente sia dal proponente).

1.5 Forma dei contratti:

La legge non prescrive espressamente alcuna forma solenne per la conclusione dei contratti sollecitati e tanto meno pretende che gli stessi abbiano forma scritta. Questa affermazione di principio deve, per altro, essere fortemente dimensionata tenendo presente gli adempimenti formali imposti allo svolgimento della sollecitazione all'investimento e alle offerte di vendita e scambio; difatti, a norma del regolamento Consob, l'adesione all'offerta e effettuata mediante la sottoscrizione dell'apposito modulo. Quindi almeno nella prospettiva dell'organo di controllo, il contratto deve perciò assumere necessariamente forma scritta.

2.L'offerta al pubblico di prodotti finanziari

2.1 Comunicazione e prospetto informativo:

Art.94, 1° comma, TUF: coloro che intendono effettuare un offerta al pubblico ne danno preventiva **comunicazione** alla Consob, allegando il **prospetto** destinato alla pubblicazione. Il prospetto non può essere pubblicato finché non è **approvato** dalla Consob.

La legge prevede, dunque, due distinti documenti (la comunicazione e il prospetto informativo) dei quali solo il secondo è destinato alla pubblicazione e, quindi, alla conoscenza del pubblico dei risparmiatori.

La comunicazione concerne essenzialmente le caratteristiche dell'offerta e deve essere, come ovvio, sottoscritta dall'offerente.

Art.94, comma 2, T.U.: Il prospetto informativo deve contenere in una forma **facilmente analizzabile** e **comprensibile** tutte le informazioni che sono necessarie affinché gli investitori possano pervenire ad un **fondato giudizio** sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici e sulle prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti, nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti.

Il prospetto contiene anche una **nota di sintesi** recante i rischi e le caratteristiche essenziali dell'offerta.

È necessario tener presente, nel valutare l'adeguatezza dell'informazione fornita dal prospetto, che dello stesso sono destinatari i comuni investitori, sia pur mediamente avveduti, e non i soli esperti del mercato mobiliare; dunque, dovrà escludersi l'adeguatezza dell'informazione non solo quando la stessa sia carente, ma anche quando la medesima, anche perché eccessiva, possa essere compresa soltanto da soggetti forniti di una particolare competenza finanziaria.

2.2 Controllo sul prospetto informativo

È certo che la Consob non può negare l'approvazione sulla base di un giudizio di convenienza, per i risparmiatori, dell'operazione loro proposta. È altrettanto certo che la Consob può negarla quando il prospetto informativo non sia conforme alle regole generali dalla stessa dettate e non contenga le

ulteriori notizie delle quali abbia chiesto la pubblicazione (controllo di completezza). I dubbi sorgono con riferimento al potere della Consob di negare l'autorizzazione quando si convinca che l'operazione presenta un qualsiasi profilo di illegittimità. Secondo la dottrina un simile controllo è riservato all'autorità giudiziaria, o meglio, se la Consob si convince dell'illegittimità dell'appello non potrà negare l'autorizzazione alla pubblicazione, ma dovrà pretendere che il prospetto segnali adeguatamente tale convincimento, potendo vietarne la pubblicazione quando tale avvertimento venga omesso.

Ci si è poi chiesti se la Consob debba verificare la conformità al vero (controllo di veridicità) delle notizie inserite nel prospetto informativo. Tenendo conto delle finalità del prospetto, sembra necessario ritenere che la Consob debba effettuare anche un controllo di veridicità sulle notizie che lo stesso contiene. Naturalmente questo controllo può considerarsi dovuto solo nei limiti in cui i tempi del procedimento e i poteri esercitabili dalla Consob lo rendano possibile e negli stessi limiti può prospettarsi una responsabilità di quest'ultima nei confronti del risparmiatore. A soluzione di questi problemi l'Art.94-bis (**approvazione del prospetto**) stabilisce che "ai fini dell'**approvazione** la Consob verifica la **completezza** del prospetto incluse la **coerenza** e la **comprensibilità** delle informazioni fornite". Il legislatore sembra quindi esonerare la Consob da ogni controllo sulla **legittimità** e **veridicità** della proposta stessa, ma è probabile che i principi generali a quali abbiamo fatto cenno estendano i doveri di controllo della Consob anche a questi profili, sia pure nei limiti accennati.

3.3 La pubblicazione del prospetto

Il procedimento di controllo se positivamente concluso trova il proprio coronamento nel provvedimento di approvazione del prospetto. È certo che il provvedimento Consob non ha natura concessoria, non essendo l'operazione di offerta e neppure la pubblicazione del prospetto attività riservate allo Stato. In altri termini, l'approvazione della Consob alla pubblicazione del prospetto informativo è uno strumento di polizia e non di governo del mercato mobiliare. Il prospetto viene reso conoscibile dal pubblico mediante deposito dell'originale presso la Consob (tenuta a rilasciare copia a chiunque vi abbia interesse) nonché messa a disposizione del pubblico alternativamente:

- mediante inserimento in 1 o + giornali a diffusione nazionale;
- in forma stampata e gratuita, presso la sede legale dell'emittente e presso gli intermediari;
- in forma elettronica nel sito internet dell'emittente.

2.4 Le ipotesi di inapplicabilità totale o parziale della disciplina speciale

Non costituiscono offerte al pubblico di prodotti finanziari quelle di ammontare complessivo inferiore a 2.500.000 euro e quelle rivolte ad un numero di soggetti inferiore a 100, così come quelle indirizzate ad investitori qualificati.

Il Testo Unico contempla altre ipotesi di inapplicabilità della relativa disciplina e riconosce alla Consob il potere di individuare con regolamento altri tipi di offerte al pubblico di prodotti finanziari ai quali quella disciplina non si applica in tutto o in parte (art. 100 comma 2). Il Testo unico esonera dall'applicazione delle predette norme le sollecitazioni all'investimento aventi ad oggetto:

- a) Strumenti finanziari diversi dai titoli di capitale **emessi** o **garantiti** da uno Stato Membro dell'UE o emessi da organismi internazionali a carattere pubblico di cui facciano parte uno o più Stati Membri dell'UE;
- b) Strumenti finanziari emessi dalla BCE o dalle BCN degli Stati Membri dell'UE (la definizione di PF esclude già anche i depositi bancari).

In questi casi la natura dell'ente, per gli Stati e gli organismi internazionali, ed anche le esigenze di politica monetaria per quanto concerne le banche centrali, escludono più di un rischio per l'investitore e comunque costringono a considerare prevalenti, sulla marginale esigenza di protezione, interessi generali come quelli connessi con la politica fiscale degli Stati o con la politica monetaria.

Il Testo Unico, nel dettato del 1998, prevedeva poi che le norme sulla sollecitazione

all'investimento non si applicassero per quelle aventi ad oggetto prodotti finanziari emessi da banche, diversi dalle azioni o dagli strumenti finanziari che permettono di acquisire o sottoscrivere azioni, ovvero prodotti assicurativi emessi da imprese di assicurazione (Art. 100, comma 1, let f)). L'art. 11 della legge n. 262 del 2005 ha esplicitamente abrogato la lettera f) del comma 1 dell'art. 100; dunque, per quanto concerne i prodotti finanziari emessi dalle banche l'unico esonero dalla disciplina della sollecitazione all'investimento diventava quello previsto dalla nozione stessa di sollecitazione che, appunto, escludeva che fosse tale la raccolta di depositi bancari realizzata senza l'emissione di strumenti finanziari. Il decreto correttivo 303/2006 nonché le norme di attuazione delle direttive sui prospetti e sui servizi di investimenti: oggi la definizione di prodotti finanziari chiarisce che non costituiscono prodotti finanziari i depositi bancari o postali non rappresentati da strumenti finanziari e prevede una particolare ipotesi di inapplicabilità delle norme sulle offerte al pubblico di prodotti finanziari (ossia strumenti finanziari) diversi dai titoli di capitale, emessi in modo continuo e ripetuto da banche a condizione che tali strumenti:

- a) non siano subordinati, convertibili, scambiabili
- b) non conferiscano il diritto di sottoscrivere e acquisire altri tipi di strumenti finanziari e non siano collegati a strumenti derivati
- c) diano **veste materiale** al ricevimento di **depositi rimborsabili**
- d) siano coperti da un sistema di garanzia dei depositi (dal tuf: sono titoli di capitale le azioni e gli altri SF negoziabili equivalenti ad azioni nonché qualsiasi tipo di SF comunitario che attribuisce il diritto di acquisire i suddetti strumenti di capitale).

La legge n. 262 del 2005 ha eliminato, come abbiamo già ricordato, la norma che esonerava dall'obbligo di prospetto e, più in generale, dalle norme sulla sollecitazione del pubblico risparmio i prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione senza, per altro, definirli. Alla relativa individuazione ha provveduto il D.lgs. n. 303 del 2006, stabilendo che per prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione debbono intendersi le polizze e le operazioni di cui ai rami III (ossia le assicurazioni sulla durata della vita umana e quelle di nuzialità e natalità le cui prestazioni principali sono direttamente collegate al valore di quote di organismi di investimento collettivo del risparmio o di fondi interni o a indici o ad altri valori di riferimento) e V (ossia le operazioni di capitalizzazione).

La Consob ha poi introdotto nuove ipotesi di esonero dall'applicazione della disciplina della sollecitazione, per le quali l'esigenza di protezione risulta ridotta in considerazione o della posizione dei destinatari della sollecitazione o delle caratteristiche dell'offerta. In questi casi l'applicazione totale o anche parziale della disciplina dettata per la sollecitazione comporterebbe costi non ritenuti giustificabili (vedi due-tre esempi sul libro pg 59-60).

2.6 Il mutuo riconoscimento dei prospetti

Art.98 (validità comunitaria del prospetto):

1. Il prospetto e gli eventuali supplementi indicati dalla Consob sono validi, ai fini dell'offerta degli Strumenti finanziari comunitari negli altri Stati membri dell'Unione Europea, intendendosi per strumenti comunitari i valori mobiliari e le quote dei fondi chiusi. Condizione necessaria per l'efficacia del prospetto in un altro stato dell'Unione è semplicemente che la Consob, su richiesta dell'emittente o dell'offerente, trasmetta, entro tre giorni dalle richieste, all'autorità del paese nel quale si svolgerà l'offerta una attestazione della conformità alla direttiva 2003/71 del prospetto, nonché copia dello stesso eventualmente tradotta.

2. Specularmente ove l'offerta di strumenti finanziari comunitari sia prevista in Italia, quale Stato membro di ospitante, il prospetto e gli eventuali supplementi approvati dall'autorità dello Stato membro d'origine possono essere pubblicati in Italia, purché siano rispettate le procedure di notifica previste dalle disposizioni comunitarie. Anche in questo ipotesi la pubblicazione del prospetto in Italia è condizionata dalla comunicazione alla Consob, da parte dell'Autorità competente del paese d'origine, che il prospetto è conforme alla direttiva 2003/71.

Art.98-bis: Nel caso di emittenti con sede legale in paese extracomunitario e l'offerta debba

svolgersi in Italia, la Consob può approvare il prospetto redatto secondo la legislazione del Paese extracomunitario se questo è stato redatto conformemente a standard internazionali definiti dagli organismi internazionali delle Commissioni di vigilanza dei mercati e le informazioni di natura finanziaria sono **equivalenti** alle prescrizioni previste dalle disposizioni comunitarie.

2.7 Svolgimento dell'offerta e regole di correttezza

Il controllo della Consob relativo alle operazioni di offerta al pubblico di prodotti finanziari non si limita all'esame e alla valutazione della comunicazione e del prospetto informativo, ma si estende anche ai soggetti (emittente, proponente, collocatore) coinvolti nell'offerta; soggetti ai quali vengono imposti obblighi di trasparenza e di correttezza.

Dalla data della comunicazione alla Consob dell'offerta, gli emittenti, gli offerenti e gli intermediari incaricati del collocamento hanno nei confronti del mercato gli obblighi informativi previsti dall'art. 114 commi 5 e 6 del T.U.F. per le società quotate, ossia la Consob può imporre loro di diffondere al mercato le notizie, relative all'offerta, che essa stessa ritenga necessarie per l'informazione al pubblico. Essi hanno, altresì, dalla stessa data gli obblighi di informazione verso la Consob previsti per le società quotate dall'art. 115 del T.U.F., nel senso che quest'ultima può richiedere loro informazioni ed assoggettarli ad ispezioni al fine di vigilare sulla correttezza delle informazioni fornite al pubblico e può farlo fino ad un anno dalla conclusione dell'offerta qualora sussista fondato sospetto di violazione delle disposizioni che regolano l'offerta.

Il Testo Unico ha poi affidato alla Consob il compito di stabilire le modalità di svolgimento dell'offerta anche al fine di assicurare la parità di trattamento tra i destinatari nonché di individuare le norme di correttezza che sono tenuti ad osservare l'offerente, l'emittente e chi colloca i prodotti finanziari nonché coloro che si trovano in rapporto di controllo o di collegamento con tali soggetti.

A tale proposito il Regolamento emittenti stabilisce che tutti i soggetti coinvolti devono attenersi ai principi di **correttezza** e **trasparenza** e **parità di trattamento** dei destinatari dell'offerta e devono astenersi dal diffondere notizie non coerenti con il prospetto o idonee ad influenzare le decisioni.

2.8 Gli annunci pubblicitari

Un messaggio promozionale forgiato in termini tali da apparire chiaramente finalizzato alla conclusione di un'operazione di offerta al pubblico di prodotti finanziari deve essere reso pubblico nel rispetto delle norme previste per quest'ultima.

Il legislatore vieta la diffusione di qualsiasi annuncio pubblicitario riguardante offerte al pubblico di prodotti finanziari diversi dai prodotti finanziari comunitari prima della pubblicazione del prospetto, mentre la consente per questi ultimi. Anche per i primi restano, tuttavia, consentiti prima della pubblicazione del prospetto, la diffusione di notizie, lo svolgimento di indagini di mercato e la raccolta di intenzioni di acquisto attinenti a sollecitazioni all'investimento purché: a) le informazioni diffuse siano coerenti con quelle contenute nel prospetto; b) la relativa documentazione venga trasmessa alla Consob contestualmente alla sua diffusione; c) venga fatto espresso riferimento alla circostanza che sarà pubblicato il prospetto informativo e ai luoghi in cui lo stesso sarà disponibile; d) venga precisato che le intenzioni di acquisto raccolte non costituiscono proposte di acquisto.

Naturalmente l'attività pubblicitaria potrà essere svolta dopo la pubblicazione del prospetto e il Testo Unico detta inoltre regole procedurali e sostanziali alle quali deve uniformarsi l'attività pubblicitaria. **Art.101, 4° comma:** La documentazione relativa a qualsiasi tipo di pubblicità concernente un'offerta deve essere trasmessa alla Consob **contestualmente** alla sua **diffusione** e alla Consob è rimessa la determinazione dei criteri ai quali l'attività pubblicitaria deve svolgersi, avendo riguardo alla **correttezza** dell'informazione e alla sua **coerenza** con quella contenuta nel prospetto, se è già stato pubblicato, o con quella che deve figurare nel prospetto da pubblicare.

I criteri fissati dalla Consob si preoccupano di assicurare che l'annuncio pubblicitario sia chiaramente riconoscibile come tale e distinguibile da altre forme di comunicazione al pubblico, e

in particolare dal prospetto informativo, e che le informazioni diffuse dall'annuncio non siano imprecise o tali da indurre in errore circa le caratteristiche, la natura e i rischi dei prodotti finanziari offerti e siano coerenti con quelle riportate nel prospetto informativo e non promettano esiti dell'investimento non giustificati dalle caratteristiche dello stesso. La Consob può sospendere in via cautelare, per un periodo non superiore a dieci giorni per le offerte aventi ad oggetto strumenti finanziari comunitari e a novanta per le offerte aventi ad oggetto altri prodotti finanziari, l'ulteriore diffusione dell'annuncio pubblicitario in caso di fondato sospetto delle suddette norme; vietandola definitivamente nell'ipotesi in cui tale violazione sia accertata e vietando, infine, la stessa esecuzione dell'offerta nell'ipotesi di mancata ottemperanza ai predetti provvedimenti.

2.9 Circolazione di prodotti finanziari riservati agli investitori qualificati

Abbiamo visto che a norma dell'art. 100, comma 1, lett. a), le offerte rivolte ai soli investitori qualificati non sono soggette alla disciplina prevista per le offerte al pubblico di prodotti finanziari e in particolare all'obbligo della previa pubblicazione di un prospetto informativo. Successivamente, per evitare il ripetersi di vicende come gli scandali Cirio e Parmalat, l'art. 101-bis del T.U., a seguito di profonde modificazioni e notevoli miglioramenti apportate alla disciplina dettata dalla legge n° 262 del 2005 dal decreto correttivo n° 303 del 2006:

1. dopo aver affermato che la successiva rivendita di prodotti finanziari hanno costituito oggetto di offerta al pubblico esente dall'obbligo di pubblicazione di un prospetto costituisce ad ogni effetto una distinta e autonoma offerta al pubblico se coincide con la definizione di quest'ultima e non ricorra alcuno dei casi di inapplicabilità

2. stabilisce che si realizza un'offerta al pubblico anche qualora i prodotti finanziari hanno costituito oggetto in Italia o all'estero di un collocamento riservato a investitori qualificati siano nei 12 mesi successivi sistematicamente rivenduti a soggetti diversi da investitori qualificati e tale rivendita non ricada in alcuno dei casi di inapplicabilità.

Quindi, il legislatore qualifica come offerta al pubblico una rivendita sistematica anche quando la stessa non presenti i caratteri tipici dell'offerta al pubblico di prodotti finanziari e impone, pertanto, anche in questo caso, la pubblicazione di un prospetto. Nell'ipotesi in cui, entro 12 mesi successivi all'acquisto, si proceda ad una rivendita sistematica senza la pubblicazione del prospetto, l'acquirente che agisce per scopi estranei all'attività imprenditoriale o professionale può far valere la **nullità** del contratto e i soggetti abilitati presso i quali è avvenuta la rivendita dei prodotti finanziari rispondono del danno arrecato.

2.10 I poteri ispettivi e interdittivi della Consob

Dal momento della comunicazione la Consob ha il potere di acquisire dall'emittente tutte le info previste (per le società quotate) e analoghi poteri ha anche nei confronti degli altri soggetti coinvolti. Non solo, ma qualora sussista **fondato sospetto** di violazione delle disposizioni della disciplina relativa alle sollecitazioni, essa può chiedere entro un anno dall'acquisto o dalla sottoscrizione la **comunicazione** di dati e notizie e la **trasmissione** di atti e documenti agli acquirenti o sottoscrittori dei prodotti finanziari (vale anche se c'è fondato sospetto di offerta al pubblico senza comunicazione o senza pubblicazione del prospetto).

La Consob può **sospendere** in via **cautelare** l'offerta quando sussista fondato sospetto di violazione delle relative norme, legislative e regolamentari, e di **vietarla definitivamente** nel caso in cui tale violazione sia **accertata**.

Si tratta di poteri interdittivi di carattere generale che si aggiungono a quelli esplicitamente previsti per alcune specifiche violazioni.

2.11 Le sanzioni penali e amministrative

Il Testo unico ha ritenuto indispensabile potenziare la tutela degli interessi coinvolti dalle offerte al

pubblico di prodotti finanziari attraverso la previsione delle suddette sanzioni.

Art.191 (**offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita**): Chiunque effettua offerte al pubblico di prodotti finanziari senza averne data previa comunicazione alla Consob o pubblica un prospetto non **approvato dalla Consob** è **punito** con la sanzione amministrativa pecuniaria di almeno $\frac{1}{4}$ del controvalore offerto e fino a un massimo di due volte il controvalore stesso. E l'applicazione della sanzione amministrativa pecuniaria importa la perdita temporanea dei **requisiti di onorabilità** previsti per gli esponenti aziendali dei soggetti abilitati e per i promotori finanziari nonché l'incapacità temporanea ad assumere incarichi di amministrazione, direzione, controllo nell'ambito di società aventi titoli quotati in mercati regolamentati o diffusi tra il pubblico in maniera rilevante. La sanzione amministrativa accessoria ha durata non inferiore a due mesi e non superiore a tre anni.

Per quanto riguarda la disciplina del falso in prospetto l'art.173-bis (**falso in prospetto**) stabilisce che chiunque, allo scopo di conseguire per sé o per altri un ingiusto profitto, nei prospetti richiesti per l'offerta al pubblico di PF o l'ammissione alla quotazione nei mercati regolamentati, ovvero nei documenti da pubblicare in occasione delle offerte pubbliche di acquisto o scambio con l'**intenzione** di ingannare i destinatari del prospetto, espone **false informazioni** od occulta dati o notizie in modo idoneo a indurre in errore i suddetti destinatari, è punito con la reclusione da 1 a 5 anni.

Quindi, mentre in precedenza la norma non qualificava come delitto un comportamento lesivo dell'interesse pubblico alla trasparenza e al buon funzionamento del mercato, considerandolo tale solo quando avesse pregiudicato l'integrità patrimoniale dei singoli risparmiatori (rendendo quindi difficile provare il nesso causalità tra il falso ed il danno), ora il comportamento decettivo è qualificato come delitto, e non più come contravvenzione, anche quando non abbia cagionato un danno.

3. Le offerte pubbliche di acquisto o di scambio

Per offerta pubblica di acquisto o di scambio si intende "ogni offerta, invito ad offrire o messaggio promozionale... finalizzati all'acquisto o allo scambio di prodotti finanziari."

Nell'ambito di questa fattispecie è necessario distinguere;

- **offerte pubbliche di acquisto o di scambio volontarie**: possono avere ad oggetto qualunque tipo di prodotto finanziario.
- **offerte pubbliche di acquisto o di scambio obbligatorie**: sono configurabili e previste soltanto con riferimento ai "titoli" di società italiane ammessi alla quotazione in mercati regolamentati italiani.

Questa distinzione riguarda essenzialmente la presenza o l'assenza di un obbligo a lanciare un'offerta e non anche le modalità di svolgimento della stessa (le disposizioni generali artt. 101 – bis-104-ter del T.U. si applicano a entrambe).

3.1 Comunicazione e documento di offerta

Art 102 (**obblighi degli offerenti e poteri degli interdittivi**):

La decisione ovvero il sorgere dell'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto o scambio sono **senza indugio** comunicate alla Consob e contestualmente resi pubblici (senza indugio non vuol dire subito, ma con certezza che l'OPA si farà). L'offerente promuove l'offerta **tempestivamente** e comunque non oltre 20gg dalla **comunicazione**, presentando alla Consob il **documento d'offerta** destinato alla pubblicazione. Il legislatore continua a prevedere, per l'avvio dell'offerta, due documenti: la comunicazione e il documento d'offerta, ma impone che la decisione di promuovere l'offerta sia comunicata senza indugio alla Consob e contestualmente sia resa pubblica e che l'opponente promuova l'offerta, entro il termine massimo di venti giorni dalla comunicazione presentando alla Consob il documento d'offerta destinato alla pubblicazione.

Dunque il legislatore impone la pubblicità della comunicazione ma non pretende che alla stessa sia allegato il documento d'offerta (reso pubblico e comunicato alla Consob tempestivamente.....). In

caso di mancato rispetto del termine il documento d'offerta è dichiarato **irricevibile** e l'offerente non può più promuovere un'ulteriore offerta avente ad oggetto prodotti finanziari del medesimo emittente nei successivi 12 mesi.

Dell'intervenuta comunicazione l'offerente deve dare senza indugio notizia, mediante un comunicato, al mercato e contestualmente all'emittente e il comunicato deve indicare gli elementi essenziali dell'offerta (ossia i soggetti offerenti, i prodotti finanziari oggetto dell'offerta con indicazione del quantitativo che si intende acquistare o scambiare., il corrispettivo offerto, le condizioni apposte all'offerta, la data di lancio, la finalità dell'operazione e le garanzie offerte, la notizia della richiesta di autorizzazione all'autorità di settore).

Il testo unico non stabilisce quale debba essere il contenuto del documento di offerta, ma prevede che la Consob determini con regolamento il contenuto del documento da pubblicare, nonché la modalità per la pubblicazione del documento. E il regolamento Consob prevede schemi di documenti d'offerta diversi non solo per le offerte pubbliche di acquisto e di scambio e per quelle miste di acquisto e di scambio, ma anche specifici contenuti del predetto documento a seconda che oggetto dell'offerta e/o dello scambio siano strumenti finanziari quotati o non quotati e a seconda che l'offerente sia un soggetto che ha già emesso titoli quotati o un soggetto che non abbia titoli quotati. Gli schemi prevedono, tra gli altri, l'indicazione:

- delle avvertenze (ad es. condizioni di efficacia dell'offerta);
- degli elementi essenziali dell'offerta (quantitativo degli SF oggetto dell'offerta, e corrispettivo e durata della stessa);
- dei soggetti partecipanti (offerente, emittente, intermediario);
- delle date, modalità di pagamento del corrispettivo e garanzie;
- degli eventuali accordi tra offerente e azionisti o amministratori della società emittente gli strumenti finanziari;
- della durata dell'offerta;
- motivazione dell'offerta e programmi futuri dell'acquirente per la società emittente.

La Consob può tuttavia imporre di fornire anche le ulteriori informazioni che ritenga necessarie per consentire ai destinatari di pervenire ad un fondato giudizio sull'offerta. Essa conserva dunque una forte discrezionalità tecnica sul punto; discrezionalità ancora più accentuata quando l'offerta abbia ad oggetto prodotti finanziari diversi dai strumenti finanziari e per i quali non esiste autolimitazione costituita dalla previsione di schemi tipici di informazione.

Art.102 comma 4: entro 15gg dalla presentazione del documento d'offerta, la Consob lo approva se è idoneo a consentire ai destinatari di pervenire ad un **fondato giudizio** sull'offerta. Il termine suddetto è di 30gg se sono prodotti finanziari non quotati. Decorsi tali termini il documento si considera **approvato e può quindi essere pubblicato**.

Il documento d'offerta deve essere trasmesso senza indugio all'emittente dei prodotti finanziari oggetto dell'offerta. Lo stesso è diffuso secondo modalità che in ogni caso assicurino la conoscibilità degli elementi essenziali dell'offerta e del documento da parte di tutti gli interessati

Art.102 comma 2: prevede un diritto di informazione dei lavoratori in merito all'offerta stabilendo che il Consiglio di amministrazione o di gestione dell'emittente e dell'offerente debbono dare notizia della comunicazione e trasmettere il documento d'offerta reso pubblico ai rispettivi rappresentanti dei lavoratori o, in mancanza di rappresentanti, ai lavoratori stessi.

3.2 *Contenuto e svolgimento dell'offerta. Le offerte concorrenti.*

Il legislatore stabilisce che l'offerta è **irrevocabile** e che ogni clausola contraria è nulla: eventuali dichiarazioni di revoca sono prive di effetto. L'offerta deve essere rivolta a parità di condizioni a tutti i titolari dei prodotti finanziari che ne formano oggetto (il principio di parità di trattamento degli oblati esclude, dunque, la possibilità che vengano stabilite condizioni di offerta diverse).

Condizioni:

L'offerta non deve riguardare un quantitativo minimo di prodotti finanziari, essendo sufficiente che lo stesso sia superiore alla soglia considerata indispensabile per rendere applicabile la relativa disciplina; deve, per altro, indicare il quantitativo degli strumenti finanziari che si intendono acquistare e, in assenza di precisazioni contrarie, il quantitativo indicato deve considerarsi come quantitativo massimo che l'offerente è disposto ad acquistare, rimanendo egli obbligato anche nell'ipotesi in cui le adesioni siano in numero inferiore. Ma, come si è accennato, l'offerente può precisare che non rimarrà obbligato se le adesioni non raggiungono una determinata soglia, che dovrà essere tale da permettergli di attuare i progetti che egli aveva dichiarato. Naturalmente, l'offerente potrà riservarsi la facoltà di accettare anche la totalità degli strumenti offerti, anche oltre il quantitativo massimo per il quale la proposta era stata avanzata.

Le offerte **volontarie** (al contrario di quelle **obbligatorie**) possono essere sottoposte a condizioni (es: che la società target non adotti misure difensive o che non modifichi il proprio tipo sociale, da cooperativa a società per azioni), purché non meramente potestative, risolvendosi le stesse nella revocabilità dell'offerta; l'offerente può rinunciare alla condizione di efficacia originariamente prevista.

Durata:

La durata del periodo di adesione è concordata con la società di gestione del mercato per titoli quotati, con la Consob se non quotati. Il periodo di durata dell'offerta va da un minimo di 25 a un max di 40 giorni per le offerte dirette ad evitare l'obbligo di OPA totalitaria, mentre va da un minimo di 15 a un max di 25 per le altre offerte, per le offerte aventi ad oggetto obbligazioni o altri titoli di debito la durata minima è ridotta a 5gg. L'offerente può riservarsi la facoltà di prorogare, naturalmente nel limite di legge, il periodo concordato, ma non può anche riservarsi la facoltà di ridurlo.

Il legislatore ha voluto porre un limite temporale alla **condizione traumatica** nella quale la società emittente i titoli oggetto dell'offerta si trova, soprattutto nell'ipotesi in cui l'offerente tenda ad acquistarne il controllo. Il limite è prorogabile fino a 55 giorni dalla Consob quando tale proroga sia giustificata da esigenze di corretto svolgimento dell'offerta e di tutela degli investitori.

La durata del periodo di adesione viene prorogato automaticamente di 10gg se negli ultimi 10gg originariamente previsti l'adesione viene convocata l'assemblea dei soci della società target per l'assunzione di misure difensive.

Offerta concorrente

E' ammessa solo se il **corrispettivo globale** per ciascuna categoria di PF è superiore a quello dell'ultima offerta o se viene **rinunciata** una condizione di efficacia apposta alla prima. Può essere lanciata fino a 5gg prima della data prevista per la chiusura dell'offerta precedente e comunque, in caso di proroga, entro il cinquantesimo giorno dalla pubblicazione della prima offerta. Il lancio di un'offerta concorrente ha come effetto anche quello di rendere revocabile l'adesione dell'oblato ad un'offerta precedente. Al lancio di un'offerta concorrente può far seguito anche il rilancio dell'offerente originario: nel qual caso sarà possibile revocare l'adesione all'offerta concorrente. E la possibilità di rilancio è oggi consentita anche all'offerta concorrente.

L'adesione all'offerta avviene tramite sottoscrizione della scheda di adesione. Resta così confermato che i contratti che vengono stipulati a seguito di un'offerta pubblica sono necessariamente documenti in forma scritta.

Nell'ipotesi di offerte concorrenti o di rilanci, gli oblati che avessero già accettato l'offerta possono revocare la propria adesione per accertare la nuova proposta. La Consob ha altresì stabilito che gli oblati che avessero aderito ad offerte risultate sconfitte possono apportare i loro titoli all'offerta vincente entro 5gg dalla pubblicazione dei risultati dell'offerta.

3.3 Il comunicato dell'emittente

Art.103 (svolgimento dell'offerta)

Il Consiglio di Amministrazione dell'emittente diffonde un **comunicato** contenente ogni dato utile per l'apprezzamento dell'offerta e la propria valutazione sulla medesima.

Il comunicato deve indicare l'eventuale adozione a maggioranza, il numero e, se richiesto, il nome dei dissenzienti. Esprime la valutazione del consiglio di amministrazione sull'offerta e si conclude con un giudizio sulla convenienza per gli azionisti dell'accettazione della stessa, rendendo così quest'ultima amichevole nell'ipotesi in cui il consiglio suggerisca agli azionisti di accettarla, od ostile, nell'ipotesi in cui l'offerta stessa venga considerata non conveniente per gli azionisti medesimi.

Art. 103, comma 3-bis, T.U.F.: il comunicato contiene altresì una valutazione degli effetti che l'eventuale successo dell'offerta avrà sugli interessi dell'impresa, nonché sull'occupazione e la localizzazione dei siti produttivi. Contestualmente alla sua diffusione, il comunicato è trasmesso ai rappresentanti dei lavoratori della società o, in loro mancanza, ai lavoratori direttamente. Se ricevuto in tempo utile, al comunicato è allegato il parere dei rappresentanti dei lavoratori quanto alle ripercussioni sull'occupazione.

Il comunicato inoltre:

- a) rende nota l'eventuale decisione di convocare l'assemblea per l'**autorizzazione** a compiere atti od operazioni che possono contrastare l'offerta (ove essa sia ostile);
- b) aggiorna le informazioni a disposizione del pubblico sul possesso diretto o indiretto di azioni della società da parte dell'emittente o degli amministratori anche in società controllanti o controllate, nonché sui patti parasociali aventi ad oggetto azioni dell'emittente;
- c) informa sui fatti di rilievo non indicati nell'ultimo bilancio o nell'ultima situazione infrannuale pubblica.

La società emittente deve trasmettere il comunicato alla Consob almeno 2 giorni prima della data prevista per la sua diffusione e la Consob può chiedere che vengano fornite **informazioni integrative**. Il comunicato dell'emittente se non allegato, come è ben possibile, al documento d'offerta deve essere pubblicato entro il primo giorno di durata dell'offerta e quest'ultima non può cominciare a decorrere se non cinque giorni dopo la pubblicazione del documento d'offerta, nell'ipotesi in cui il comunicato dell'emittente non sia allegato a tale documento. Il che dimostra, ancora una volta, la rilevanza che il legislatore attribuisce al giudizio dell'emittente.

3.4 Regole di correttezza per i soggetti interessati

Al lancio di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio l'ordinamento ricollega doveri di trasparenza e correttezza a carico dei soggetti interessati, intendendosi per tali l'offerente, l'emittente, i soggetti ad essi legati da rapporti di controllo, i loro amministratori e sindaci, i soci di patto parasociale dell'emittente e dell'offerente.

Essi si attengono a principi di correttezza e di parità di trattamento dei destinatari dell'offerta, compiono tempestivamente le attività e gli adempimenti connessi allo svolgimento dell'offerta, non eseguono operazioni sul mercato volte a influenzare le adesioni all'offerta e si astengono da comportamenti e da accordi diretti ad alterare situazioni rilevanti per i presupposti dell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria; diffondono dichiarazioni riguardanti l'offerta e l'emittente soltanto tramite comunicati al mercato, contestualmente trasmessi alla Consob; comunicano entro la giornata alla Consob e al mercato le operazioni di acquisto e vendita di strumenti finanziari oggetto d'offerta o che diano diritto ad acquistarli o venderli da essi compiute anche per interposta persona, indicando i corrispettivi pattuiti.

Questi doveri incombono loro per l'intero **periodo d'offerta**, ossia per il periodo intercorrente tra la data della comunicazione al mercato e la data prevista per il pagamento del corrispettivo.

Dalla data di comunicazione, e fino ad un anno dalla chiusura dell'offerta, la Consob può richiedere

notizie e documenti agli emittenti, agli offerenti, agli incaricati della raccolta delle adesioni; eseguire ispezioni presso gli stessi soggetti; essa, inoltre può sospendere lo svolgimento dell'offerta nell'ipotesi in cui vi sia fondato sospetto che siano state violate le disposizioni di legge e regolamentari che disciplinano le offerte pubbliche e può dichiararla decaduta nell'ipotesi in cui tale violazione sia stata accertata (Art.102 comma 6).

3.5 La passivity rule

Assume rilievo nell'ambito dei doveri di comportamento che il legislatore impone in connessione con il lancio di un'offerta pubblica e rappresenta l'insieme delle regole alle quali l'emittente deve attenersi quando le sue azioni siano oggetto di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio. Nel nostro ordinamento queste regole riguardano soltanto l'ipotesi in cui l'oggetto dell'offerta siano i titoli.

Art.104 comma 1: salvo **autorizzazione** dell'assemblea ordinaria o di quella straordinaria per le delibere di competenza, le società italiane **quotate** i cui titoli sono oggetto dell'offerta si astengono dal compiere **atti** od **operazioni** che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta, e aggiunge; le assemblee deliberano in ogni convocazione con il voto favorevole di tanti soci che rappresentano almeno il 30% del capitale sociale. Resta ferma la responsabilità degli amministratori e dei direttori generali per gli atti e le operazioni compiuti. Il legislatore dunque non preclude alla società target il compimento di atti od operazioni che possano contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta (manovre difensive), ma pretendeva che le stesse fossero autorizzate dall'assemblea dei soci anche quando fossero rientrate nella competenza del consiglio di amministrazione, essendo come ovvio, sospettabili, i componenti del consiglio, di un interesse personale e potenzialmente in conflitto con quello dei soci, a contrastare il successo dell'offerta; successo che potrebbe portare, in caso di opa ostile, alla loro sostituzione. Si era così concesso ai soci il potere di assumere le iniziative che avessero ritenuto più opportune per resistere alle scalate ostili, ma si era preteso che tali iniziative fossero assunte con il consenso di una frazione molto rilevante del capitale sociale; il che nella società con un azionariato molto diffuso, rendeva particolarmente difficile l'autorizzazione a manovre che consentivano ai soci di difendersi dalle scalate ostili.

La Consob ha precisato che gli atti e le operazioni in questione (atti ed operazioni che possano contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta) possano essere ricondotte a 3 categorie:

- a) atti che puntano ad incrementare il costo necessario per raggiungere il quantitativo di **adesioni che l'offerente intende conseguire** (aumenti di capitale, ecc.);
- b) operazioni volte a mutare le caratteristiche patrimoniali della società bersaglio (cessione di beni, fusione e scissione);
- c) comportamenti di disturbo, volti a rendere difficile la possibilità che l'offerente raggiunga realmente l'obiettivo perseguito (promozione di un'offerta contraria su azioni dell'offerente, acquisizioni di aziende che rendono il successo dell'offerta incompatibile con la normativa l'antitrust, paracadute d'oro per gli amministratori).

La Consob ha escluso che rientri nell'ambito delle operazioni che possono contrastare gli obiettivi dell'offerta, la stipulazione di un accordo con un'altra società che offra agli azionisti della società target un'alternativa all'offerta della quale sono destinatari, attraverso il lancio di offerta concorrente o anche attraverso accordi di combinazione aziendale, come la creazione di una società holding chiamata a lanciare un'offerta di scambio sulle stesse azioni oggetto dell'offerta nonché su quelle della società con la quale è destinata a realizzarsi l'aggregazione aziendale.

Dubbio vi era sul fatto che l'autorizzazione dell'assemblea fosse necessaria anche quando l'operazione fosse già stata deliberata in sede assembleare e la sua concreta attuazione fosse stata delegata all'organo amministrativo. A tale proposito l'art. 104, comma 1-bis, stabilisce che "l'autorizzazione assembleare è richiesta anche per l'attuazione di ogni decisione presa prima dell'inizio del periodo indicato nel medesimo comma, che non sia stata attuata in tutto o in parte, che non rientri nel corso normale delle attività della società e la cui attuazione possa contrastare il

conseguimento degli obiettivi dell'offerta". È invece da escludere la necessità dell'autorizzazione assembleare per le operazioni che la società deve compiere in forza di accordi già stipulati con terzi. Resta ferma la responsabilità degli amministratori, componenti consiglio di gestione e di sorveglianza, direttori generali per gli atti e le operazioni compiuti (perché l'assemblea **autorizza** solo, l'operazione viene attribuita agli amministratori ai quali spetta l'amministrazione in esclusiva). La mancanza dell'autorizzazione espone gli amministratori oltre che alla sanzione pecuniaria anche all'eventuale responsabilità, almeno nei confronti dei creditori sociali e dei singoli soci o terzi eventualmente danneggiati, ma non dovrebbe comportare né l'inefficacia né la nullità dell'atto non autorizzato.

L'assemblea chiamata a deliberare sulle misure difensive deve essere convocata secondo le regole generali fissate dall'art. 125 del T.U.F., ma il termine per la pubblicazione dell'avviso è ridotto a quindici giorni. La norma trova la propria giustificazione nella necessità di adottare per la convocazione strumenti più rapidi di quelli del diritto comune, abbreviando anche i termini della stessa e tutto ciò in relazione alla celerità che caratterizza lo svolgimento di un'offerta pubblica.

3.6 La regola di neutralizzazione

Il legislatore ha imboccato una strada diversa ed ha subordinato l'applicazione della regola ad un recepimento statutario della stessa.

La regola si applica quando è promossa un'offerta pubblica di acquisto o di scambio avente ad oggetto i titoli emessi dalle società italiane i cui titoli sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato italiano o comunitario, ad esclusione delle società cooperative.

La regola di neutralizzazione prevede la sospensione dei vincoli al trasferimento delle azioni o al diritto di voto in coincidenza con un'offerta pubblica di acquisto o di scambio e questa sospensione può intervenire sia durante lo svolgimento dell'offerta sia dopo la conclusione della stessa in connessione con un esito particolarmente favorevole della medesima per l'offerente.

Art. 104-bis (regola di neutralizzazione):

Essa stabilisce che nel periodo di adesione all'offerta non hanno effetto nei confronti dell'offerente le **limitazioni** al trasferimento dei titoli previste nello statuto né hanno effetto, nelle assemblee chiamate a decidere sulla passivity rule, le limitazioni al diritto di voto previste nello statuto o da patti parasociali (ad ex: diritto di prelazione o gradimento). La norma non sembra rendere inefficaci le limitazioni al trasferimento previste da patti parasociali, ma come vedremo il socio può recedere da un sindacato di blocco in presenza di un'offerta pubblica, almeno nei limiti fissati dall'art. 123, comma 3.

La regola di neutralizzazione trova applicazione anche dopo la conclusione dell'offerta e tende a consentire l'effettivo cambio del controllo attraverso l'eliminazione di vincoli al diritto di voto la cui persistenza vanificherebbe l'esito dell'offerta; difatti, "quando a seguito di un'offerta, l'offerente detenga almeno il 75% del capitale con diritto di voto nelle deliberazioni riguardanti la nomina o la revoca degli amministratori, componenti del consiglio di gestione o sorveglianza, nella **prima** assemblea che segue la chiusura dell'offerta, convocata per modificare lo statuto o per revocare o nominare gli amministratori o i componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza, non hanno effetto:

- a) le limitazioni al diritto di voto previste nello statuto o da patti parasociali;
- b) qualsiasi diritto speciale in materia di nomina o revoca degli amministratori.....

La compressione degli interessi dei quali erano titolari i soci che godevano di eventuali diritti di prelazione nel trasferimento delle azioni o che vedevano il proprio potere rafforzato dai limiti al diritto di voto non resta senza riconoscimento da parte del legislatore, anche se cede all'interesse generale alla contendibilità del controllo delle imprese.

Se il patto parasociale o la clausola statutaria dei quali si parla furono stipulati **prima** della **comunicazione** della decisione di lanciare un'offerta pubblica d'acquisto o di scambio e purché l'offerta abbia avuto **esito positivo**, l'offerente deve a tali soggetti un **equo indennizzo** per eventuale pregiudizio patrimoniale subito. L'entità dell'indennizzo, se non determinata convenzionalmente

dalle parti, è fissata dal giudice in via equitativa.

3.7 La clausola di reciprocità

In alcuni paesi le misure difensive possono essere messe in campo dagli amministratori e, d'altro canto, anche le regole di neutralizzazione non sono accolte in tutti gli ordinamenti comunitari o comunque non lo sono con pari ampiezza. Il legislatore italiano si preoccupa che le società italiane quotate, alle quali si applicano la passivity rule e le regole di neutralizzazione, si trovino in una posizione di inferiorità istituzionale nei confronti di società il cui ordinamento non applica o applica in misura meno severa quelle due regole e consente l'adozione del principio di reciprocità (per proteggere meglio gli assetti di controllo italiani).

“Le 2 disposizioni precedenti non si applicano in caso di offerta pubblica promossa da chi non sia soggetto a tali disposizioni ovvero a disposizioni equivalenti. L'utilizzazione del principio di reciprocità non ha una fonte legislativa diretta, nel senso che lo stesso opera soltanto se la società è stata autorizzata a profittarne da una deliberazione dell'assemblea assunta nei 18 mesi precedenti la comunicazione della decisione di promuovere un'offerta pubblica di acquisto o di scambio. Il relativo giudizio è rimesso alla Consob che, su istanza dell'offerente o dell'emittente, deve determinare “se le disposizioni applicabili (all'offerente) siano equivalenti a quelle cui è soggetta la società emittente”.

1. Le offerte pubbliche di acquisto obbligatorie

Art. 105 (disposizioni generali):

1. Il legislatore prevede ipotesi di offerte pubbliche obbligatorie soltanto con riferimento alle società italiane con titoli ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati italiani e, quindi, il relativo obbligo non sussiste né per le società italiane quotate in un mercato regolamentato non italiano né per le società straniere anche se quotate in un mercato regolamentato italiano. Inoltre, l'obbligo concerne esclusivamente le partecipazioni che superino determinate soglie.

2. ai fini delle norme sulle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie, per **partecipazione** si intende una quota, detenuta anche indirettamente per il tramite di fiduciari o per interposta persona, dei titoli emessi da una società di cui al comma 1 che attribuiscono diritto di voto nelle deliberazioni assembleari riguardanti nomina o revoca o responsabilità degli amministratori o del consiglio di sorveglianza.

3. La Consob può con regolamento includere nella partecipazione categorie di titoli che attribuiscono diritti di voto su uno o più argomenti diversi tenuto conto della natura e del tipo di influenza sulla gestione della società che può avere il loro esercizio anche congiunto. La Consob stabilisce con regolamento i casi e le modalità con cui gli SF derivati detenuti sono computati nella partecipazione.

4.1 L'offerta pubblica di acquisto totalitaria

Art. 106 (offerta pubblica di acquisto totalitaria):

Chiunque, a seguito di **acquisti**, venga a detenere una partecipazione superiore al 30% promuove un'OPA rivolta a tutti i possessori di titoli sulla **totalità** dei titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato in loro possesso, entro 20gg dal superamento della soglia.

Il legislatore ha così imposto l'obbligo di offerta non a chi acquisisce il controllo della società, ma a chi supera una predeterminata soglia, nel probabile convincimento che la soglia prevista sia anche quella che coincide con la partecipazione di controllo (tant'è che il superamento della soglia non comporta l'obbligo di offerta totalitaria se esista un altro soggetto che detiene il controllo).

L'obbligo di lanciare un'offerta pubblica al raggiungimento di una certa soglia dovrebbe consentire ai soci che non gradiscono il cambio del controllo di vendere le proprie azioni; si può aggiungere che l'esistenza dell'obbligo di offerta rappresenta un incentivo all'investimento sui mercati

regolamentati, dal momento che tale obbligo consente alla massa degli azionisti di vendere e, normalmente accade, a prezzi più alti di quelli praticati nel mercato, i propri titoli. Non si può invece dire che l'obbligo di offerta faciliti il ricambio del controllo, dal momento che la presenza di quell'obbligo rende più onerosa la scalata della società, soprattutto quando l'offerta obbligatoria debba avere per oggetto la totalità delle azioni (OPA totalitaria) come prevede il Testo Unico.

Per ciascuna categoria di titoli l'offerta è promossa a un **prezzo** non inferiore a quello più elevato pagato dall'offerente e da persone che agiscono di concerto con lui, nei 12 mesi anteriori alla comunicazione (dell'obbligo di offerta) per acquisti di titoli della medesima categoria e qualora non siano stati effettuati acquisti a titolo oneroso di titoli della medesima categoria nel periodo indicato, l'offerta è promossa per tale categoria di titoli ad un prezzo non inferiore a quello **medio ponderato** di mercato degli ultimi 12 mesi o del minor periodo disponibile. Il legislatore consente tuttavia che in alcune hp il prezzo al quale deve essere lanciata l'OPA totalitaria possa essere sia inferiore sia superiore a quello più elevato pagato dall'offerente, rimettendo la relativa determinazione ad un provvedimento motivato dalla Consob (ad es. quando vi sia il fondato sospetto che i prezzi di mercato siano stati oggetto di manipolazione.)

Il **corrispettivo** dell'offerta può essere costituito in tutto o in parte da strumenti finanziari quotati in un mercato regolamentato comunitario se le operazioni compiute nei 12 mesi precedenti il superamento della soglia hanno avuto come corrispettivo, nella stessa porzione, i medesimi strumenti finanziari.

Nel recepire l'indicazione della direttiva 2004/25 è stata ampliata la possibilità di prevedere che il corrispettivo possa essere rappresentato in tutto o in parte da titoli; più esattamente ha stabilito che il corrispettivo dell'offerta può essere costituito in tutto o in parte da titoli. Nel caso in cui i titoli offerti quale corrispettivo non siano ammessi alla negoziazione su di un mercato regolamentato in uno Stato comunitario ovvero l'offerente abbia acquistato, verso un corrispettivo in denaro, titoli che conferiscono almeno il 5% dei diritti di voto esercitati nell'assemblea della società i cui titoli sono oggetto di offerta, questo deve proporre ai destinatari dell'offerta, almeno in alternativa, un corrispettivo in contanti.

Il superamento della soglia deve avvenire per effetto di acquisti a titolo oneroso, non rilevano quindi gli acquisti a titolo gratuito. La recente modificazione della norma e l'esplicita rilevanza attribuita al diritto di voto, coerentemente con l'esenzione dall'obbligo di offerta per le azioni prive di tale diritto, si impongono di ritenere che, al fine di stabilire se la soglia sia stata superata, sia decisiva la titolarità del diritto di voto e, quindi, che si dovrà tener conto della nuda proprietà o del diritto reale limitato a seconda dell'attribuzione del diritto di voto. Quindi, soltanto l'effettivo esercizio del diritto di voto integra l'acquisto oneroso che il legislatore richiede come presupposto dell'obbligo di lanciare l'offerta pubblica.

Non comporta obbligo di OPA il mero apporto ad un sindacato di voto o di blocco di azioni già detenute, non sussistendo in tal caso alcun acquisto di azioni.

4.1 *L'acquisto indiretto:*

L'obbligo di lanciare l'offerta pubblica sorge anche quando il superamento della soglia avvenga attraverso "**l'acquisizione indiretta**", ossia "mediante l'acquisto di partecipazioni in società in cui il patrimonio è prevalentemente costituito da titoli emessi da altra società italiana con titoli ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati italiani".

L'art. 45 del Regolamento Emittenti ha stabilito che "l'acquisto, anche di concerto, di una partecipazione che consente di detenere più del 30% dei titoli con diritto di voto sulla nomina o la revoca degli amministratori di una società quotata o il controllo di una società non quotata determina l'obbligo di offerta pubblica, quando l'acquirente venga così a detenere, indirettamente o per effetto della somma di partecipazioni dirette o indirette, più del 30% delle azioni con diritto di voto, sulla nomina o revoca degli amministratori, di una società quotata. Precisando che:

- Si è in presenza di una partecipazione indiretta nella società quotata partecipata quando il

patrimonio della società di cui si detengono le azioni è costituito in prevalenza da partecipazioni in società quotate;

- Tale prevalenza sussiste quando ricorra almeno una delle seguenti condizioni:
 - Il valore contabile delle partecipazioni rappresenta più di 1/3 dell'attivo patrimoniale ed è superiore ad ogni altra immobilizzazioni iscritta in bilancio della società partecipante;
 - Il valore attribuibile alle partecipazioni rappresenta più di 1/3 del predetto attivo e costituisce la componente principale del prezzo di acquisto delle azioni della società partecipante.

L'obbligo di lanciare l'offerta pubblica a seguito di acquisto indiretto sussiste anche quando tale acquisizione indiretta avvenga tramite una società quotata. Se un soggetto acquista una partecipazione superiore al 30% di una società quotata e il patrimonio di quest'ultima sia prevalentemente investito in un'altra società quotata, l'obbligo di OPA non concerne solo la prima società ma anche quest'ultima se con l'acquisizione di quella partecipazione indiretta l'acquirente ha superato una partecipazione superiore al 30% dei titoli con diritto di voto nell'assemblea che può nominare o revocare gli amministratori. In tal caso, dunque, l'obbligo di offerta concerne entrambe le società. (**OPA a cascata**)

4.1.2. *L'acquisto di concerto.*

Art.109 (**acquisto di concerto**):

1. Può succedere che vi sia una pluralità di soggetti che operano “di concerto”, sicché nessuno di essi appare aver formalmente superato la soglia predetta. Il legislatore prende in considerazione questa ipotesi, stabilendo una presunzione assoluta di concerto e impone l'obbligo solidale di offerta quando nell'insieme, ed anche a seguito di acquisti a titolo oneroso effettuati anche da uno solo di essi, superino la predetta soglia:

- a) aderenti ad un patto parasociale ancorché nullo;
- b) un soggetto, il suo controllante e le società da esso controllate;
- c) un soggetto, il suo controllante e le società da esso controllate;
- d) una società e suoi amministratori, ecc...

Nell'ipotesi di concerto fra aderenti ad un patto parasociale, si è ritenuto che gli acquisti effettuati da uno degli aderenti senza il consenso degli altri non concorrono a determinare il superamento della soglia complessivamente imputata al sindacato. Si è anche ritenuto che non rilevano, al fine di stabilire l'eventuale obbligo di offerta, né i trasferimenti intervenuti fra gli aderenti al patto né l'eventuale sostituzione di un soggetto ad un altro nell'ambito del sindacato; nel primo caso come nel secondo non muterebbe l'ammontare complessivo delle partecipazioni del sindacato (si parla di soggettivazione del patto parasociale). Di conseguenza, per evitare che la presenza di un sindacato diventi il mezzo attraverso cui eludere la norma sul concerto, il legislatore ha stabilito che l'obbligo di offerta sussiste “anche quando gli acquisti siano stati effettuati nei 12 mesi precedenti la stipulazione del patto ovvero contestualmente alla stessa”.

4.2 *L'acquisto incrementale*

L'obbligo di offerta pubblica totalitaria può sorgere anche a carico di colui che già detenga una partecipazione superiore al 30% ma non detenga “la maggioranza dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria” ed effettui acquisti che incrementino la sua partecipazione. Il Regolamento Consob stabilisce che il predetto obbligo consegue all'acquisizione di più del 5% del capitale (rappresentato da titoli che attribuiscono il diritto di voto sulle materie sopra indicate) per acquisti a titolo oneroso effettuati nei 12 mesi, ovvero per sottoscrizioni o conversioni nell'esercizio di diritti negoziati nel medesimo periodo.

4.3 *Le esenzioni dall'obbligo di offerta totalitaria*

Vediamo le ipotesi nelle quali all'acquisto a titolo oneroso di una partecipazione superiore al 30% dei titoli che attribuisco i diritti di voto sulle materie ricordate non consegue l'obbligo di offerta pubblica.

1. questo obbligo non sussiste se la partecipazione è stata acquistata "a seguito di un OPA volontaria diretta a conseguire la totalità" di tali azioni; offerta che può anche assumere il contenuto dell'OPS purché gli strumenti finanziari offerti siano "quotati in mercati regolamentati dell'UE", o sia offerto, come alternativa, un corrispettivo in contanti se vengono offerti titoli diversi dai primi. In tal caso infatti è stata già data la possibilità di uscire dalla società aderendo all'offerta preventiva e, quindi, non si giustifica la necessità di assicurare loro una seconda possibilità di farlo.

2. L'obbligo non sussiste se la partecipazione superiore alla soglia è stata acquisita attraverso un'offerta pubblica di acquisto o di scambio preventiva non totalitaria, purché tale offerta preventiva parziale presenti alcune caratteristiche che consentano di considerarla estesa ad un numero sufficientemente alto di azioni e sia accettata dalla maggioranza degli azionisti, che ritengono, pertanto, conveniente conservare una parte delle loro azioni nella società anche dopo il cambiamento del controllo o comunque dopo l'ingresso dell'offerente. Più esattamente, l'obbligo dell'offerta pubblica totalitaria successiva a carico di chi acquista una partecipazione superiore al 30% non sussiste se tale acquisto è avvenuto a seguito di un'offerta pubblica avente ad oggetto almeno il 60% dei titoli di ciascuna categoria purché concorrano congiuntamente le seguenti condizioni;

- a) offerente e concertisti non abbiano acquisito partecipazioni in misura superiore all'1% nei dodici mesi precedenti la **comunicazione** alla Consob dell'offerta o durante l'offerta;
- b) l'efficacia dell'offerta sia stata condizionata all'**approvazione** di tanti possessori di titoli che possiedano la maggioranza dei titoli stessi, escluse dal computo le partecipazioni detenute dall'offerente, dal socio di maggioranza, anche relativa, se la sua partecipazione sia superiore al 10% e dai soggetti ad essi legati da uno dei rapporti di concerto.
- c) la Consob abbia accordato l'esenzione previa verifica dell'esistenza delle predette condizioni (nell'effettuare tale verifica la Consob non ha alcun potere discrezionale).

L'offerente può, tuttavia, perdere l'esonero dall'obbligo di offerta pubblica di acquisto successiva alla totalità dei titoli se, dopo aver lanciato un'offerta preventiva parziale nel rispetto delle condizioni sopra indicate e aver così acquisito una partecipazione superiore al 30% dei titoli della società quotata, lo stesso offerente o uno dei soggetti a lui legati da un rapporto di concerto abbia effettuato, entro 12 mesi dalla chiusura dell'OPA preventiva, "acquisti di partecipazioni in misura superiore all'1% dei titoli, oppure, nello stesso arco di tempo, la società emittente abbia deliberato operazioni di fusione o scissione".

La Consob ha stabilito inoltre l'esenzione dall'obbligo di offerta successiva totalitaria x chi acquisisca una partecipazione superiore al 30% se;

- a) un altro socio, o altri soci congiuntamente, dispongono della maggioranza dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria.
- b) l'acquisizione è compiuta tramite sottoscrizione di un aumento di capitale attuato in esecuzione di un piano di ristrutturazione del debito di una società quotata in crisi, comunicato alla Consob e al mercato.
- c) la partecipazione è acquistata a seguito di trasferimento fra società in cui lo stesso o gli stessi soggetti dispongono della maggioranza dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria, o è acquistata a seguito di trasferimento tra una società e tali soggetti.
- d) il superamento della soglia è determinato dall'esercizio di diritti d'opzione, di sottoscrizione o conversione, purché gli stessi non siano stati acquistati ma derivino dallo status di socio.
- e) la soglia del 30% è superata per non più del 3% e l'acquirente si impegna a cedere le azioni in eccedenza entro 12 mesi e a non esercitare i relativi diritti di voto.
- f) l'acquisizione è conseguenza di un'operazione di fusione o scissione, salvo che, per effetto di tali operazioni si configuri un acquisto superiore al 30% del capitale ordinario, senza che sussistano esigenze di razionalizzazione o sinergie industriale.

4.4 L'obbligo di acquisto

Nell'ipotesi in cui un soggetto abbia acquisito una frazione talmente alta di titoli di società italiane quotate in mercati regolamentati italiani da pregiudicare il flottante dei titoli quotati, lo stesso ha il dovere di acquistare i titoli residui. Questo dovere si atteggia diversamente a seconda della percentuale raggiunta.

Art.108 (**obbligo di acquisto**):

1. Se l'offerente a seguito di OPA totalitaria viene a detenere una partecipazione almeno pari al 95% del capitale rappresentato da titoli in una società italiana quotata, ha l'obbligo di acquistare i restanti titoli da chi ne faccia richiesta.

2. Chiunque venga a detenere una partecipazione superiore al 90% del capitale rappresentato da titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato ha l'obbligo di acquistare i restanti titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato da chi ne faccia richiesta, se non ripristina entro 90 giorni un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni.

Il prezzo è quello dell'offerta pubblica totalitaria precedente e in mancanza è determinato dalla Consob tenendo conto anche del prezzo di mercato del semestre anteriore all'annuncio dell'offerta, ovvero antecedente l'acquisto che ha determinato il sorgere dell'obbligo.

4.5 Il diritto di acquisto

Il Testo Unico ha introdotto anche un obbligo di vendere per coloro che si trovino a detenere una partecipazione infima in una società italiana quotata, offrendo così, a chi detiene la quasi totalità del capitale, la possibilità di ritirare le azioni dalla negoziazione, cessando di sopportare i costi connessi con la quotazione. La norma tende ad evitare che vengano conservate partecipazioni al solo scopo di promuovere azioni di disturbo non giustificate da ragioni connesse alla correttezza della gestione e, quindi, in conflitto con l'interesse della società e, ancor prima, che continuino ad essere quotate società le cui azioni sono oggetto di negoziazioni anomale e come tali pregiudizievoli del corretto funzionamento del mercato stesso.

Art.111 comma 1: L'offerente che venga a detenere a seguito di OPA totalitaria una partecipazione almeno pari al 95% del capitale rappresentato da titoli in una società italiana quotata ha diritto di acquistare i titoli **residui**, entro 3 mesi dalla scadenza del termine per l'accettazione dell'offerta, se ha dichiarato nel documento di offerta l'intenzione di avvalersi di tale diritto.

4.6 Le sanzioni per la violazione dell'obbligo di offerta pubblica

La violazione sia dell'obbligo di lanciare un'offerta pubblica totalitaria successiva sia dell'obbligo di acquisto delle partecipazioni infime, comporta l'applicazione di sanzioni civili, amministrative e penali.

Art.110 comma 1: "In caso di **violazione** degli obblighi previsti, il diritto di voto inerente all'**intera** partecipazione detenuta non può essere esercitato". La sospensione del diritto di voto non colpisce dunque la sola partecipazione eccedente la soglia alla quale si ricollegano l'obbligo di offerta e l'obbligo di acquisto, ma l'intera partecipazione detenuta dall'inadempiente.

Nell'ipotesi in cui il diritto di voto venga esercitato e lo stesso si riveli marginale, anche la deliberazione assunta potrà essere impugnata secondo le regole previste per le deliberazioni annullabili, riconoscendosi, per altro, la legittimazione ad esercitare la relativa azione anche alla Consob.

I titoli eccedenti devono essere alienati entro 12 mesi e la tempestiva alienazione fa venir meno la sospensione del diritto di voto per la partecipazione conservata. La mancata alienazione determina anche l'applicazione di una sanzione penale.

La Consob, in alternativa all'alienazione, con provvedimento motivato, avuto riguardo tra l'altro

alle ragioni del mancato adempimento, agli effetti che conseguirebbero all'alienazione e alle modifiche intervenute nella compagine azionaria, può imporre la promozione dell'offerta totalitaria al prezzo da essa stabilito, anche tenendo conto del prezzo di mercato dei titoli.

La violazione dell'obbligo di lanciare un'offerta pubblica di acquisto comporta altresì l'applicazione di sanzioni amministrative e la mancata alienazione entro 12 mesi determina anche l'applicazione di una sanzione penale.

2. La responsabilità da prospetto

Dati e notizie falsi, incompleti e comunque fuorvianti contenuto nel prospetto informativo o nel documento d'offerta possono indurre il risparmiatore scelte di investimento o di disinvestimento che poi si rivelano dannose. È necessario, dunque, accertare se e a quale titolo rispondano nei confronti del risparmiatore danneggiato dalla decettività del prospetto i soggetti coinvolti nell'appello al pubblico risparmio, ossia emittente, proponente e intermediari collocatori.

Sulla natura di tale responsabilità la dottrina si è profondamente divisa: secondo alcuni dovrebbe considerarsi **contrattuale**, secondo altri **aquiliana** e nell'opinione di altri dovrebbe definirsi **precontrattuale**, rimanendo per altro incerto, sul piano della teoria generale, se la responsabilità precontrattuale debba ricondursi nell'ambito della responsabilità contrattuale o di quella extracontrattuale.

È innegabile, tuttavia, che la tesi della responsabilità **precontrattuale**, nella sua opzione contrattualistica, sia più coerente delle altre con la funzione tipica del prospetto: questo tende a sostituirsi agli strumenti codicistici che tutelano il risparmiatore nel processo di formazione della sua volontà contrattuale.

Esistendo un'obbligazione di completa informazione a carico dei sottoscrittori del prospetto è ragionevole ritenere che il risparmiatore danneggiato, nell'esercitare l'azione risarcitoria, possa limitarsi a provare la falsità e l'inesattezza del dato o dell'informazione, incombando ai sottoscrittori dimostrare che la stessa non è imputabile ad un loro comportamento colposo o doloso. A tale proposito risulta necessario distinguere tra i dati e le notizie di pertinenza del dichiarante, per i quali la prova liberatoria risulterà particolarmente ardua, e quelli non di pertinenza del dichiarante, per i quali la responsabilità del sottoscrittore (normalmente intermediario) potrà escludersi soltanto nei limiti in cui lo stesso provi che i dati e le notizie non rientravano nell'ambito dei suoi poteri – doveri di verifica.

Incomberà poi al risparmiatore provare che egli non avrebbe effettuato l'investimento o il disinvestimento dannosi se non fosse stato tratto in inganno dal prospetto (nesso di causalità) e dimostrare l'entità del danno subito e risarcibile.

6. le offerte fuori sede

Art.30 (offerta fuori sede, o anche offerta porta a porta)

Per offerta **fuori** sede si intendono la **promozione** e il **collocamento** di luogo strumenti finanziari in luogo diverso dalla sede legale o dalle dipendenze dell'emittente, del proponente l'investimento o del soggetto incaricato della promozione e del collocamento e, naturalmente, può riguardare sia le offerte di vendita e di sottoscrizione sia le offerte pubbliche di acquisto o di scambio, ma potrà avere ad oggetto anche i servizi di investimento.

Vediamo la nozione di offerta adottata nella definizione di "offerta fuori sede". La stessa può consistere nella promozione di strumenti finanziari, ossia in un messaggio promozionale specificamente diretto alla conclusione di un contratto di compravendita, nel qual caso si identifica con il messaggio promozionale che integra gli estremi dell'appello al pubblico risparmio, e può essere posta in essere solo previa pubblicazione del prospetto informativo o del documento di offerta; mentre non rientra in tale nozione di offerta quella consistente nella consegna di annunci pubblicitari che non assumano le caratteristiche del messaggio promozionale. Costituisce offerta fuori sede anche il collocamento degli strumenti finanziari, ossia la stipulazione dei contratti di

compravendita o di permuta previsti nell'ambito dell'appello al pubblico risparmio.

Non costituiscono offerte fuori sede quelle effettuate nei confronti dei clienti professionali; a tale proposito, il Regolamento Intermediari considera clienti professionali di diritto;

- a) i soggetti che sono tenuti ad essere autorizzati o regolamentati per operare nei mercati finanziari, siano essi italiani o esteri;
- b) le imprese di grandi dimensioni che presentano a livello di singola società almeno due dei requisiti dimensionali indicati nello stesso regolamento (fatturato, fondi propri, totali di bilancio...);
- c) gli investitori istituzionali la cui attività principale è investire in strumenti finanziari.

L'offerta fuori sede di strumenti finanziari può essere effettuata:

- dalle imprese d'investimento: SIM e imprese di investimento comunitarie ed extracomunitarie;
- dalle banche **autorizzate** allo svolgimento del servizio di collocamento di strumenti finanziari;
- dagli organismi di investimento collettivo, SGR, SICAV, solo per le quote di partecipazione e le azioni dagli stessi emesse.

Nell'offerta di strumenti e di prodotti finanziari fuori sede i soggetti abilitati, ossia le imprese di investimento, le società di gestione del risparmio, le SICAV e gli intermediari iscritti nell'elenco speciale previsto dall'art.107 del Testo Unico bancario devono avvalersi di promotori finanziari.

Allo scopo di attribuire maggiore efficacia alla tutela dei danneggiati dai comportamenti non corretti dei promotori, l'art.31, comma 3, stabilisce inoltre che "il soggetto abilitato che conferisce l'incarico è responsabile in solido dei danni arrecati a terzi dal promotore finanziario, anche se tali danni siano conseguenti a responsabilità accertata in sede penale".

Ma la tutela del risparmiatore nei confronti di una tecnica sollecitatoria intrinsecamente pericolosa, come quella del collocamento e della promozione fuori sede, è perseguita anche sul piano della disciplina del contratto; più esattamente la tutela del risparmiatore è offerta, nei confronti della sorpresa alla quale lo espongono il collocamento e la promozione, non richiesti e subito a domicilio, dal diritto di ripensamento che allo stesso riconosce il 6° comma dell'art. 30 del T.U., a norma del quale "l'efficacia dei contratti di collocamento di strumenti finanziari conclusi fuori sede è sospesa per la durata di 7gg decorrenti dalla data di **sottoscrizione** dell'investitore, termine entro il quale l'investitore può comunicare il proprio recesso senza spese e corrispettivo. Tale facoltà dell'investitore deve essere **indicata** nei moduli o formule consegnati all'investitore e **l'omessa indicazione** determina **nullità** del relativo contratto; nullità che, per altro, può essere fatta valere solo dall'investitore.

All'investitore viene negata tale facoltà, quando l'offerta fuori sede abbia ad oggetto azioni con diritto di voto, o altri strumenti finanziari che ne permettono l'acquisto, "purché le azioni o gli strumenti siano negoziati in mercati regolamentati italiani o di paesi dell'Unione Europea"

7. Il collocamento a distanza

La diffusione sempre più capillare di strumenti di comunicazione consente, a chi sollecita il pubblico risparmio, di raggiungere i risparmiatori senza doversi recare nei luoghi nei quali gli stessi materialmente si trovano. Si tratta, come è ovvio, di una tecnica di sollecitazione che presenta gradi di pericolosità analoghi, se non maggiori di quelli propri della sollecitazione fuori sede, alla quale si accomuna per l'assenza di una iniziativa del risparmiatore diretta all'investimento o al disinvestimento del risparmio

Per tecniche di comunicazione a distanza si intendono le tecniche di contatto, diverse dalla pubblicità, che non comportano la presenza fisica e simultanea del cliente e del soggetto offerente o di un suo incaricato. Inoltre, la Consob, sentita la Banca d'Italia, può disciplinare la promozione e il

collocamento di strumenti finanziari in conformità con i principi fissati dal D.Lgs. 6 settembre 2005, n. 206 (Codice del Consumo) e delle norme per la sollecitazione del risparmio fuori sede. E da quest'ultima disciplina si recepisce, per il collocamento a distanza, la nozione di offerta intesa come collocamento e promozione, con la necessità, a proposito di quest'ultima, di distinguere l'annuncio pubblicitario (che non costituisce offerta) e il messaggio promozionale finalizzato alla conclusione del contratto.

Anche la promozione ed il collocamento a distanza sono riservati agli stessi soggetti previsti per le offerte fuori sede, i quali, anche in questo caso, devono avvalersi dei promotori finanziari.

“La promozione e il collocamento mediante tecniche di comunicazione a distanza non possono effettuarsi e, qualora intrapresi, devono essere immediatamente interrotti, nei confronti di quei clienti che si dichiarino esplicitamente contrari al loro svolgimento o alla loro prosecuzione. A tal fine è fornita espressa indicazione della possibilità per i clienti di opporsi al ricevimento in futuro di tali comunicazioni. Anche dai contratti così conclusi, e la cui efficace rimane sospesa per 7gg, l'investitore entro lo stesso termine potrà recedere senza spese né corrispettivo.

8. Il controllo della banca d'Italia sulla emissione di valori mobiliari

Anni 80:

dalla metà degli anni '80 l'emissione di valori mobiliari fu sottoposta a controlli attribuiti ad autorità diverse e per finalità diverse a seconda della loro natura: le emissioni di obbligazioni ed azioni dovevano essere autorizzate dal Ministro del Tesoro, ma con il solo fine di “assicurare la stabilità del mercato dei valori mobiliari”, mentre l'emissione degli altri tipi di valori mobiliari era sottoposta al controllo della Banca d'Italia “ai soli fini del controllo dei flussi finanziari”.

- D.Lgs. n. 415 del 1996 (ha modificato l'art.129):

si concentrano i poteri di controllo in capo alla Banca d'Italia (in quanto custode della stabilità del mercato finanziario) e si individuano, in modo identico per tutti i valori mobiliari, le finalità del controllo nella necessità di assicurare la stabilità e l'efficienza del mercato dei valori mobiliari. La nuova disciplina escludeva, dunque, che la Banca d'Italia potesse differire o vietare l'emissione dei valori mobiliari per indirizzare i flussi del risparmio privato verso particolari settori o per assicurare il finanziamento dello Stato o per favorire una politica protezionistica del risparmio o per intervenire sui tassi di mercato. Il controllo della Banca d'Italia tendeva soltanto a verificare la congruità fra la quantità di risparmio domandata, attraverso l'emissione, e quella disponibile sul mercato, allo scopo di evitare, in un'ottica di breve periodo, squilibri tra domanda e offerta tali da compromettere la stabilità e l'efficienza del mercato stesso.

D.Lgs. 28 dicembre 2006, n. 303 (ha riscritto nei seguenti termini l'art.129):

“La BI può richiedere a chi emette od offre strumenti finanziari segnalazioni periodiche, dati ed informazioni a carattere consuntivo riguardanti gli strumenti finanziari emessi od offerti in Italia, ovvero all'estero da soggetti italiani, al fine di acquisire elementi conoscitivi sull'evoluzione dei prodotti e dei mercati finanziari”. Come si può notare il potere della Banca d'Italia sulle emissioni di strumenti finanziari è stato ridotto ad una curiosità statistica.

IV – I SERVIZI E LE IMPRESE DI INVESTIMENTO

1. Dall'intermediazione mobiliare ai servizi di investimento

Sulla nozione di “attività di intermediazione mobiliare” era costruita la prima disciplina organica del settore che riservava alle “società di intermediazione mobiliare (SIM)”, oltre che alle banche, l'esercizio dell'attività di intermediazione avente per oggetto i “valori mobiliari”. Quella nomenclatura fu abbandonata e sulla scia delle direttive comunitarie si passa alla nomenclatura di **servizi d'investimento** (ovvero attività che hanno ad oggetto SF). Così non si parla più di attività di intermediazione mobiliare, ma di servizi di investimento; e queste sono le attività che hanno per

oggetto non più valori mobiliari ma strumenti finanziari; infine i soggetti cui viene riservato, oltre che alle banche, l'accesso all'esercizio di tali servizi sono definiti imprese di investimento, anche se per quelle, di queste ultime, che hanno sede in Italia viene curiosamente mantenuta la qualificazione di Società di intermediazione mobiliare, pur essendo stata abbandonata la nozione di intermediazione mobiliare ed emarginata quella di valore mobiliare.

Le linee portanti dell'ordinamento dei servizi d'investimento sono speculari a quelle dell'intermediazione mobiliare, e cioè:

- a) la riserva dell'attività a particolari categorie d' imprese.
- b) l'imposizione, alle stesse, di regole di **stabilità, correttezza e trasparenza** nei confronti dei clienti.
- c) la previsione di una vigilanza ispettiva, informativa e regolamentare sui soggetti autorizzati, affidata alla BI e alla Consob secondo il criterio della competenza per funzioni e non per soggetti, ossia riservando alla prima il rispetto delle regole di stabilità, mentre alla seconda quello delle regole di correttezza e trasparenza.

Queste linee sono state abbandonate dall'attuazione nel nostro ordinamento della direttiva MIFID; l'attuazione della direttiva MIFID:

- a) ha imposto l'introduzione di 2 nuovi servizi d'investimento: la consulenza in materia di investimenti e la gestione di sistemi multilaterali di negoziazione
- b) ha introdotto la figura dell'**internalizzatore sistematico**, che vede la fusione di due altri servizi di investimento (la negoziazione per conto proprio e l'esecuzione di ordini per conto dei clienti);
- c) ha previsto un nuovo servizio accessorio: la ricerca in materia di investimenti.
- d) Attraverso l'ampliamento della nozione di SF ai derivati su beni non finanziari, ha ricompreso tra i servizi che godono del mutuo riconoscimento anche quelli aventi per oggetto tali derivati.

Il TU ha limitato la disciplina dei servizi di investimento alle attività che hanno come oggetto gli strumenti finanziari; tuttavia è stata introdotta un'eccezione per quanto concerne la sottoscrizione e il collocamento dei prodotti finanziari, diversi dagli strumenti finanziari, emessi dalle banche e dalle assicurazioni.

2. I servizi d'investimento

Anche per quanto riguarda i servizi d'investimento, come già per gli strumenti finanziari, il legislatore ha rinunciato ad una definizione genera, e, limitandosi ad indicare un catalogo di attività che debbono considerarsi servizi d'investimento quando abbiano ad oggetto strumenti finanziari; catalogo tassativo, ma che può essere arricchito dal ministro dell'economia e delle finanze. I servizi d'investimento sono dunque necessariamente tipici, anche se la tipicità degli stessi può discendere da un provvedimento amministrativo. La mancanza di una definizione generale non significa che non sia rintracciabile un minimo comune denominatore che giustifichi la ricomprensione dei servizi di investimento tipizzati in quel catalogo e questo comune denominatore va rintracciato nella rilevanza che tali servizi, se esercitati professionalmente, hanno per il buon funzionamento del mercato finanziario.

Servizi e attività di investimento individuati dal legislatore (art. 1, 5° comma, T.U. n. 58 del 1998):

- a) **negoziazione per conto proprio**, ossia l'attività di acquisto e di vendita per proprio conto (dealing) di strumenti finanziari svolta, sia nei mercati regolamentati sia al di fuori di essi, con lo scopo di realizzare una differenza (spread) tra i prezzi di acquisto e quelli di vendita. Tale attività va tenuta distinta dalla mera attività di trading, ossia dalla mera movimentazione del proprio portafoglio che qualunque soggetto può porre in essere, anche attraverso un broker.

Il comma 5 bis dell'art. 1 T.U. precisa 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, ossia l'attività di chi si propone sui mercati regolamentati e sui sistemi multilaterali di negoziazione, su base continuativa, come disposto a negoziare in contropartita diretta acquistando e vendendo strumenti finanziari ai prezzi da esso definiti;

- b) esecuzione di ordini per conto dei clienti** (broker), o “negoziatore x conto terzi”, ossia l'attività di acquisto o di vendita di titoli, anche in nome proprio ma per conto altrui, che trova il proprio corrispettivo nella provvigione che il cliente interessato corrisponde al broker per il servizio ricevuto.
- c) attività di sottoscrizione e/o collocamento con assunzione a fermo** ovvero con assunzione di **garanzia** nei confronti dell'emittente e di collocamento senza assunzione a fermo né assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente”, ossia l'attività diretta a far acquisire dai risparmiatori nuovi titoli o titoli già emessi per conto di un emittente o di un potenziale venditore attraverso la loro distribuzione;
- d) gestione di portafogli**, ossia l'attività consistente nell'investimento in SF delle somme affidate dal singolo cliente all'intermediario e sotto questo profilo contrapposta alla gestione in monte (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).
- e) la ricezione e la trasmissione di ordini** ossia l'attività di chi si limita a ricevere e trasmettere (al negoziatore) gli ordini di acquisto o di vendita o di sottoscrizione provenienti dalla clientela, nell'ambito della quale rientra anche la mera mediazione (brokeraggio puro), ossia l'attività consistente nel mettere in contatto, gli interessati alla conclusione di un contratto senza vincolo di collaborazione o mandato con alcuno di essi;
- f) consulenza in materia di investimenti**, intendendosi per tale la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio riguardo, 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;
- g) gestione di sistemi multilaterali di negoziazione** (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 dar luogo a contratti).

La direttiva disciplina anche l'**organizzazione e l'attività dell'internalizzatore sistematico** intendendosi per tale 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. (unifica 2 servizi già presenti: **negoziatore per proprio conto** ed **esecuzione di ordini per conto clienti**).

3. I servizi accessori

La categoria dei servizi accessori serve per stabilire quali sono le attività, ulteriori e diverse dai servizi di investimento, che tali soggetti possono esercitare, essendo loro precluso, in applicazione del principio della esclusività dell'oggetto sociale, lo svolgimento di ogni attività il cui esercizio non sia consentito dalla legge. L'esercizio dei servizi accessori non abbisogna, a differenza di quanto previsto per i servizi di investimento, di alcuna specifica autorizzazione. La qualificabilità di una attività come servizio accessorio non serve soltanto per individuare le attività, diverse dai servizi di investimento, che l'intermediario può svolgere, ma comporta anche, in linea di principio, l'applicazione, al relativo esercizio, delle regole di comportamento dettate per lo svolgimento dei servizi di investimento.

Tra i servizi accessori meritano di essere ricordati:

- a) **la custodia e l'amministrazione di strumenti finanziari**, cioè la materiale detenzione dei titoli e l'esercizio dei diritti incorporati negli stessi;
- b) **la locazione di cassette di sicurezza**;
- c) **la concessione di finanziamenti** (prestito di danaro o di titoli) ai clienti per consentire loro di effettuare operazioni in strumenti finanziari nelle quali per altro intervenga la Sim finanziatrice;
- 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, ossia la corporate finance;
- e) **i servizi connessi all'emissione e al collocamento di strumenti finanziari**, 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.
- g) **l'intermediazione in cambi**, quando collegata alla prestazione di servizi d'investimento.
- h) G-bis) **le attività e i servizi individuati con regolamento del MEF** sentite la Banca d'Italia e la Consob e connessi alla prestazione di servizi di investimento o accessori aventi ad oggetto strumenti finanziari.

Non rientra nell'ambito dei servizi accessori, e neppure nel catalogo dei servizi d'investimento, l'attività di rating del merito creditizio di un operatore.

4. L'esercizio professionale dei servizi d'investimento

Art.18, 1° comma: l'esercizio professionale nei confronti del pubblico dei servizi e delle attività di investimento è riservato alle imprese di investimento e alle banche, intendendosi per imprese di investimento le Sim, le imprese di investimento comunitarie e quelle extracomunitarie. Dunque non il compimento di singoli atti di investimento in strumenti finanziari è sottoposto a riserva, ma solo l'esercizio professionale nei confronti del pubblico dei servizi di investimento.

Il legislatore prevede che anche gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale previsto dall'art. 107 T.U. bancario possono essere autorizzati dalla BI ad espletare alcuni dei servizi di investimento e, più esattamente, la negoziazione per proprio conto e l'esecuzione di ordini per conto clienti, **limitatamente agli strumenti finanziari derivati, e la sottoscrizione e il collocamento di SF.**

Il legislatore consente alle società di gestione di mercati regolamentati di istituire la gestione di sistemi multilaterali di negoziazione; possibilità prevista e imposta dalla direttiva MIFID.

Il Ministro dell'economia e delle finanze, con regolamento adottato sentite la Banca d'Italia e la Consob, può individuare non solo nuove categorie di strumenti finanziari ma anche nuovi servizi di investimento e nuovi servizi accessori, indicando quali soggetti sottoposti a forma di vigilanza prudenziale possono esercitare nuovi servizi.

La riserva, a favore delle imprese di investimento e delle banche dell'esercizio professionale dei servizi di investimento, ha subito un'importante deroga per quanto concerne la consulenza in materia di investimenti. Il D.Lgs. n. 164 del 2007 ha introdotto, infatti, nel Testo Unico, un art. 18-bis dedicato, secondo, la sua rubrica, ai **consulenti finanziari** e secondo il quale la riserva di attività di cui all'articolo 18 non pregiudica la possibilità per le persone fisiche, in possesso dei requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali stabiliti con regolamento adottato dal Ministro dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob, ed iscritte nell'albo di cui al comma 2, di prestare la consulenza in materia di investimenti, senza detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza dei clienti.

L'art.18-ter consente che tale attività sia svolta anche da società per azioni o società a responsabilità limitata in possesso dei requisiti fissati dal predetto regolamento ministeriale.

5. L'accesso all'esercizio dei servizi d'investimento

5.1 *L'autorizzazione delle SIM:*

Il potere di autorizzare lo svolgimento, da parte di una SIM, di uno o più servizi d'investimento è attribuito alla Consob che lo esercita, per altro, sentita la Banca d'Italia; l'autorizzazione concerne ogni singolo servizio e non rappresenta una condizione per la costituzione della società, ma rimane soltanto un'**autorizzazione all'esercizio dell'attività**.

Essa è un'**autorizzazione vincolata**, nel senso che è la stessa è dovuta quando siano presenti i requisiti previsti dalle norme legislative e da quelle regolamentari dettate dalle autorità di vigilanza (Consob e Banca d'Italia); il carattere vincolato dell'autorizzazione è mitigato dal divieto per la Consob di emettere il provvedimento di autorizzazione quando non risulta garantita la sana e prudente gestione della società e assicurata la capacità dell'impresa di esercitare correttamente i servizi o le attività di investimento.

Le condizioni alla cui presenza è subordinata l'autorizzazione sono:

- a) l'adozione della forma di società per azioni;
- b) l'indicazione, nella denominazione, delle parole "società di intermediazione mobiliare";
- c) la collocazione in Italia della sede legale e della direzione generale della società;
- d) la presenza di un capitale sociale non inferiore a quello stabilito in via generale dalla Banca d'Italia, tenendo conto delle caratteristiche dei servizi per cui si chiede l'autorizzazione;
- e) la presentazione, unitamente all'atto costitutivo e allo statuto, di un programma concernente l'attività iniziale, ivi compresa l'illustrazione dei tipi delle operazioni previste, delle procedure adottate per l'esercizio dell'attività e dei tipi di servizi accessori che si intende esercitare, nonché una relazione sulla struttura organizzativa, ivi compresa l'illustrazione dell'eventuale affidamento a terzi di funzioni operative essenziali;
- f) il possesso da parte di coloro che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo, oltre che dei requisiti di indipendenza eventualmente previsti dal Codice Civile o dallo statuto, dei requisiti di onorabilità e professionalità stabiliti con regolamento del Ministro dell'economia e delle finanze, adottato sentite la Banca d'Italia e la Consob;
- g) il possesso, da parte dei soci che detengono una partecipazione qualificata del capitale, dei requisiti di onorabilità stabiliti da un decreto del Ministro dell'economia e delle finanze. La mancanza di tali requisiti comporta la sospensione del diritto di voto e l'impugnabilità, anche da parte della BI e della Consob, delle deliberazioni assunte con il voto determinate dei soci che avrebbero dovuto astenersi;
- h) la struttura del gruppo di cui fa parte la società non sia tale da pregiudicare l'effettivo esercizio della vigilanza sulla società stessa.

L'autorizzazione viene rilasciatoo per ogni servizio di investimento e può ben succedere, quindi, che una Sim chieda e ottenga l'autorizzazione per uno od alcuni soltanto dei servizi previsti dalla legge. Le SIM possono poi esercitare uno o più dei servizi accessori, senza necessità di alcuna specifica autorizzazione e, con tutta probabilità, anche senza che esista un rapporto di accessorietà fra gli stessi e quelli per i quali sia stata ottenuta l'autorizzazione.

Le SIM sono iscritte in un albo, tenuto a cura dalla Consob.

5.2 *L'autorizzazione delle banche:*

Prima il D.Lgs. n. 415 del 1996 ed oggi il Testo Unico (art.19, 4° comma) hanno consentito alla banche di svolgere tutti i servizi di investimento, compresa la negoziazione per conto proprio e per conto terzi di strumenti finanziari negoziati su tutti i mercati regolamentati. Si assiste, dunque, ad una sostanziale equiparazione, sotto questo profilo, tra banche e Sim e l'equiparazione concerne anche le regole alle quali entrambe le categorie di intermediari debbono attenersi nell'esercizio delle relative attività

Una notevole differenza esiste invece fra le stesse con riferimento alle regole per l'accesso al

mercato; differenza in larga misura ricollegabile al fatto che sulle banche, in quanto tali, insiste già la vigilanza regolamentare, informativa e ispettiva della Banca d'Italia (si sarebbe in parte superflua l'applicazione delle norme dettate per l'accesso al mercato delle Sim). Si sarebbe quindi andati incontro ad ingiustificati incrementi degli oneri connessi con la regolamentazione se si fosse previsto un controllo della Consob sulle stesse materie già sottoposte al controllo della BI.

La Banca d'Italia autorizza l'esercizio dei servizi d'investimento da parte di banche autorizzate in Italia, nel presupposto che i requisiti necessari per accedere al mercato bancario siano equivalenti a quelli richiesti per accedere al mercato dei servizi d'investimento. La Banca d'Italia deve comunque prima sentire la Consob e, nel concedere l'autorizzazione, valuta l'idoneità degli assetti organizzativi e del sistema dei controlli interni ad assicurare che lo svolgimento dei servizi di investimento avvenga nel rispetto dei criteri di sana e prudente gestione e della normativa che ne disciplina l'esercizio.

5.3 Le imprese di investimento e le banche comunitarie ed extracomunitarie:

Art.27: il principio del mutuo riconoscimento consente alle "imprese di investimento comunitarie", di prestare anche in Italia i servizi per i quali abbiano ottenuto la relativa autorizzazione nel paese d'origine. Questo principio vale, per altro, solo per i servizi ammessi al mutuo riconoscimento. Non godono, invece, del mutuo riconoscimento, ma possono tuttavia avvalersi dei principi generali sulla circolazione dei servizi nell'ambito comunitario, i servizi finanziari che non rientrano in quell'elenco e se per ipotesi, il catalogo italiano dei servizi sottoposti a riserva ricomprendesse un servizio non rientrante tra quelli ammessi al mutuo riconoscimento, l'impresa comunitaria potrebbe svolgerlo in Italia solo dopo aver ottenuto la necessaria autorizzazione.

Le imprese d'investimento comunitarie possono esercitare le attività ammesse al mutuo riconoscimento nel nostro paese in una delle seguenti forme:

1. **la libera prestazione di servizi, cioè direttamente dal paese di origine e senza stabilire succursali in Italia;** in tal caso è sufficiente che l'autorità competente del paese d'origine informi di tale intenzione la Consob.
2. **la libertà di stabilimento,** ossia costituendo una succursale italiana; in tal caso è necessario che la comunicazione intervenga almeno 2 mesi prima della istituzione della prima succursale per consentire alle autorità di vigilanza italiane di svolgere le necessarie istruttorie.

Anche le banche comunitarie, autorizzate nel paese d'origine a svolgere i servizi d'investimento, possono, in forza del mutuo riconoscimento, prestare tali servizi nel nostro paese, avvalendosi sia della libertà di prestazione dei servizi sia della libertà di stabilimento.

Art.28 (**imprese d'investimento extracomunitarie**): possono esercitare nel nostro paese servizi d'investimento, sia direttamente dal paese d'origine sia tramite l'apertura di succursali, soltanto dietro l'autorizzazione della Consob. L'apertura della prima succursale viene autorizzata dalla Consob quando:

1. la succursale presenti un capitale corrispondente a quello richiesto dalla Banca d'Italia per le imprese d'investimento italiane, venga presentato il programma di attività e gli esponenti aziendali siano dotati dei requisiti di onorabilità e professionalità richiesti per le SIM;
2. l'impresa sia stata autorizzata ed effettivamente eserciti nel paese d'origine le attività per le quali viene chiesta l'autorizzazione;
3. nel paese d'origine esistano sistemi di vigilanza equivalenti a quelli vigenti in Italia per le SIM;
4. vi siano apposite intese fra Banca d'Italia e la Consob e le competenti autorità del paese d'origine;
5. lo Stato d'origine conceda la clausola di reciprocità alle nostre imprese d'investimento.

La prestazione di servizi senza stabilimento è subordinata alle stesse condizioni, ad eccezione di quella relativa al patrimonio richiesto alla succursale.

5.4 L'attività transfrontaliera delle imprese di investimento italiane:

Le Sim possono operare anche al di fuori del territorio della Repubblica, ma la disciplina del loro accesso all'attività transfrontaliera muta a seconda che sia destinata a svolgersi in un paese comunitario o in un paese extracomunitario, debba attuarsi attraverso l'apertura di una succursale o senza stabilimento, abbia ad oggetto servizi ammessi al mutuo riconoscimento o servizi non ammessi.

La Sim che intende aprire una succursale in un paese comunitario, per lo svolgimento di servizi ammessi al mutuo riconoscimento, deve comunicare tale intenzione alla Banca d'Italia, che provvede, entro 90 giorni, ad effettuare la relativa notifica all'autorità competente del paese ospitante. La Banca d'Italia può rifiutare la notifica per motivi attinenti all'adeguatezza della struttura organizzativa e della situazione finanziaria, economica e patrimoniale della Sim.

Nessun potere di impedire la prestazione all'estero dei servizi ammessi al mutuo riconoscimento sembra essere riconosciuto alla Banca d'Italia se tale prestazione avviene senza l'apertura di uno stabilimento: in questo caso la notifica all'Autorità competente del paese ospitante sembra un atto dovuto.

Le SIM possono esercitare negli altri paesi dell'UE servizi diversi da quelli ammessi al mutuo riconoscimento solo su autorizzazione della BI, e tale autorizzazione è subordinata all'esistenza di apposite intese di collaborazione tra la BI e la Consob e le competenti autorità dello stato estero e alla possibilità di agevole accesso da parte della casa madre alle informazioni presso la succursale.

L'apertura di una succursale in un paese extracomunitario è condizionata non solo alla mancanza delle ragioni che giustificano il rifiuto di notifica per l'apertura di quelle comunitarie, ma è altresì subordinata alla presenza, nel paese di insediamento, di una legislazione e di un sistema di vigilanza adeguati, all'esistenza di apposite intese di collaborazione tra BI, Consob e le competenti Autorità dello Stato estero e alla possibilità di agevole accesso, da parte della casa madre, alle informazioni della succursale.

Anche la prestazione di servizi senza stabilimento in un paese extracomunitario è subordinata all'autorizzazione della BI; tale autorizzazione non può essere concessa se l'ordinamento del paese ospitante è inadeguato e se non esistono intese fra le Autorità dello stesso, la BI e la Consob.

6. La prestazione dei servizi

Il Testo Unico, nel dettare le regole alle quali le imprese di investimento e le banche debbono attenersi nello svolgimento della propria attività, fissa alcuni principi che trovano applicazione per tutti i servizi e regole particolari che valgono per la prestazione di alcuni soltanto di essi.

6.1 Criteri generali di comportamento (per le imprese di investimento e le banche)

Art 21 (Criteri generali):

1. Il legislatore stabilisce che nella prestazione dei servizi di investimento e accessori le imprese di investimento e le banche devono attenersi ad alcuni criteri generali, la cui esplicita previsione dovrebbe favorire sia l'attività di vigilanza sia il successo di eventuali azioni risarcitorie da parte dei clienti. Ed in effetti sono criteri che hanno tutti come punto di riferimento la tutela dell'interesse del cliente; il che consente anche di comprendere perché ne siano destinatarie non solo le Sim e le banche italiane, ma anche le imprese e le banche extracomunitarie e comunitarie (perché il paese ospitante rimane in potere di stabilire le regole che disciplinano il rapporto con il cliente e di garantirne il rispetto). Tali criteri sono;

- a) Comportarsi con diligenza (professionale), 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 (dovere dell'operatore di informarsi e di informare decisamente più accentuato di quanto lo stesso sarebbe alla stregua delle regole di correttezza, precontrattuale e contrattuale previste dal codice civile);
- c) Utilizzare **comunicazioni pubblicitarie** e promozionali corrette, chiare e non fuorvianti;
- d) Disporre di **risorse e procedure** anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'**efficiente** svolgimento dei servizi (importanza dell'organizzazione interna per uno svolgimento efficiente dei servizi sia nell'interesse dei singoli sia per il buon funzionamento del mercato);

Tali criteri non vincolano le imprese d'investimento nel momento in cui svolgono le altre attività finanziarie, connesse o strumentali, e le banche nell'esercizio dell'attività bancaria;

2. Il legislatore si è poi preoccupato di arginare gli effetti negativi del conflitto d'interesse nel quale possa operare l'intermediario, stabilendo che nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e dei servizi accessori, le SIM, le imprese di investimento extracomunitarie, le SGR, le società di gestione armonizzate, gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'art. 107 del testo unico bancario, le banche italiane e quelle extracomunitarie:

- a. Adottano ogni misura **ragionevole** per identificare i conflitti di interesse che **potrebbero** insorgere con il cliente o fra clienti, anche adottando **idonee misure organizzative**;
- b. informano chiaramente i clienti, prima di agire per loro conto, della natura generale e/o delle fonti dei conflitti d'interesse quando le misure adottate ai sensi della lettera a) non siano sufficienti ad assicurare con ragionevole certezza che il rischio di nuocere agli interesse 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.

Come si può notare la nuova norma impone agli intermediari di organizzarsi in modo tale che sia loro consentito di individuare e di gestire i conflitti di interesse, imponendo un obbligo di informazione soltanto quando le misure organizzative adottate non siano sufficienti ad assicurare, con ragionevole certezza, la tutela dell'interesse del cliente. Il dovere di informazione è diventato solo eventuale e l'equo trattamento dell'interesse del cliente è stato, almeno formalmente, cancellato.

3. Il processo di delegificazione delle norme generali relative all'organizzazione dei soggetti abilitati, ossia di tutti i soggetti che sono autorizzati a svolgere servizi di investimento, e ai loro doveri di trasparenza e di correttezza dei comportamenti ha trovato una forte accelerazione, ma anche una più puntuale definizione, con le norma di attuazione della MIFID, soprattutto attraverso le previsioni dettate dall'art. 6, commi 2 e 2-bis del T.U.

Così a norma dell'art. 6, 2° comma, 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:

a. **TRASPARENZA**, ivi inclusi:

- 1. gli obblighi informativi nella prestazione dei servizi e delle attività d'investimento, nonché della gestione collettiva del risparmio, con particolare riferimento al grado di rischiosità di ciascun tipo specifico di prodotto finanziario e delle gestioni di portafogli offerti, all'impresa e ai servizi prestati;
- 2. le modalità e i criteri da adottare nella diffusione di **comunicazioni pubblicitarie e promozionali** e di ricerche in materia di investimenti;
- 3. gli obblighi di comunicazione ai clienti relativi alla esecuzione degli ordini, alla gestione di portafogli, alle operazioni con passività potenziali e ai rendiconti di strumenti finanziari o delle disponibilità liquide dei clienti detenuti dall'impresa;

b. **CORRETTEZZA** dei comportamenti, ivi inclusi:

1. gli obblighi di acquisizione di informazioni dai clienti ai fini della valutazione di adeguatezza o di appropriatezza delle operazioni o dei servizi forniti;
2. le misure per eseguire gli ordini alle condizioni più favorevoli per i clienti;
3. gli obblighi in materia di gestione degli ordini;
4. l'obbligo di assicurare che la gestione dei portafogli si svolga con modalità aderenti alle **specifiche** esigenze dei singoli investitori e che quella su base collettiva avvenga nel rispetto degli obiettivi di investimento dell'OICR;
5. le condizioni alle quali possono essere corrisposti o percepiti incentivi.

E a norma del comma 2-bis del medesimo art. 6 T.U.F. la Banca d'Italia e la Consob disciplinano congiuntamente mediante regolamento, con riferimento alla prestazione dei servizi e delle attività di investimento, nonché alla gestione collettiva del risparmio, gli obblighi dei soggetti abilitati, in materia di:

- requisiti generali di organizzazione;
- continuità dell'attività;
- organizzazione amministrativa e contabile;
- procedure, anche di controllo interno, per la corretta e trasparente prestazione dei servizi d'investimento e delle attività di investimento nonché della gestione collettiva del risparmio;
- controllo della conformità alle norme;
- gestione del rischio dell'impresa;
- responsabilità dell'alta dirigenza;
- trattamento dei reclami;
- operazioni personali;
- gestione conflitto d'interessi

Un importante linea guida del Regolamento intermediari è la distinzione tra cliente professionale e cliente al dettaglio; distinzione che discrimina il grado di protezione assicurata dall'ordinamento essendo, ovviamente, maggiore nei confronti di quest'ultimo. Il Regolamento intermediari definisce:

- **cliente professionale:** è un cliente 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. Nell'ambito dei clienti professionali il Regolamento distingue:
 - o **clienti professionali di diritto:** banche, imprese di investimento, imprese di assicurazione, SGR, società di gestione dei fondi comuni, imprese industriali di grandi dimensioni, ecc...)
 - o **clienti professionali su richiesta:** soggetti diversi da quelli indicati che ne facciano esplicita richiesta scritta rinunciando così alla protezione prevista per i clienti al dettaglio.
- **clienti al dettaglio (e potenziali clienti al dettaglio):** coloro che non siano o cliente professionale o controparte qualificata, ai quali è ovviamente garantita una tutela maggiore.

Così, se nei confronti di tutti i clienti, professionali o al dettaglio, tutte le informazioni, comprese le comunicazioni pubblicitarie e promozionali devono essere corrette, chiare e non fuorvianti, è solo nei confronti dei clienti al dettaglio che le stesse debbono essere particolarmente analitiche, con una puntuale indicazione dei costi e degli oneri connessi con la prestazione del servizio.

Nei confronti di tutti i clienti gli intermediari forniscono una descrizione generale della natura e dei rischi degli strumenti finanziari trattati e 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, ma nella descrizione dei rischi deve tener conto della classificazione del cliente.

Il Regolamento Intermediari disciplina alcuni doveri di comportamento dell'intermediario

specificamente per i vari servizi; ci occupiamo delle regole dell'**adeguatezza** e della **appropriatezza** del servizio fornito;

Art.39: La valutazione dell'**adeguatezza** dell'operazione è richiesta per la prestazione della **consulenza** e della **gestione di portafogli**. Gli intermediari, al fine di raccomandare i servizi d'investimento e gli strumenti finanziari adatti al cliente, nella prestazione dei servizi di consulenza in materia di investimenti o di gestione di portafoglio, ottengono dal cliente le informazioni necessarie in merito:

- a) conoscenza ed esperienza nel settore di investimento rilevante per il tipo di operazione
- b) situazione finanziaria
- c) obiettivi d'investimento

E sulla base delle informazioni ricevute dal cliente, e tenuto conto della natura e delle caratteristiche del servizio fornito, gli intermediari valutano che l'operazione consigliata soddisfi i seguenti criteri:

- a) corrisponda agli obiettivi d'investimento del cliente;
- b) 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;
- c) sia di natura tale per cui il cliente sia in grado possieda la necessaria esperienza e conoscenza per comprendere i rischi inerenti all'operazione o alla gestione del suo portafoglio.

Mentre la regola dell'adeguatezza deve essere seguita nella prestazione dei servizi di consulenza in materia di investimenti o di gestione del portafoglio, alla prestazione degli altri servizi si applica la regola dell'**appropriatezza** (art 41 e 42 reg.int.):

1. Gli intermediari richiedono al cliente le informazioni in merito alla sua conoscenza ed esperienza nel settore d'investimento rilevante per il tipo di strumento o servizio proposto o chiesto e sulla base delle informazioni ricevute verificano che il cliente abbia il livello di esperienza e conoscenza necessario per valutare i rischi che l'operazione comporta.
2. Se sono clienti professionali l'intermediario può presumere che essi abbiano il necessario livello di conoscenza ed esperienza per comprendere i rischi connessi ai servizi di investimento o alle operazioni o ai tipi di operazioni o strumenti per i quali il cliente è classificato come professionale;
3. Qualora gli intermediari ritengano che lo strumento o il servizio non sia appropriato per il cliente o potenziale cliente, lo avvertono di tale situazione.

Sulla scia della direttiva comunitaria ha fatto ingresso nel nostro ordinamento la regola dell'**execution only** (mera esecuzione o ricezione degli ordini); a norma dell'art. 43 del Regolamento Intermediari "gli intermediari possono prestare i servizi di esecuzione di ordini per conto dei clienti o di ricezione e trasmissione di ordini, senza che sia necessario ottenere le informazioni o procedere alla valutazione di appropriatezza quando sono soddisfatte le seguenti condizioni:

- i suddetti servizi sono connessi ad azioni annesse alla negoziazione in un mercato regolamentato, a strumenti del mercato monetario, ad obbligazioni o altri titoli di debito (esclusi quelle che incorporano uno strumento derivato);
- il servizio è prestato su iniziativa del cliente;
- il cliente è stato chiaramente informato che, nel prestare tale servizio, l'intermediario non è tenuto a valutare l'appropriatezza e che pertanto l'investitore non beneficia della protezione offerta dalle relative disposizioni;
- l'intermediario rispetta gli obblighi in materia di conflitti d'interesse.

Facciamo ora cenno ad una regola di carattere generale e, in particolare, alla regola della **best execution** (miglior risultato possibile) dettata dall'art.45 ss. del Regolamento Intermediari. Tale articolo stabilisce che "gli intermediari adottano tutte le misure ragionevoli e, a tal fine, mettono in atto meccanismi efficaci per ottenere, allorché eseguono ordini, il miglior risultato possibile per i loro clienti avendo riguardo al prezzo, ai costi, alla rapidità e alla probabilità di esecuzione e di

regolamento, alla dimensione e a qualsiasi altra considerazione ai fini dell'esecuzione dell'ordine". Nel rispetto della best execution gli intermediari adottano una strategia di esecuzione degli ordini finalizzata ad individuare, per ciascuna categoria di strumenti, le sedi di esecuzione che permettono di ottenere in modo duraturo il miglior risultato possibile. In ogni caso, qualora il cliente impartisca istruzioni specifiche, l'intermediario esegue l'ordine attenendosi, limitatamente agli elementi oggetto delle indicazioni ricevute, a tali istruzioni.

6.2 Forma e contenuto dei contratti

Art.23 (contratti):

1. I contratti relativi alla prestazione di servizi d'investimento (esclusa la consulenza in materia di investimenti) e, se previsto, i contratti relativi alla prestazione dei servizi accessori, sono **redatti in forma scritta** e un esemplare è consegnato ai clienti. È questo il c.d. contratto quadro, a fronte del quale vengono poi posti in essere i contratti attraverso cui l'intermediario fornisce al cliente i servizi convenuti e che a loro volta avranno forma scritta.

La mancanza della forma scritta, ma non anche la mancata consegna, comporta la nullità del contratto, precisando che tale nullità può esser fatta valere solo dal cliente. Il legislatore chiarisce in questo modo che la norma è posta nell'esclusivo interesse del cliente (analogia con i contratti bancari).

La forma scritta, per altro, può rivelarsi un adempimento inutile o addirittura incompatibile con le esigenze tecniche proprie di alcuni tipi di operazioni; così il legislatore ha previsto che la Consob, sentita la Banca d'Italia, può prevedere con regolamento che, per motivate ragioni tecniche e in relazione alla natura professionale dei contraenti, particolari tipi di contratto possano o debbano essere stipulati in altra forma.

Alla prestazione dei servizi di investimento non si applicano le norme del TUB (testo unico bancario) in materia di trasparenza (le norme dettate per i servizi di investimento consentono un grado di trasparenza tale da rendere superflue le forme di pubblicità, più rudimentali, previste per i contratti bancari).

Nell'esclusivo interesse del cliente è posta la norma che dichiara la nullità di qualsiasi pattuizione del contratto di investimento che rinvii agli usi per la determinazione del corrispettivo dovuto dal cliente e di ogni altro onere a suo carico. La disposizione, che esprime l'evidente sospetto che il contenuto dell'uso sia determinato dall'impresa di investimento o dalla banca, considerati come soggetti forti nel mercato, sancisce la nullità di una siffatta clausola di rinvio, precisando anche a questo proposito, che la nullità può essere fatta valere solo dal cliente.

Il Regolamento Intermediari precisa che il contratto stipulato con i clienti al dettaglio;

- a) specifica i servizi forniti e le loro caratteristiche;
- b) stabilisce il periodo di efficacia e le modalità di rinnovo del contratto;
- c) indica le modalità attraverso cui il cliente può impartire ordini ed istruzioni;
- d) prevede la frequenza, il tipo e i contenuti della documentazione da fornire al cliente a rendiconto dell'attività svolta;
- e) indica e disciplina la soglia delle perdite, nel caso di operazioni aperte scoperte, oltre la quale è prevista la comunicazione al cliente.
- f) indica le remunerazioni spettanti all'intermediario;
- g) indica se e con quali modalità e contenuti in connessione con il servizio di investimento può essere prestata la consulenza in materia di investimenti;
- h) indica le altre condizioni contrattuali convenute con l'investitore per la prestazione del servizio.

La mancanza di qualcuna di queste indicazioni non è sanzionata da alcuna norma speciale e, pertanto, trovano applicazione le norme generali dettate in tema di invalidità del contratto.

Ai contratti di prestazione dei servizi d'investimento si applicano anche le norme in materia di

clausole abusive.

Nei servizi d'investimento aventi ad oggetto SF derivati, i relativi contratti, possono prevedere che l'esecuzione del relativo contratto avvenga anche solamente attraverso il pagamento di differenziali in contanti, senza quindi la consegna dei titoli.

6.3 La responsabilità da prestazione dei servizi

Ci stiamo chiedendo quali siano le conseguenze, sul piano civilistico, della violazione delle regole alle quali gli intermediari debbono attenersi nella prestazione dei servizi di investimento. A tale proposito la Suprema Corte, a Sezioni Unite, ha respinto sia la tesi della nullità del contratto che è stato contagiato dalla violazione sia la tesi della nullità relativa (cioè che solo il cliente potrebbe far valere) dello stesso, rilevando che nessuna norma prevede la nullità per violazione di quelle norme e tanto meno prevede una nullità relativa.

Pare dunque riscuotere un ragionevole e prevalente consenso la tesi che ricollega alla violazione delle regole di comportamento, cui debbono attenersi gli intermediari nella prestazione dei servizi di investimento, soltanto una responsabilità per il risarcimento dei danni che quella violazione abbia causato all'investitore. Questa responsabilità dovrà considerarsi precontrattuale se la violazione riguarda la condotta che ha preceduto la stipulazione del contratto-quadro e contrattuale quando si sia in presenza di violazioni commesse nel corso dello svolgimento di quel rapporto o dei rapporti nati dai contratti esecutivi del contratto quadro.

Il T.U. ha ritenuto necessario precisare che “nei giudizi di **risarcimento** dei danni arrecati al cliente nei servizi d'investimento e accessori, spetta al soggetto abilitato l'**onere** della prova di aver agito secondo la **diligenza richiesta**”. In altri termini, se l'azione del cliente è fondata sulla violazione di una specifica regola di condotta, la norma in esame non trova applicazione; nell'ipotesi in cui il cliente lamenti la violazione della specifica diligenza richiesta questa norma impone all'intermediario di provare di aver agito nel rispetto di quella specifica diligenza. Nello specifico, il cliente dovrà provare che l'intermediario ha violato qualche regola generale di comportamento e l'intermediario si libererà dall'obbligo risarcitorio provando di aver agito con la **specifico diligenza richiesta**.

Il legislatore, nel dare attuazione alla direttiva MIFID, ha introdotto anche 2 norme di carattere processuale dirette a rendere più facile la tutela degli investitori:

1. ha stabilito che le associazioni dei consumatori sono legittimate ad agire x la tutela degli interessi collettivi degli investitori, connessi con la prestazione di servizi ed attività d'investimento, nelle forme previste dallo stesso codice del consumo (ipotesi in cui vengano lese, dal comportamento dell'intermediario, gli interessi collettivi degli investitori);
2. ha reso applicabili alle controversie fra intermediari e investitori le procedure di conciliazione e di arbitrato.

6.4 La separazione patrimoniale

La prestazione dei servizi di investimento, normalmente svolta non solo per conto ma anche in nome del cliente, non comporta l'acquisizione, da parte dell'intermediario, della proprietà degli strumenti finanziari dei clienti nel cui interesse il servizio viene svolto. D'altro canto, tutti i servizi di investimento ed accessori vengono prestati sulla base di un rapporto individuale che lega ciascun cliente all'intermediario, senza alcuna interferenza sullo stesso rapporto dei moltissimi altri rapporti che vengono posti in essere con altri clienti. In realtà, la natura necessariamente di bene fungibile del denaro e il fatto che fungibili siano nella massima parte gli strumenti finanziari oggetto dei servizi di investimento, nonché la constatazione che l'intermediario, anche quando non può disporre degli stessi, può, pur sempre, conseguire una detenzione di fatto degli strumenti finanziari e del denaro del cliente, rendono utile una norma che sancisca la separazione del patrimonio del singolo cliente da quello dell'intermediario e da quello degli altri clienti.

Ecco le regole sostanziali sulla separazione patrimoniale.

Art.22 comma 1: Nella prestazione dei servizi d'investimento ed accessori gli SF e le somme di denaro dei singoli clienti, a qualunque titolo detenuti dall'impresa di investimento, dalla SGR ecc, costituiscono **patrimonio distinto** a tutti gli effetti da quello dell'intermediario e da quello degli altri clienti, traendone la naturale conseguenza che su tale patrimonio non sono ammesse azioni dei creditori dell'intermediario e che le azioni dei singoli clienti sono ammesse nei limiti del patrimonio di proprietà di ciascuno di essi. Tale separazione opera anche nell'ipotesi in cui gli strumenti finanziari e il denaro siano depositati presso terzi, nel senso che viene esplicitamente esclusa la compensazione, sia legale sia giudiziaria, fra i crediti del depositario nei confronti dell'intermediario e quelli del cliente nei confronti del depositario.

Il legislatore ha poi stabilito che l'intermediario non potrà utilizzare nell'interesse proprio o di terzi gli strumenti finanziari di pertinenza dei clienti (ad es. non potrà darli in pegno ad una banca per operazioni effettuate per proprio conto, anche se ai relativi proventi fosse convenzionalmente associato il cliente).

Queste regole non valgono per quanto concerne il denaro, per le banche, sul presupposto che il denaro sia passato in proprietà alla banca.

Art 168: chi nell'esercizio di servizi d'investimento e gestione collettiva del risparmio con lo scopo di procurare un **ingiusto profitto** viola l'art.22 è punito con l'arresto da 6 mesi a 3 anni + sanzioni pecuniarie. (**confusione di patrimoni**).

6.5 La gestione di portafogli d'investimento

Nel nostro ordinamento la gestione di portafogli d'investimento in strumenti finanziari è un contratto **tipico** riservato alle imprese di investimento, alle banche, alle società di gestione del risparmio (SGR), ecc, nel senso che le sue norme non troverebbero applicazione quando un analogo contratto fosse stipulato al di fuori della riserva prevista per l'esercizio dei servizi di investimento. Queste sono le norme inderogabili: che si applicano al contratto di gestione di portafogli di investimento in strumenti finanziari:

- a) il contratto deve essere necessariamente redatto in **forma scritta**;
- b) Il cliente può impartire istruzioni vincolanti in ordine alle operazioni da compiere (non si può escludere che l'impresa o la banca possano recedere dal contratto nel caso di istruzioni irragionevoli);
- c) Il cliente ha diritto di recedere **in ogni momento** dal contratto senza che allo stesso venga addebitata alcuna penalità, mentre l'impresa d'investimento, la società di gestione o la banca possono farlo solo nei limiti previsti dal cc.;
- d) La **rappresentanza** per l'esercizio del diritto di voto inerente agli strumenti finanziari in gestione può essere attribuita all'impresa di investimento, alla banca e alla società di gestione ma la procura deve essere conferita in forma scritta e per **ogni singola assemblea**;
- e) L'impresa di investimento e la banca non possono **delegare** a terzi l'esecuzione dell'incarico di gestione loro conferito, salvo **autorizzazione scritta** del cliente, e in ogni caso il delegante risponde per le operazioni compiute dal delegato.

Tutte le norme dettate per il contratto di gestione sono sicuramente inderogabili, dal momento che il legislatore dichiara nulli "i patti contrari"; nullità che, per altro, può essere fatta valere soltanto dal cliente (Art.24 comma 2). Del pari inderogabile è la regola che sospende per un periodo di 7 giorni l'efficacia dei contratti di gestione stipulati fuori sede o a distanza. Queste sono le uniche norme che il legislatore detta in materia di forma e di contenuto del contratto di gestione.

Il Regolamento Intermediari ha dettato una serie di regole che si aggiungono a quelle previste per la generalità dei contratti d'investimento. La loro violazione non comporterà nullità del contratto, ma renderà applicabili le disposizioni generali in materia di contratti e di responsabilità.

Tale Regolamento, nel testo redatto successivamente all'attuazione della direttiva MIFID, stabilisce

che il **contratto con i clienti al dettaglio** (Art.38):

- indica i tipi di strumenti finanziari che possono essere inclusi nel portafoglio del cliente e i tipi di operazioni che possono essere realizzate su di essi, inclusi eventuali limiti;
- gli obiettivi di gestione e il livello del rischio entro il quale il gestore può esercitare la sua discrezionalità;
- indica se il portafoglio del cliente può essere caratterizzato da effetto leva;
- fornisce la descrizione del parametro di riferimento cui verrà raffrontato il rendimento del portafoglio del cliente;
- indica se l'intermediario delega a terzi l'esecuzione dell'incarico ricevuto, specificando i dettagli della delega;
- indica il metodo e la frequenza di valutazione degli strumenti finanziari contenuti nel portafoglio del cliente;

Infine il contratto specifica la possibilità per l'intermediario di investire in strumenti finanziari non ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, in derivati o in strumenti illiquidi o altamente volatili, o anche di procedere a vendite allo scoperto, acquisti tramite somme di denaro prese a prestito, o qualsiasi operazione che implichi pagamenti di margini, deposito di garanzia o rischio di cambio.

Il Regolamento impone oggi al gestore soprattutto doveri di informazione. Oggetto di particolare attenzione da parte del Regolamento sono i **doveri di rendicontazione**, soprattutto quando il cliente è un cliente al dettaglio. Il Rendiconto nelle gestioni con i clienti al dettaglio deve avere una cadenza semestrale e deve contenere il resoconto del contenuto e della valutazione del portafoglio, compresi:

- i dettagli relativi a ciascun strumento finanziario detenuto con indicazione del suo valore di mercato;
- il saldo contante all'inizio e alla fine del periodo oggetto del rendiconto;
- l'importo totale delle competenze e degli oneri applicati durante il periodo oggetto di rendiconto, con indicazione delle singole voci;
- un raffronto del rendimento durante il periodo oggetto del rendiconto con il parametro di riferimento eventualmente convenuto tra l'intermediario e il cliente (benchmark);
- l'importo totale dei dividendi, degli interessi e degli altri pagamenti ricevuti durante il periodo del rendiconto in relazione al portafoglio del cliente.
- Gli intermediari che svolgono il servizio di gestione di portafoglio per i clienti al dettaglio che includono una posizione aperta scoperta su operazioni con passività potenziali, comunicano al cliente eventuali perdite, che superino una soglia predeterminata convenuta tra l'intermediario e il cliente, non più tardi della fine del giorno lavorativo nel quale la soglia è superata.

6.6 La negoziazione sui mercati regolamentati

Il D.Lgs. n. 164 del 2007, dando attuazione alla direttiva MIFID, ha profondamente e ulteriormente modificato la disciplina dei servizi di negoziazione sui mercati regolamentati, rispetto a quanto già fatto dal D.Lgs. n. 415 del 1996.

Il TU prevede (art. 25, 1° comma) che “sui **mercati regolamentati italiani** possono operare sia le SIM e le banche italiane, autorizzate dalla Consob e dalla Banca d'Italia a svolgere servizi di negoziazione, sia le imprese di investimento e le banche comunitarie, che siano state autorizzate a prestare tali servizi dalle autorità del paese d'origine.” L'armonizzazione delle norme sui mercati regolamentati e l'attuazione del principio del mutuo riconoscimento hanno reso necessario consentire l'accesso non solo alle imprese di investimento dei paesi della Comunità, ma anche alle banche che in quegli stessi paesi fossero state autorizzate a negoziare sui mercati regolamentati. Il che ha impedito che un diverso trattamento fosse adottato per le banche italiane.

Le Sim e le banche italiane autorizzate alla negoziazione possono naturalmente operare anche sui

mercati regolamentati degli altri paesi della comunità ed altresì in quelli extracomunitari riconosciuti dalla Consob.

Anche la regola della **concentrazione** delle negoziazioni dei titoli quotati (cioè che tali negoziazioni dovessero avvenire esclusivamente nei mercati regolamentati) è stata oggetto di una revisione profonda da parte del T.U., prima di essere eliminata dal D.Lgs. n. 164 del 2007. Tale decreto, dando attuazione alla direttiva MIFID, ha eliminato il potere della Consob di disporre la concentrazione nel mercato regolamentato delle negoziazioni aventi per oggetto titoli negoziati sullo stesso ed ha, anzi, previsto e disciplinato altri 2 modelli di negoziazione: quello che si realizza nei sistemi multilaterali di negoziazione e quello effettuato dagli internalizzatori sistematici. È stato così definitivamente cancellato l'obbligo di concentrazione.

Non solo, ma anche sotto il profilo dei soggetti che possono accedere ai mercati regolamentati, ha ampliato la platea di coloro che possono effettuare **negoziazione per proprio conto e esecuzione di ordini** sugli stessi stabilendo che possono accedere ai mercati regolamentati tenuto conto delle regole adottate dalla società di gestione, soggetti diversi (dalle imprese di investimento e dalle banche) se:

- a) soddisfano i requisiti di **onorabilità e professionalità**;
- b) dispongono di un livello sufficiente di competenza e capacità di negoziazione;
- c) dispongono di dispositivi organizzativi **adeguati**;
- d) dispongono di risorse sufficienti per il ruolo che devono svolgere.

Tali soggetti devono poi comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, al fine di assicurare l'integrità dei mercati (regole in realtà applicabili a tutti i soggetti ammessi a negoziare su un mercato regolamentato).

6.7 L'offerta fuori sede e a distanza

Le regole dettate per l'offerta fuori sede di strumenti finanziari trovano, in linea di principio, applicazione anche per l'offerta fuori sede di servizi di investimento e in particolare che la stessa deve avvenire tramite l'opera dei promotori finanziari.

Diverso è l'ambito di applicazione del diritto di recesso rispettivamente previsto per l'offerta di prodotti finanziari e per l'offerta di servizi di investimento, nel senso che, mentre con riferimento alla prima si riconosce sempre un diritto di recesso del risparmiatore sollecitato; per la seconda tale diritto è previsto solo "per l'offerta di servizi di gestione di portafogli" e non anche quando oggetto dell'offerta sia uno degli altri servizi di investimento.

Le imprese d'investimento e le banche possono effettuare l'offerta fuori sede di tutti i propri servizi d'investimento per i quali siano state autorizzate, mentre se intendono offrire fuori sede servizi prodotti da altri intermediari, possono farlo soltanto se sono state autorizzate a svolgere l'attività di collocamento prevista dall'art. 1 del T.U..

6.8. Sottoscrizione e collocamento di PF emessi da banche e da imprese di assicurazione

I servizi di investimento hanno necessariamente per oggetto strumenti finanziari e, quindi, non rientrano in tale nozione e non sono soggette alle relative discipline le attività che collochino, negozino o gestiscano prodotti finanziari che non siano anche strumenti finanziari.

A questa regola ha apportato un'eccezione l'art. 25-bis del T.U. n. 58 del 1998 introdotto dall'art. 11 della legge n. 262 del 2005. Questa norma stabilisce che gli artt. 21 (che detta i criteri generali per l'esercizio dei servizi di investimento) e 23 (che disciplina i relativi contratti) si applicano alla sottoscrizione e al collocamento di prodotti finanziari emessi da banche, nonché in quanto compatibili, da imprese di assicurazione (sono sottoposti alle stesse regole cui sono sottoposti tali servizi quando abbiano ad oggetto strumenti finanziari).

Il Regolamento Intermediari ha dato applicazione a tale norma ribadendo che alle banche si applicano le norme dettate per la prestazione dei servizi di investimento quando distribuiscano

propri prodotti finanziari anche quando procedono alla vendita degli stessi in fase di emissione. Lo stesso regolamento ha disciplinato la distribuzione di prodotti finanziari assicurativi da parte di soggetti abilitati all'intermediazione assicurativa, rendendo applicabile le norme dettate dallo stesso Regolamento per lo svolgimento dei servizi di investimento e precisando che l'intermediario deve fornire al contraente prima della sottoscrizione della proposta o del documento contrattuale informazioni relative ai propri vincoli proprietari che possono pregiudicarne l'**indipendenza** (partecipazione nell'impresa assicurativa), e alle caratteristiche del prodotto offerto.

La legge attribuisce poi alla Consob un potere di vigilanza sulle banche e sulle assicurazioni esclusivamente allo scopo di controllare che tali intermediari si attengano, nell'esercizio della loro attività, alle regole stabilite per lo svolgimento dei servizi d'investimento.

7. La vigilanza sull'esercizio dei servizi d'investimento

La prestazione dei servizi di investimento e i soggetti autorizzati ad effettuarla sono sottoposti a vigilanza pubblica.

Il Testo unico, nella stesura del 98, così definiva gli scopi della vigilanza sugli intermediari: “la vigilanza ha per scopo la trasparenza e la correttezza dei comportamenti e la sana e prudente gestione dei soggetti abilitati, avendo **riguardo** alla tutela degli investitori e alla stabilità, alla competitività e al buon funzionamento del sistema finanziario”. In altri termini, la vigilanza non era di tipo strutturale, ossia chiamata ad assicurare la struttura ottimale del mercato, ma aveva come scopo la sana e prudente gestione degli operatori (vigilanza prudenziale) e la correttezza e trasparenza dei comportamenti di questi ultimi.

Il D.Lgs. n. 164 del 2007, attuativo della direttiva MIFID, ha radicalmente modificato quella norma ed oggi gli scopi della vigilanza sono definiti dall'art.5, 1° comma (**finalità e destinatari della vigilanza**) nei seguenti termini: “la vigilanza sulle attività disciplinate dalla presente parte ha per obiettivi:

- a) la **salvaguardia** della **fiducia** nel sistema finanziario;
- b) la **tutela** degli investitori;
- c) la **stabilità** e il buon funzionamento del sistema finanziario;
- d) la **competitività** del sistema finanziario;
- e) l'**osservanza** delle disposizioni in materia finanziaria”.

È sparito ogni riferimento alla correttezza dei comportamenti e alla sana e prudente gestione e gli scopi vengono individuati nel perseguimento di interessi di carattere generale.

La competenza per la formulazione delle regole di vigilanze, viene ripartita, tra la Banca d'Italia e la Consob, per funzioni, almeno in linea di principio e nei limiti in cui tali funzioni possono effettivamente essere individuate e separate. Nel senso che alla Banca d'Italia viene attribuita la competenza per le regole di vigilanza prudenziale e in particolare per quanto riguarda il contenimento del rischio, la stabilità patrimoniale e la sana e prudente gestione degli intermediari, mentre alla Consob viene riservata la competenza per le regole di trasparenza e di correttezza dei comportamenti. In verità il legislatore è consapevole della difficoltà di tracciare un confine puntuale tra regole prudenziali e regole di trasparenza e correttezza, e pretende che le prime, pur essendo emanate dalla Banca d'Italia, vengano adottate sentita la Consob e che le seconde, formalmente riservate a provvedimenti della Consob, siano emanate sentita la Banca d'Italia. Non solo ma prevede che su certe materie le regole vengano dettate congiuntamente da Banca d'Italia e da Consob.

Così spetta alla Banca d'Italia, sentita la Consob, disciplinare con regolamento:

- a) l'adeguatezza patrimoniale, il contenimento del rischio nelle sue diverse configurazioni e le partecipazioni detenibili;
- b) gli obblighi dei soggetti abilitati in materia di modalità di deposito e di sub deposito degli strumenti finanziari e del denaro di pertinenza della clientela.

Mentre compete alla Consob, sentita la Banca d'Italia, disciplinare, sempre con regolamento, gli

obblighi in materia di trasparenza e di correttezza dei comportamenti, e nel fare ciò dovrà tener conto delle differenti esigenze di tutela degli investitori, in considerazione della qualità e dell'esperienza professionale dei medesimi.

È rimessa invece ad un regolamento congiunto di Banca d'Italia e Consob la disciplina di una serie importante di materie quali i requisiti generali di organizzazione, la continuità dell'attività, l'organizzazione amministrativa e contabile, le procedure, anche di controllo interno, per la corretta e trasparente prestazione dei servizi di investimento nonché della gestione collettiva del risparmio, la gestione dei conflitti di interesse ecc..

Le norme così dettate dalla Banca d'Italia e dalla Consob, e che costituiscono quella che la legge definisce vigilanza regolamentare, si applicano a tutti i soggetti che svolgono servizi di investimento e, in particolare, si applicano indifferentemente a Sim e a banche, sulla base del principio dell'indifferenza della disciplina nei confronti del soggetto che svolge una particolare attività.

Anche la ripartizione, tra la Banca d'Italia e la Consob, della concreta attività di controllo diretta a garantire l'osservanza delle regole di vigilanza avviene sulla base dello stesso criterio adottato per la ripartizione del loro potere regolamentare: ciascuna di esse vigila sull'osservanza delle disposizioni regolanti le materie di competenza, ossia sull'osservanza delle norme contenute nei regolamenti che ciascuna emana (la ripartizione non avviene per soggetti). Il fatto che sullo stesso operatore insista il controllo di due diverse autorità può determinare un'inutile duplicazione dei controlli e un ingiustificato incremento dei costi della regolamentazione e, proprio allo scopo di evitare questi inconvenienti, il legislatore ha stabilito che, nell'esercizio delle proprie funzioni di controllo, la Banca d'Italia 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. Anzi, stipulano un protocollo di intesa avente ad oggetto:

- a) i compiti di ciascuna e le modalità del loro svolgimento, secondo il criterio della prevalenza delle funzioni delle rispettive competenze;
- b) lo scambio di informazioni, anche con riferimento alle irregolarità rilevate e ai provvedimenti assunti nell'esercizio dell'attività di vigilanza.

Infine, nell'esercizio delle funzioni di **vigilanza regolamentare**, la banca d'Italia e la Consob osservano i seguenti principi:

- a) valorizzazione dell'autonomia decisionale dei soggetti abilitati;
- b) proporzionalità;
- c) salvaguardia della posizione competitiva dell'industria italiana;
- d) agevolazione dell'innovazione e della concorrenza..

Art 7: La Banca d'Italia e la Consob possono nei confronti dei soggetti abilitati:

- a) convocare gli amministratori, i sindaci e i dirigenti
- b) ordinare la convocazione degli organi collegiali
- c) convocare egli stessa gli organi, qualora gli organi competenti non abbiano ottemperato a quanto previsto dal comma b).

Per il concreto svolgimento delle proprie funzioni di controllo, sia la Banca d'Italia sia lo Consob, ciascuna per le materie di propria competenza, hanno poteri di vigilanza informativa ed ispettiva nei confronti sia delle Sim sia delle banche. Esse possono, infatti, chiedere la comunicazione di dati e notizie e la trasmissione di atti e documenti e possono esercitare tali poteri non solo presso le banche e le Sim, ma anche nei confronti della società incaricata della revisione legale dei loro conti e della certificazione dei loro bilanci. Inoltre, e con una norma ormai consueta nell'ambito del mercato finanziario, il collegio sindacale, sia della Sim sia della Banca, deve trasmettere ad entrambe le autorità di vigilanza i verbali che documentino l'accertata esistenza di irregolarità nella gestione societaria o nell'esercizio dell'attività di prestazione dei servizi di investimento.

La disciplina della vigilanza sulle imprese di investimento tiene conto della rilevanza che l'inserimento delle stesse nell'ambito di un gruppo può determinare sulla sana e prudente gestione delle medesime e sulla loro stabilità. E il Testo Unico si preoccupa di stabilire quali siano le relazioni di gruppo che assumono rilevanza nella disciplina della vigilanza prudenziale sulla Sim, nonché i contenuti della vigilanza sull'intero gruppo di appartenenza di quest'ultima. Vengono considerati facenti parte dello stesso gruppo cui appartiene la Sim, i soggetti che la controllano, i soggetti che ne sono controllati nonché quelli che sono controllati dallo stesso soggetto che controlla la Sim, nonché i soggetti che partecipano al capitale della Sim in misura pari almeno al 20% del capitale con diritto di voto o ne sono partecipati nella stessa misura. Nell'ambito del gruppo così definito, vengono sottoposti a vigilanza, regolamentare, informativa ed ispettiva, i soggetti che svolgono servizi di investimento, di gestione collettiva del risparmio o che esercitano attività alle stesse connesse o strumentali, intendendosi per tali quelle che hanno come oggetto l'assunzione di partecipazioni nonché quelle che svolgono una delle attività ammesse al mutuo riconoscimento in materia bancaria.

Il Testo Unico ha esplicitamente disciplinato la vigilanza regolamentare sul gruppo, facendo perno sul ruolo della società capogruppo; ruolo, quest'ultimo, che può essere assunto da una Sim, una SGR, ecc.. Nell'esercizio dei relativi poteri, la Banca d'Italia può impartire disposizioni ai soggetti finanziari ricompresi nel gruppo aventi ad oggetto le materie che rientrano nell'ambito di tale tipo di vigilanza, ossia quelle relative all'adeguatezza patrimoniale, al contenimento del rischio, alle partecipazioni detenibili, all'organizzazione amministrativa e ai controlli interni. La capogruppo poi nell'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento emana disposizioni alle componenti del gruppo di natura finanziaria per l'esecuzione delle istruzioni impartite dalla Banca d'Italia (interlocutore primario è quindi la Banca d'Italia).

Sia i poteri di vigilanza informativa, sia quelli di vigilanza regolamentare possono essere esercitati anche nei confronti delle imprese d'investimento comunitarie, nel presupposto che le norme di vigilanza abbiano una diretta incidenza sui rapporti con i clienti e, quindi, rientrino nella competenza del paese ospitante (è certamente vero per le regole di trasparenza e di correttezza dei comportamenti, può essere dubbio per alcune regole di vigilanza prudenziale).

7. La vigilanza prudenziale delle SIM

Il fatto che sulle banche insista già una vigilanza prudenziale che tende a contenere i rischi e ad assicurare la stabilità patrimoniale ha finito per rendere superflua la previsione di un corpo autonomo di norme dirette a conseguire i medesimi obiettivi: l'esercizio da parte della banca di servizi di investimento incide unicamente sui coefficienti patrimoniali che già alla stessa si applicano e che sono parametrati sui rischi connessi all'esercizio dell'attività bancaria. Non è così invece per le Sim: il legislatore ha previsto norme prudenziali specifiche, rimettendone per altro la concreta determinazione al potere regolamentare della Banca d'Italia e della Consob.

Tra le norme di vigilanza prudenziale dettate per le SIM possono distinguersi le regole più strettamente afferenti l'adeguatezza patrimoniale, il contenimento del rischio e le partecipazioni detenibili e quelle dirette ad assicurare l'adeguatezza dell'organizzazione amministrativa e contabile e dei controlli interni.

Nell'ambito del primo gruppo di norme rientrano anche quelle che prevedono un capitale versato minimo per le Sim; il Regolamento n. 1097 del 2007 della Banca d'Italia, correlando tale capitale minimo alla rischiosità insita nel servizio di investimento per il quale viene chiesta l'autorizzazione, ha stabilito che lo stesso sia:

- a) di 120.000 euro per le Sim che intendono prestare esclusivamente il servizio di consulenza purché non assumano rischi in proprio;
- b) di 385.000 euro per le Sim che intendono svolgere, anche congiuntamente, i servizi di collocamento senza preventiva sottoscrizione o acquisto a fermo ovvero assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente, gestione su base individuale di portafogli di investimento per conto terzi ecc., a condizione che le Sim non detengano, neanche in via

temporanea, le disponibilità liquide e gli strumenti finanziari della clientela e l'attività sia svolta senza assunzione di rischi da parte delle Sim;

- c) di 1.000.000 di euro per le Sim che intendano svolgere, anche congiuntamente, i predetti servizi in mancanza delle condizioni appena indicate nonché per le Sim che intendano svolgere i servizi di collocamento con preventiva sottoscrizione o acquisto a fermo ovvero assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente e quelli di negoziazione per conto proprio o per conto terzi.

Per quanto riguarda le regole relative alle partecipazioni detenibili, il Regolamento 4 agosto del 2000 della Banca d'Italia consente alle Sim di assumere partecipazioni anche di maggioranza in banche, in società finanziarie (altre Sim e altre imprese di investimento comunitarie ed extracomunitarie, SGR ecc.). Il Regolamento vieta invece alle Sim di assumere partecipazioni superiori al 15% del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto o che, comunque, assicurino il controllo in società non finanziarie, per evitare che venga aggirato il principio della esclusività dell'oggetto sociale ed anche per ribadire il principio di separatezza tra finanza e industria.

Per quanto concerne l'**adeguatezza dell'organizzazione amministrativa e contabile**, e, in attuazione a quanto previsto dall'art. 6, comma 2°-bis del T.U.F., la Banca d'Italia e la Consob, con regolamento congiunto adottato nel 2007, hanno fissato le regole di organizzazione che debbono essere adottate dalle società di intermediazione mobiliare e dalle banche "limitatamente alla prestazione dei servizi di investimento". Vediamo i principi generali dettati in materia di organizzazione:

1. gli intermediari si dotano di un'organizzazione volta ad assicurare la sana e prudente gestione, il contenimento del rischio e la stabilità patrimoniale.
2. A tal fine, gli intermediari, nell'esercizio dei servizi adottano, applicano e mantengono:
 - a) solidi dispositivi di governo societario;
 - b) un efficace sistema di gestione del rischio dell'impresa;
 - c) misure che assicurino che i soggetti rilevanti conoscano le procedure da seguire per il corretto esercizio delle proprie responsabilità;
 - d) idonei meccanismi di **controllo interno**;
 - e) politiche e procedure volte ad assicurare che il personale sia provvisto delle qualifiche, delle conoscenze e delle competenze necessarie per l'esercizio delle responsabilità loro attribuite;
 - f) a tutti i livelli pertinenti, un sistema efficace di segnalazione interna e di comunicazione delle informazioni;
 - g) procedure e sistemi idonei a tutelare la sicurezza, l'integrità e la riservatezza delle informazioni, tenendo conto della natura delle informazioni medesime;
 - h) politiche, sistemi, risorse e procedure per la **continuità** e la regolarità dei servizi.

Il Regolamento in questione dedica particolare attenzione alle regole organizzative degli intermediari anche, se non soprattutto, a tutela degli interessi degli investitori. In questa prospettiva vanno collocate le norme che impongono regole organizzative per l'identificazione e la gestione dei conflitti di interesse. Così, dopo aver stabilito che gli intermediari adottano ogni misura ragionevole per identificare i conflitti di interesse, lo stesso Regolamento individua una serie di ipotesi in cui tale conflitto deve considerarsi esistente, ossia quando lo stesso intermediario o un soggetto allo stesso legato da un rapporto di controllo, e un componente degli organi aziendali o dipendenti dello stesso:

- a) possano realizzare un guadagno finanziario o evitare una perdita 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 o possano ricevere da una persona diversa dal cliente, in relazione con il servizio a questi prestatore, un incentivo diverso dalle commissioni o dalle competenze normalmente percepite per tale servizio.

Le politiche di gestione dei conflitti deve comportare l'adozione di 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;
- b) garantire la vigilanza separata dei soggetti rilevanti le cui principali funzioni coinvolgono interessi potenzialmente in conflitto con quelli del cliente;
- c) eliminare ogni relazione diretta tra le retribuzioni dei soggetti rilevanti che esercitano in modo prevalente attività idonee a generare situazioni di potenziale conflitto di interesse;
- 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.

Sono strumenti indiretti di vigilanza regolamentare le norme che disciplinano l'assunzione di partecipazioni in una Sim. In sede di autorizzazione la Consob deve verificare l'esistenza dei requisiti di onorabilità dei titolari di partecipazioni rilevanti (superiori al 5% del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto) e può negare tale autorizzazione se la qualifica degli stessi appare di impedimento ad una sana e prudente gestione della società. Anche la circolazione delle partecipazioni rilevanti è sottoposta a controllo; più esattamente, chiunque, a qualsiasi titolo, intenda acquisire o cedere, direttamente o indirettamente, una partecipazione rilevante nel capitale di una Sim, deve darne preventiva comunicazione alla Banca d'Italia. Quest'ultima, entro 90 giorni dalla comunicazione, può vietare l'acquisizione delle partecipazioni quando ritenga che il potenziale acquirente non sia idoneo ad assicurare una gestione sana e prudente della società o a consentire l'effettivo esercizio della vigilanza

9. La disciplina della crisi delle imprese d'investimento

L'ordinamento non prevede alcuna disciplina particolare per la crisi di una banca autorizzata a svolgere servizi di investimento, in quanto la stessa rimarrà sottoposta alle norme dettate dal Testo Unico bancario per la generalità degli enti creditizi. Il legislatore ha invece dettato una disciplina speciale per le società di intermediazione mobiliare.

In caso di violazione delle disposizioni da parte di SIM, imprese d'investimento, SGR, SICAV e banche autorizzate all'esercizio di servizi d'investimento in Italia, la Banca d'Italia o la Consob, nell'ambito delle **rispettive** competenze, possono **ordinare** alle stesse di porre fine a tali irregolarità (art. 51).

Nell'ipotesi in cui risultino gravi irregolarità nell'amministrazione ovvero gravi violazioni delle disposizioni legislative, amministrative o statutarie, e ricorrano situazioni di pericolo per i clienti o per i mercati, il presidente della Consob può disporre, in via d'urgenza, la sospensione degli organi di amministrazione delle Sim e procedere alla nomina di un commissario che ne assume la gestione (art. 53).

Il provvedimento cautelare in esame può essere adottato anche nei confronti delle imprese di investimento extracomunitarie, ma non anche nei confronti di quelle comunitarie. A queste ultime, per altro, sia la Banca d'Italia sia la Consob possono ordinare di porre termine alle irregolarità o alle violazioni di norme nelle quali siano incorse, dandone comunicazione all'autorità di vigilanza del paese di origine per l'assunzione dei provvedimenti necessari. Nell'ipotesi in cui questi non vengano adottati o vengano giudicati non adeguati, l'autorità di vigilanza italiana che ha avviato il procedimento può vietare all'impresa di investimento di intraprendere nuove operazioni e può

anche imporre la chiusura della succursale italiana (se violazione delle norme nei rapporti con i clienti o irregolarità che pregiudicano gli interessi degli investitori e il buon funzionamento dei mercati) (art. 52).

Il Ministro dell'economia e delle finanze, su proposta della Banca d'Italia o della Consob, può sottoporre ad amministrazione straordinaria una Sim con **scioglimento** degli organi amministrativi e di controllo:

- a) quando risultano **gravi irregolarità** nell'amministrazione ovvero **gravi violazioni** delle disposizioni legislative, amministrative e statutarie che ne regolano l'attività;
- b) quando siano previste **gravi perdite del patrimonio**;
- c) quando lo **scioglimento** sia richiesto con **istanza motivata** degli organi amministrativi o dall'assemblea straordinaria della Sim o dal commissario provvisorio nominato dal presidente della Consob in via cautelare.

La direzione della procedura, anche quando sia stata aperta su proposta della Consob, è riservata alla Banca d'Italia

Nell'ipotesi in cui le **irregolarità** o le **violazioni** siano di **eccezionale gravità**, il Ministero dell'economia e delle finanze, su proposta della Banca d'Italia o della Consob, può disporre la **liquidazione coatta amministrativa** della Sim.

Il rilascio dell'autorizzazione alla prestazione dei servizi di investimento è **subordinato** alla adesione ad un sistema di indennizzo a tutela degli investitori riconosciuto dal Ministero dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob. Tale sistema di indennizzo è finanziato dagli stessi operatori e allo stesso possono aderire anche le succursali delle imprese di investimento e delle banche comunitarie, al fine di integrare la tutela offerta dal sistema di indennizzo del paese di origine, limitatamente all'attività svolta in Italia, e ciò allo scopo di evitare che un più alto grado di protezione offerto da un sistema di indennizzo riconosciuto in Italia possa costituire uno strumento in grado di falsare la concorrenza fra Sim e banche italiane, da un lato, e imprese di investimento e banche comunitarie, dall'altro.

Quindi, la tutela delle ragioni degli investitori è assicurata non soltanto dalle norme di vigilanza prudenziale alle quali devono uniformarsi le Sim e le banche che svolgono servizi di investimento, ma anche dalla adesione di queste ad un sistema, mutualistico o assicurativo, che consenta di offrire agli investitori una protezione ulteriore, e più esattamente un indennizzo, nell'ipotesi in cui la Sim o la banca si rivelino incapaci di soddisfare le ragioni di credito o il diritto alla restituzione dei clienti.

Nel 98 il Ministro dell'economia e delle finanze ha approvato lo statuto e il regolamento operativo del **fondo nazionale di garanzia** per la tutela dei crediti vantati dai clienti nei confronti delle società di intermediazione mobiliare e degli altri soggetti autorizzati a svolgere tale attività. Il fondo è dotato di personalità giuridica privata, struttura associativa e funzione consortile. La copertura finanziaria delle spese di funzionamento e degli interventi a favore dei clienti è assicurata dai contributi degli aderenti calcolati con riferimento alla dimensione dell'attività. Esso non interviene per il risanamento di imprese d'investimento in crisi, ma solo per indennizzare i clienti in costanza di liquidazione coatta.

V - GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI

1) investitori istituzionali e organismi di investimento collettivo del risparmio

Gli investitori istituzionali di mercato mobiliare si caratterizzano per una **gestione in monte** del risparmio raccolto ed investito in strumenti finanziari, che si contrappone alla gestione individuale di portafogli di investimento che viene considerata un "servizio d'investimento". E mentre nelle

gestioni in monte il singolo risparmiatore è proprietario di una frazione di un patrimonio comune, nelle gestioni personalizzate non vi è alcuna comunicazione tra i portafogli di investimento dei vari risparmiatori gestiti.

Le gestioni in monte possono anche riguardare operazioni d'investimento in beni diversi dagli strumenti finanziari, come ad es. investimenti in crediti, in altri beni mobili o anche in beni immobili. Il legislatore ha preso atto di questa possibilità e ha disciplinato la gestione in monte anche quando non abbia per oggetto come oggetto l'investimento in strumenti finanziari; difatti, il lo stesso definisce la **gestione collettiva del risparmio come** identificandola nel servizio che si realizza attraverso:

1. la promozione, istituzione e organizzazione di fondi comuni d'investimento e l'amministrazione dei rapporti con i partecipanti
2. la gestione del patrimonio di **OICR** (cioè fondi comuni di investimento e SICAV), di propria o altrui istituzione, mediante l'investimento avente ad oggetto strumenti finanziari, crediti o altri beni mobili o immobili.

Il legislatore definisce **Fondo comune d'investimento** “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”, indipendentemente dal fatto che l'investimento debba avvenire in strumenti finanziari o in altri beni. Analogamente individua le **SICAV** nelle società aventi per oggetto esclusivo l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante offerta al pubblico di proprie azioni, indipendentemente dai beni nei quali viene investito il risparmio così raccolto. Il che consente anche di precisare che la nozione di **OICR (organismo d'investimento collettivo del risparmio)** che individua ogni singolo fondo comune e SICAV, è più ampia della nozione di **OICVM (organismo di investimento collettivo in valori mobiliari)** presa in considerazione della direttiva sul mutuo riconoscimento degli organismi di investimento collettivo, dal momento che quest'ultima assume come elemento essenziale il fatto che l'investimento avvenga in valori mobiliari e che il fondo sia aperto (esclusione dei fondi pensione, fondi immobiliari e, ovviamente dei fondi chiusi).

Il legislatore riserva la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio alle “società di gestione del risparmio (SGR)” e alle “società d'investimento a capitale variabile (SICAV)”, con esclusione quindi sia delle imprese d'investimento sia delle banche.

Impone inoltre la distinzione nell'ambito delle società di gestione del risparmio fra quelle:

- **Armonizzate**; cioè disciplinate in conformità con le direttive comunitarie, e quindi titolari del diritto al mutuo riconoscimento, le quali possono svolgere entrambi i tipi di gestione collettiva, cioè sia la promozione, istituzione ed organizzazione di fondi comuni, sia la gestione dei relativi patrimoni.
- **Non armonizzate**; che possono soltanto promuovere, istituire ed organizzare fondi d'investimento, ma non anche gestire i relativi patrimoni.

2) La società di gestione del risparmio

La disciplina della società di gestione del risparmio (SGR) rappresenta un'importante innovazione introdotta, nell'ordinamento degli investitori istituzionali, dal T.U. n. 58 del 1998. E il carattere innovativo di questa disciplina si coglie almeno sotto due profili: quello della tecnica legislativa e quello dell'ambito operativo dei gestori in monte. Sotto il primo profilo, seguendo principi di despecializzazione legislativa di questa categoria di investitori istituzionali e di appropriate forme di delegificazione, il Testo Unico ha previsto un modello organizzativo unitario minimo, demandando la disciplina delle modalità della gestione ad un regolamento del Ministro dell'economia e delle finanze, da emanarsi sentite la Banca d'Italia e la Consob, e la disciplina della vigilanza ad un regolamento della Banca d'Italia, adottato sentita la Consob. Il legislatore si limita a ribadire la

struttura trilaterale del fondo, imperniata sulla società di gestione, sulla banca depositaria e sui diritti, essenzialmente all'informazione e alla liquidazione delle quote, dei partecipanti; la restante disciplina dei fondi è rimessa alla norma regolamentare e, nell'ambito fissato da questa, all'autonomia privata.

Sotto il secondo profilo il T.U. consente alle SGR non solo di promuovere e gestire fondi comuni propri, ma anche di:

- a) prestare il servizio di gestione su base individuale di portafogli d'investimento per conto terzi;
- b) gestire fondi comuni istituiti da altre società di gestione;
- c) istituire e gestire fondi pensione;
- d) gestire patrimoni di SICAV;
- e) esercitare per delega l'attività di gestione di portafogli di investimento di altre imprese di investimento o di altre società di gestione del risparmio; non solo ma il Testo Unico consente che la società di gestione del risparmio possa esercitare anche il solo servizio di gestione su base individuale di portafogli di investimento.

Più in generale è stata disegnata la figura del gestore unico, ossia di un intermediario che può esercitare, ad un tempo, sia gestioni in monte sia gestioni personalizzate, pur rimanendo distinte le discipline previste per l'esercizio delle due diverse attività.

Art 34 comma 1: La Banca d'Italia, sentita la Consob, autorizza l'esercizio del servizio di gestione collettiva del risparmio e di quello di gestione di portafogli d'investimento su base individuale; tale autorizzazione, cui è subordinato l'esercizio dell'attività ma non la costituzione della società, è dovuta quando:

- a) sia adottata la forma di società per azioni;
- b) la sede legale e la direzione generale situate nel territorio della repubblica;
- c) il capitale sociale versato sia di ammontare non inferiore a quello determinato dalla Banca d'Italia, individuato in 1.000.000 euro;
- d) i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo siano provvisti dei requisiti di professionalità, indipendenza e onorabilità e i partecipanti al capitale di quelli di onorabilità indicati dal Ministro dell'economia e delle finanze;
- e) la **struttura del gruppo** di cui è parte la società non sia tale da pregiudicare l'effettivo esercizio della vigilanza sulla società stessa;
- f) venga presentato, unitamente all'atto costitutivo e allo statuto, un **programma concernente l'attività iniziale e la relazione sulla struttura organizzativa**;
- g) la **denominazione sociale** contenga la parola SGR.

L'autorizzazione è **negata** quando dalla verifica delle condizioni appena indicate non risulta garantita la sana e prudente gestione.

Le SGR sono iscritte in un **albo** tenuto dalla Banca d'Italia, con separata indicazione delle società di gestione armonizzate. Sulle stesse insiste la vigilanza della Banca d'Italia, per quanto concerne i profili di contenimento del rischio e di stabilità patrimoniale e di sana e prudente gestione, e della Consob, per quanto attiene alla trasparenza e alla correttezza dei comportamenti. Nella nostra analisi partiamo da quest'ultime.

Dobbiamo innanzitutto ricordare che il collocamento presso il pubblico di quote di fondi comuni da parte di una società di gestione del risparmio costituisce una forma di offerta al pubblico di prodotti finanziari e alla stessa, pertanto, si applicano le norme generali dettate per questo tipo di appello al pubblico risparmio. Il Regolamento Intermediari impone poi alle società di gestione particolari doveri di comportamento (non molto diversi da quelli prescritti per la prestazione di servizi d'investimento); in particolare, la società di gestione, nello svolgimento del servizio di gestione collettiva del risparmio, deve, nell'interesse dei partecipanti agli organismi di investimento collettivo e dell'integrità del mercato mobiliare:

- operare in modo indipendente e coerente con i principi e le regole generali del Testo Unico e

nel rispetto degli obiettivi d'investimento indicati nel prospetto informativo degli OICR gestiti;

- astenersi da ogni comportamento che possa avvantaggiare un patrimonio gestito a danno di un altro;
- acquisire un'**adeguata conoscenza** degli strumenti finanziari, dei beni e degli altri valori in cui è possibile investire il patrimonio gestito;
- operare al fine di contenere i costi a carico degli OICR gestiti e di ottenere dal servizio svolto il miglior risultato possibile;
- **vigilare** per l'individuazione dei conflitti d'interesse (possono effettuare operazioni in cui hanno direttamente o indirettamente un interesse in conflitto, a condizione che sia assicurato un **equo trattamento** ai vari fondi gestiti)

- Una SGR può limitarsi a istituire e organizzare un fondo comune ed amministrare i rapporti con i partecipanti, delegando ad un'altra SGR la gestione del medesimo fondo. Il Regolamento congiunto emanato da Banca d'Italia e Consob nel 2007 (art. 34) precisa i limiti e le modalità organizzative che in questa ipotesi debbono essere adottate. La **SGR promotore** predispone adeguati processi per:

- a) una efficiente gestione amministrativa dei rapporti con i partecipanti ai fondi;
- b) tempestivo e costante scambio di informazioni con:
 - i. le proprie strutture di commercializzazione, gli intermediari incaricati del collocamento e la banca depositaria, al fine di garantire elevati standard di sicurezza e celerità nella trasmissione delle documentazioni e dei mezzi di pagamento relativi alle operazioni di investimento/disinvestimento disposte dai partecipanti;
 - ii. la SGR gestore, per garantire alla medesima la costante conoscenza dei flussi finanziari derivanti dalle operazioni di entrata e di uscita e per ricevere i dati concernenti la valorizzazione delle quote.

A sua volta, la **SGR gestore** predispone adeguati processi per un tempestivo e costante scambio di informazioni con:

- a) la banca depositaria, al fine di consentirle la tempestiva conoscenza dei dati per l'espletamento delle funzioni di propria competenza;
- b) la SGR promotore, per fornire alla stessa i dati concernenti la composizione del patrimonio dei fondi ed il relativo valore, il profilo di rischio delle scelte d'investimento effettuate.

La **SGR gestore** e la **SGR promotore** devono stipulare una convenzione secondo la quale la delega;

- a) non implica alcun esonero o limitazione di responsabilità delle società stipulanti;
- b) ha un contenuto conforme agli obiettivi, alle politiche di investimento e al profilo di rischio dei fondi;
- c) è formulata in maniera tale da assicurare il rispetto delle disposizioni in materia di conflitti d'interesse con riferimento alla società promotrice e alla società che svolge la gestione;
- d) fornisce indicazioni in merito alla società alla quale spetta l'esercizio dei diritti di intervento e di voto in assemblea inerenti agli strumenti finanziari di pertinenza degli OICR gestiti.

Accanto alla delega della gestione di un fondo nel suo complesso, l'ordinamento (art. 33 del Regolamento congiunto) prevede anche la possibilità di deleghe limitate: in particolare si prevede che le società di gestione del risparmio possano affidare, relativamente agli OICR da esse gestiti, con apposito contratto scritto, ad altre società di gestione del risparmio o a intermediari autorizzati alla prestazione del servizio di gestione su base individuale di portafogli di investimento, specifiche scelte di investimento.

Per quanto concerne le regole prudenziali, le società di gestione devono avere un capitale minimo versato di almeno 1 milione di euro; esse devono poi possedere un patrimonio di vigilanza determinato in funzione del tipo di fondo gestito e dalla dimensione dello stesso. Le società di

gestione possono liberamente assumere partecipazioni nel settore bancario, finanziario ed assicurativo, ma non in società che operano in settori non finanziari.

Banca d'Italia e Consob esercitano i relativi poteri di vigilanza ispettiva e informativa, di contenuto identico a quello dei poteri loro attribuiti sulle SIM, per le materie di competenza.

Nei confronti delle SGR possono essere assunti gli stessi provvedimenti ingiuntivi e cautelari validi per le SIM, e come quest'ultime possono essere sottoposte ad amministrazione straordinaria e a liquidazione coatta amministrativa nelle ipotesi in cui le stesse possono esserlo.

3) I fondi comuni di investimento

3.1 Premesse:

Il Testo Unico si limita a fissare le linee guida della disciplina dei fondi comuni d'investimento, lasciando ad un Regolamento del Ministro dell'economia e delle finanze la tipizzazione dei fondi. Lo stesso Regolamento precisa che il patrimonio del fondo, oltre che in strumenti finanziari, quotati e non quotati può essere investito in: "depositi bancari di denaro, beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari", "crediti e titoli rappresentativi di crediti", e "in altri beni per i quali esiste un mercato e che abbiano un valore determinabile con certezza con una periodicità almeno semestrale" (art. 4 comma 2). Naturalmente, la natura dei beni nei quali può essere investito il patrimonio del fondo incide sui criteri e sui vincoli ai quali deve attenersi la società di gestione nella sua attività di investimento del patrimonio raccolto e sulle norme prudenziali di contenimento e di frazionamento del rischio fissate dalla Banca d'Italia. Un secondo elemento che incide sulla disciplina del fondo è rappresentata dalla sua natura di fondo aperto o chiuso, ma lo vediamo meglio dopo.

Al di là di queste innegabili differenze, i fondi comuni di investimento presentano alcune caratteristiche economiche e giuridiche comuni che la disciplina esplica o, quanto meno, presuppone.

Il modello organizzativo adottato dal legislatore prevede che, pur essendo la gestione del fondo svolta a rischio dei partecipanti al fondo, questi ultimi siano privi di qualunque potere gestorio, essendo ogni decisione rimessa esclusivamente alla società di gestione del fondo. Inoltre l'esecuzione delle operazioni e la custodia degli strumenti finanziari e del denaro ricompresi nel fondo debbono essere necessariamente affidate ad una banca. I partecipanti hanno solo il diritto di essere informati sull'andamento della gestione e trovano la loro principale tutela nel diritto alla liquidazione della loro quota di partecipazione al fondo.

Il modello trilaterale organizzativo dei fondi comuni d'investimento fa perno su 3 elementi portanti: la SGR, la banca depositaria e i partecipanti. La disciplina dei fondi è la disciplina dei rapporti fra queste 3 soggetti o categorie di soggetti. Su questi rapporti si innesta poi la vigilanza pubblica (di Consob e BI).

Naturalmente il punto di riferimento di questi rapporti è l'insieme delle risorse apportate dai partecipanti e i beni nei quali quelle risorse sono investite. Aspetto importante è la condizione giuridica di tali beni che sotto il profilo patrimoniale appartengono ai partecipanti, ma che, sotto il profilo del potere di amministrazione e di disposizione, sono sottratti a questi ultimi; inoltre, costituiscono, per espresso disposto legislativo, un patrimonio autonomo e distinto ad ogni effetto sia dal patrimonio della società di gestione sia dai patrimoni dei singoli partecipanti.

3.2 l'Istituzione del fondo comune

La società di gestione, nel momento in cui decide di istituire un fondo comune, ne delibera il

regolamento. 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 (art. 39 1° comma). Tale regolamento deve essere approvato dalla Banca d'Italia, come debbono essere approvate le sue eventuali modificazioni (silenzio = assenso).

Soltanto dopo l'approvazione del regolamento la società di gestione potrà procedere alla raccolta del risparmio fra il pubblico attraverso il contestuale collocamento dei documenti rappresentativi delle partecipazioni al fondo (certificati di partecipazione). Tale collocamento deve rispettare le norme dettate per l'offerta al pubblico di prodotti finanziari.

Il regolamento è un atto di diritto privato, anche se la Banca d'Italia, sentita la Consob, né determina i criteri generali, nonché il contenuto minimo, e individua il contenuto del rapporto contrattuale di partecipazione che lega il partecipante alla società di gestione.

Il regolamento stabilisce in particolare:

- a) la **denominazione** e la **durata** del fondo;
- b) le modalità di partecipazione al fondo, i termini e le modalità di **emissione** e di **estinzione** dei certificati e della sottoscrizione e del **rimborso** delle quote nonché le modalità di **liquidazione** del fondo;
- c) gli organi competenti per la scelta degli investimenti e i criteri di ripartizione degli investimenti medesimi;
- d) il tipo di beni, di strumenti finanziari e di altri valori in cui è possibile investire il patrimonio del fondo.
- e) criteri relativi alla determinazione dei proventi e dei risultati della gestione nonché le eventuali modalità di ripartizione e distribuzione dei medesimi;
- f) le spese a carico del fondo e quelle a carico della società di gestione del risparmio;
- g) la misura o i criteri per la determinazione delle provvigioni spettanti alla SGR e degli oneri a carico dei partecipanti;
- h) le modalità di pubblicità del valore delle quote di partecipazione (valore del fondo in un determinato momento diviso per il numero delle quote in circolazione in quello stesso momento).

3.3 La gestione del fondo

Il fondo comune è gestito dalla società di gestione che lo ha istituito (anche se tale gestione può essere affidata ad altra società di gestione). L'attività della società di gestione ricomprende ogni atto, anche di disposizione, che sia utile alla valorizzazione del fondo e che non sia precluso dalle norme legislative e di vigilanza o dalle clausole del regolamento (investe nei beni indicati dal regolamento le somme versate dai partecipanti e provvede, nell'interesse dei medesimi, alle vendite e alle attività di amministrazione ritenute più opportune alla valorizzazione del fondo, nonché alla distribuzione ai partecipanti dei proventi della gestione).

La società compie le operazioni di gestione in **nome proprio** ed è quindi **intestataria** dei beni nei quali vengono investite le risorse dei partecipanti; in particolare, per quanto riguarda le azioni, legittimata ad esercitare i diritti incorporati nei titoli è solo la società di gestione, mentre la titolarità del diritto appartiene al fondo. Per le azioni delle quali è intestataria, la società di gestione "provvede, nell'interesse dei partecipanti, all'esercizio dei diritti di voto"; nell'ipotesi in cui il gestore sia diverso dalla società che ha istituito il fondo (società promotrice) l'esercizio dei diritti di voto spetta al gestore, salvo patto contrario (cioè le parti possono convenire che a votare sia la società promotrice). Nell'ipotesi in cui il gestore fosse intestatario delle azioni e il voto spettasse, per regolamento, alla società promotrice sarebbe necessario che il gestore ponesse quest'ultima nella condizione di poter esercitare il diritto di voto, magari sulla base di una delega (grande libertà lasciata all'autonomia privata in virtù del fatto che i due soggetti debbono attenersi alle stesse regole, ed in particolare il voto deve essere esercitato nell'interesse dei partecipanti). Anche per

l'esercizio del diritto di voto vale la regola che sancisce la responsabilità solidale, nei confronti dei partecipanti, della società promotrice e del gestore.

Il Testo Unico ha così preso posizione nei confronti delle tesi secondo le quali le società di gestione del fondo dovrebbero esprimere la propria valutazione sulla gestione delle società delle quali detengono azioni semplicemente conservando o vendendo azioni. Esse possono svolgere anche un'importante funzione di monitoraggio interno sulla gestione, per altro da posizioni di minoranza, dal momento che la necessità di diversificare gli investimenti, che rappresenta la ragione economica dei fondi, impedisce loro l'acquisizione di partecipazioni di controllo, come tali contrarie al principio di separatezza che caratterizza la relazione fra investitori istituzionali e imprese.

3.4 La banca depositaria

- Allo scopo di contrastare eventuali **comportamenti fraudolenti**, il legislatore impedisce alla società di gestione di avere la **detenzione** materiale delle somme di denaro e degli strumenti finanziari, ma non anche degli altri beni che concorrono a costituire il fondo comune, e impone che la custodia sia affidata ad una **banca** (appunto la banca depositaria). Quest'ultima, oltre ad avere la custodia di tutte le risorse del fondo, deve svolgere importanti funzioni di controllo sull'attività della società di gestione, anche quando concerne beni dei quali non debba avere la custodia, senza per altro potersi mai sostituire a quest'ultima nelle relative scelte di investimento o disinvestimento. Più esattamente la banca depositaria, nell'esercizio delle proprie funzioni:

- a) accerta la **legittimità** delle operazioni di emissione e rimborso delle quote del fondo, nonché la **destinazione** dei redditi del fondo;
- a-bis) accerta la **correttezza** del calcolo del valore delle quote, o, su incarico della SGR, provvede essa stessa a tale calcolo;
- b) accerta che nelle operazioni relative al fondo la **controprestazione** sia ad essa rimessa nei termini d'uso;
- c) esegue le istruzioni della società di gestione del risparmio se **non sono contrarie** alla legge, al regolamento o alle prescrizioni degli organi di vigilanza (art. 38, 1° comma)

In ossequio alle norme regolamentari dettate dalla Banca d'Italia, l'assunzione dell'incarico di banca depositaria è subordinata al rispetto delle seguenti condizioni:

- a) la banca deve essere una banca italiana o succursale di una banca comunitaria;
- b) l'ammontare del patrimonio di vigilanza non deve essere inferiore a 100.000.000 euro;
- c) l'assetto organizzativo deve essere idoneo a garantire l'efficiente e corretto adempimento dei compiti ad essa affidati;
- d) la banca deve aver maturato un'esperienza adeguata all'incarico da assumere.

La banca depositaria, nell'esercizio delle sue funzioni, deve agire "in modo indipendente e nell'interesse dei partecipanti", essa risponde "nei confronti della SGR e dei partecipanti al fondo di ogni pregiudizio da essi subito in conseguenza dell'inadempimento dei propri obblighi". Tale responsabilità deve probabilmente considerarsi contrattuale non solo nei confronti della società di gestione del risparmio, ma anche nei confronti dei partecipanti. È ben vero, infatti, che una convenzione esiste solo tra la società di gestione e banca depositaria, e non anche fra quest'ultima e i partecipanti, ma sembra ragionevole che quella convenzione sia stipulata anche a favore dei partecipanti, con la conseguente natura contrattuale della relativa responsabilità.

La banca depositaria è anche un momento dell'organizzazione di vigilanza pubblica sui fondi e sulle società di gestione. Difatti, gli amministratori e i sindaci della banca depositaria riferiscono senza **ritardo** alla Banca d'Italia e alla Consob, ciascuna per le proprie competenze, sulle **irregolarità** riscontrate nell'amministrazione della società di gestione del risparmio e nella gestione dei fondi comuni

3.5 Contabilità e pubblicità del fondo

Per il fondo sono previste forme di contabilità e pubblicità specifiche diverse da quelle imposte alla società di gestione dal diritto societario. Più esattamente, la società di gestione deve tenere il **libro giornale del fondo** comune (nel quale vanno annotate, giorno per giorno, le operazioni di emissione e rimborso delle quote, nonché le operazioni relative alla gestione) e redigere:

- a) un rendiconto annuale della gestione accompagnato dalla relazione degli amministratori;
- b) una relazione semestrale relativa all'andamento della gestione;
- c) un prospetto indicante il valore unitario delle quote di partecipazione e il valore complessivo del fondo.

La contabilità del fondo è soggetta a revisione, mentre il **rendiconto annuale** è sottoposto al giudizio di una società di revisione iscritta nell'albo Consob.

Il rendiconto, la relazione ed il prospetto sono tenuti a disposizione del pubblico presso la sede della società di gestione (non sono sottoposti all'approvazione da parte dell'assemblea della società di gestione né tanto meno dei partecipanti).

3.6 I diritti dei partecipanti

L'acquisto di una quota di partecipazione attribuisce all'acquirente la condizione di partecipante al fondo, ossia di parte nel rapporto, di partecipazione al fondo, che lega ciascun partecipante alla società di gestione. Il contratto così concluso attribuisce al partecipante il diritto a veder investire, secondo le regole stabilite dalla legge, dal regolamento e dalle prescrizioni di vigilanza, le somme versate, nonché il diritto alla restituzione di una somma di denaro pari alla frazione del valore del fondo rappresentata dal numero delle quote che lo stesso abbia acquistato o sottoscritto.

La legge e ancor prima le caratteristiche dell'operazione escludono ogni **organizzazione di gruppo** tra i partecipanti; ognuno di essi ha un rapporto personale e diretto con la società di gestione e non ha alcun rapporto con gli altri partecipanti; fra i partecipanti e la società di gestione corre un fascio di rapporti identici e non un rapporto collettivo.

I partecipanti non hanno alcun diritto c.d. amministrativo, ossia non possono dare istruzioni alla società di gestione, non possono impedire alcuna delle scelte che questa intenda effettuare, non hanno alcuno modo per far giungere la propria voce al gestore; l'unico modo per manifestare il proprio dissenso è quello di vendere le quote del fondo o di chiederne il rimborso, ferma restando la possibilità di esercitare eventuali azioni risarcitorie nei confronti del medesimo ed, eventualmente, nei confronti dei suoi amministratori.

Per quanto riguarda l'informazione la posizione dei partecipanti non è diversa da quella di qualunque altro risparmiatore, salvo che questi hanno diritto di ottenere gratuitamente, anche a domicilio, copia del rendiconto annuale e della relazione semestrale.

La misura della partecipazione di un soggetto al fondo e, quindi, della somma della quale egli è creditore nei confronti della società di gestione, è data dal numero delle quote di partecipazione delle quali lo stesso è titolare e dal valore unitario delle medesime. Le quote non hanno normalmente un valore nominale, ma solo un valore effettivo rappresentato, appunto, dal valore complessivo del fondo suddiviso per il numero delle quote emesse e in circolazione. Le quote, se non dematerializzate, sono rappresentate da certificati nominativi o al portatore, i quali costituiscono sicuramente strumenti finanziari e quasi sicuramente titoli di credito.

I partecipanti non sono comproprietari del fondo, essi vantano solamente un diritto di credito nei confronti della società di gestione.

3.7 Qualificazione giuridica del fondo

Ci si pone il problema della natura giuridica del fondo e più esattamente della condizione giuridica dello stesso.

Ciascun fondo comune d'investimento (o un suo comparto) costituisce un **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 (art. 36. 6° comma).

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 del sub-depositario, o nell'interesse degli stessi.

Le azioni dei creditori dei singoli investitori sono ammesse soltanto sulle quote di partecipazione dei medesimi.

3.8 Tipologia dei fondi

La tipologia dei fondi è interamente rimessa per esplicito dettato legislativo al regolamento che il Ministero dell'economia e delle finanze, sentita la Banca d'Italia e la Consob, deve emanare e che deve, appunto, delineare la struttura dei fondi comuni di investimento (art. 37, 1° comma). Tale regolamento deve determinare i criteri generali cui devono uniformarsi i fondi riguardo:

- all'**oggetto** dell'investimento;
- alle categorie d'investitori cui è **destinata** l'offerta delle quote.
- 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 delle procedure da seguire; all'eventuale ammontare minimo delle **sottoscrizioni**;
- all'eventuale **durata** massima e minima;
- ecc..

Il Regolamento ministeriale n. 228 del 1999 (poi successivamente modificato) individua i seguenti tipi di fondi comuni di investimento:

FONDI APERTI:

Sono caratterizzati dalla possibilità, per i partecipanti, di entrata e uscita continua dal fondo. I soggetti interessati a partecipare al fondo possono infatti sottoscrivere in ogni momento quote del fondo versando un importo corrispondente al valore della quota di partecipazione determinata con periodicità almeno settimanale dalla SGR. Parimenti, i partecipanti hanno diritto di chiedere in qualsiasi tempo il rimborso delle quote; rimborso che deve avvenire entro 15gg, ma può essere sospeso, per un periodo non superiore ad un mese nei casi eccezionali e la sospensione potrà essere giustificata con l'opportunità di evitare che il fondo, per effettuare i rimborsi, proceda alla svendita dei titoli in portafoglio, compromettendo così l'interesse della generalità dei partecipanti, che risulterebbero penalizzati da vendite operate al solo scopo di recuperare la liquidità necessaria per far fronte alle richieste di rimborso.

Questa libertà di uscita impone alla gestione del fondo regole dirette ad assicurare la liquidità necessaria per far fronte ad improvvise richieste di consistenti rimborsi e, ancor prima, impedisce che le risorse del fondo siano investite in beni diversi dagli strumenti finanziari, quotati o non quotati, e in denaro. In altri termini i fondi comuni aperti sono necessariamente **fondi mobiliari** investiti in strumenti finanziari, con esclusione quindi non solo dei beni immobili, ma anche di altri beni mobili e dei crediti.

La distinzione nell'ambito dei fondi aperti, tra fondi armonizzati e fondi non armonizzati fa perno sulla conformità del fondo al modello descritto dalle direttive comunitarie sull'armonizzazione delle norme in materie di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari e sul mutuo riconoscimento. Il patrimonio dei fondi armonizzati è investito nei beni previsti dalle direttive comunitarie in materia e nel rispetto dei limiti e dei criteri stabiliti dalla Banca d'Italia in attuazione

delle direttive comunitarie medesime e le loro quote possono essere commercializzate nei territori dell'Unione Europea in regime di mutuo riconoscimento. Mentre i fondi aperti non armonizzati sono quelli che non si conformano alle direttive comunitarie e quindi le loro quote non potranno godere del mutuo riconoscimento.

La distinzione tra fondi armonizzati e non armonizzati si rintraccia solo con riferimento ai fondi aperti.

FONDI CHIUSI:

Il fondo si definisce chiuso perché i partecipanti non hanno né la libertà di entrata né la libertà di uscita previste per i fondi aperti.

Il regolamento del fondo deve individuare l'ammontare delle risorse che la società di gestione intende destinare al fondo e la relativa raccolta avviene attraverso una o più emissioni di quote, di uguale valore unitario, che debbono essere sottoscritte entro il termine massimo di 18 mesi dalla pubblicazione del prospetto, se le quote sono offerte al pubblico, o dalla data di approvazione del regolamento, se sono riservate agli investitori istituzionali. Tuttavia se al termine del periodo di collocamento il fondo sia stato sottoscritto in misura inferiore o in misura superiore a quella prevista dal regolamento, la SGR può modificare l'ammontare del fondo, ridimensionandolo nel primo caso ed aumentandolo nel secondo.

Il partecipante può chiedere il rimborso della quota solo alla scadenza della durata del fondo. L'ordinamento non disciplina in modo rigido la durata dei fondi chiusi, ma stabilisce soltanto che la stessa deve essere coerente con la natura degli investimenti e che, in ogni caso, non può essere superiore a 30 anni.

La forma del fondo chiuso deve essere necessariamente adottata quando le risorse del fondo siano investite:

- a) in beni immobili e diritti reali immobiliari;
- b) in crediti e titoli rappresentativi di crediti;
- c) in altri beni per i quali esista un mercato e che abbiano un valore determinabile con certezza con una periodicità almeno semestrale.

La forma del fondo chiuso è inoltre necessaria quando il regolamento del fondo preveda che lo stesso sia investito in misura superiore al 10% in strumenti finanziari non quotati.

Il fondo chiuso è pensato come un investitore istituzionale che ha lo scopo di apportare capitale di rischio alle imprese non quotate, senza i problemi di liquidità che debbono essere tenuti in conto per i fondi aperti. La maggiore rischiosità dell'investimento e, in particolare, il vincolo temporale che lo caratterizza non sono facilmente conciliabili con l'interesse alla liquidabilità dell'investimento da parte del risparmiatore e paiono coerenti soprattutto con capacità di risparmio consistenti. Di qui la necessità che l'ammontare minimo della quota di partecipazione sia superiore ad una soglia predeterminata e che, nell'ipotesi in cui l'ammontare della sottoscrizione sia inferiore a 25000 euro, i certificati di partecipazione al fondo siano necessariamente quotati su un mercato regolamentato.

Nell'ambito dei fondi chiusi hanno ricevuto una specifica disciplina i “**fondi immobiliari**”. Si è consentito che le risorse del fondo vengano investite non solo in beni immobili, ma anche in società immobiliari, e si è permesso che i soci della società di gestione possano effettuare operazioni con il fondo fino ad un valore pari al 60% del valore complessivo del fondo. Inoltre, al fondo è concessa la possibilità di indebitarsi fino ad un ammontare pari al 60% del proprio valore.

FONDI RISERVATI:

fondi che possono essere sia aperti che chiusi, ma la cui partecipazione è riservata a **investitori qualificati**, per i quali, a norma del Regolamento n. 228 del 1999, si intendono:

- le imprese di investimento, le banche, gli agenti di cambio, le SGR, le SICAV, i fondi pensione, le imprese di assicurazione, le fondazioni bancarie e i soggetti iscritti negli elenchi previsti dagli artt. 106, 107 e 113 del T.U. bancario;

- 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 dall'ente.

FONDI GARANTITI:

Fondi che garantiscono la restituzione del capitale investito ovvero il riconoscimento di un rendimento minimo. Possono essere sia di tipo aperto che di tipo chiuso.

FONDI SPECULATIVI (HEDGE FUNDS):

Fondi il cui patrimonio è investito in beni, anche diversi da quelli nei quali può essere investito il patrimonio della generalità dei fondi e la cui gestione può anche avvenire **in deroga alle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio** stabilite dalla Banca d'Italia.

L'evidente rischiosità del relativo investimento ha imposto un valore della singola partecipazione particolarmente elevato (500.000 euro) e il divieto di fare delle quote di partecipazione l'oggetto dell'offerta di un'offerta al pubblico, anche se la loro sottoscrizione non è riservata agli investitori qualificati.

Per i potenziali effetti sulla stabilità della SGR che tali fondi possono avere, la Banca d'Italia può indicare le ipotesi in cui tali fondi possono essere gestiti solo da SGR che istituiscano o gestiscano fondi di quel tipo, precludendone così la gestione a SGR che gestiscano fondi non speculativi.

Funzioni complementari a quelle dei fondi immobiliari nella mobilitazione della proprietà immobiliare sono svolte dalle “**società d'investimento mobiliare (SIIQ)**”, cioè quelle “società per azioni residenti nel territorio dello stato svolgenti in via prevalente l'attività di locazione immobiliare, i cui titoli di partecipazione siano negoziati in mercati regolamentati italiani, nelle quali nessun socio possieda direttamente o indirettamente più del 51% dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria e dei diritti di partecipazione agli utili, ed almeno il 35% delle azioni sia detenuto da soci che non possiedano direttamente o indirettamente più dell'1% dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria e più dell'1% dei diritti di partecipazione agli utili”.

Per ottenere un trattamento fiscale di favore è previsto l'obbligo per tali società di distribuire ai soci almeno l'85% dell'utile netto derivante dall'attività di locazione immobiliare e dal possesso in società immobiliari.

4)Le società di investimento a capitale variabile (SICAV)

La SICAV è una “**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”.

Presentano, dal punto di vista della funzione economica, forti analogie con i fondi comuni d'investimento aperti; infatti, le SICAV sono organismi di investimento collettivo caratterizzati dalla stessa libertà di uscita e di entrata presente nei fondi comuni aperti (diritto dei risparmiatori ad ottenere il rimborso in qualsiasi momento e possibilità per la SICAV di procedere all'emissione continua di nuove azioni, ricevendo così nuovi apporti).

Ne consegue che molto simili sono le loro politiche di investimento, il che giustifica la norma del Regolamento n. 228 del 1999 per cui le regole che disciplinano l'investimento dei fondi aperti si applicano anche alle SICAV.

Tuttavia il **modello organizzativo** è profondamente diverso: nel fondo di investimento c'è una dissociazione assoluta tra la posizione del risparmiatore-partecipante al fondo e quella del gestore, mentre nelle SICAV la posizione di gestore e di risparmiatore coincidono, in quanto quest'ultimo è socio della società che gestisce, nel proprio interesse e non nell'interesse altrui, il monte delle risorse. Tale contrapposizione organizzativa tra SICAV e fondi aperta risulta fortemente ridimensionata sia dal fatto che la SICAV non è pienamente riconducibile al tipo di società per azioni disciplinato dal codice civile sia dal fatto che l'organizzazione della società è stata disegnata

tenendo ben presente quella del fondo.

4.1 Costituzione e statuto

La società può costituirsi soltanto previa autorizzazione rilasciata dalla Banca d'Italia, sentita la Consob

La Banca d'Italia, sentita la Consob, **autorizza** la costituzione della SICAV quando ricorrano le seguenti condizioni:

- a) sia adottata la forma di società per azioni;
- b) la **sede legale** e la **direzione generale** siano situate nel territorio della Repubblica;
- c) il capitale sociale sia di ammontare non inferiore a quello stabilito in via generale dalla Banca d'Italia (1.000.000 euro);
- d) i soggetti con funzioni di amministrazione, direzione e controllo abbiano i **requisiti** di professionalità, indipendenza e onorabilità, e i partecipanti quelli di onorabilità;
- e) lo statuto preveda come **oggetto esclusivo** l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante offerta al pubblico delle proprie azioni.

Ottenuta l'autorizzazione ministeriale, i fondatori possono procedere alla costituzione della società e al versamento, necessariamente integrale, dei conferimenti dovuti, rimanendo escluso che possano essere effettuati conferimenti di beni in natura diversi dal conferimento di strumenti finanziari oggetto di investimento delle SICAV; esclusione quest'ultima giustificabile almeno parzialmente, con la necessità di impedire che la SICAV svolga attività diverse da quella di gestione (art.45 comma 3).

Una volta intervenuta l'iscrizione dell'atto costitutivo nel registro delle imprese, la Banca d'Italia provvede all'iscrizione della SICAV nell'albo relativo, tenuto a cura della stessa Banca d'Italia; soltanto dopo tale iscrizione, le SICAV possono procedere al collocamento verso il pubblico delle proprie azioni.

Lo **statuto**, oltre alle regole organizzative della società in quanto tale, deve contenere particolari indicazioni relative all'attività di gestione del patrimonio e ai rapporti con gli azionisti-risparmiatori, le modalità di determinazione del valore delle azioni e del prezzo di emissione e di rimborso, nonché la periodicità con cui le azioni possono essere emesse e rimborsate. Lo statuto deve, altresì, indicare l'esistenza di eventuali **comparti**, ossia l'esistenza di una pluralità di patrimoni collettivi destinati, ciascuno, ad un particolare tipo di investimento. E per ciascun comparto la SICAV emetterà una particolare categoria di azioni per la raccolta delle risorse da destinare al relativo investimento e ogni comparto costituisce un **patrimonio autonomo**, distinto a tutti gli effetti dagli altri comparti.

Le modificazioni dello statuto devono essere approvate dalla Banca d'Italia e non possono essere iscritte nel registro delle imprese se non è intervenuta tale approvazione. La deliberazione assembleare di modificazione dello statuto deve essere inviata entro 15 giorni alla Banca d'Italia; se entro 4 mesi non interviene un provvedimento di diniego di quest'ultima, la modificazione si intende approvata.

4.2 Capitale, patrimonio e azioni

Il capitale sociale della SICAV è sempre uguale al patrimonio netto detenuto dalla società, così come determinato secondo i criteri di valutazione stabiliti dalla Banca d'Italia; inoltre alla SICAV non si applicano le norme sugli aumenti e le riduzioni di capitale sociale (aumenti o riduzioni dello stesso non costituiscono modificazioni dello statuto sociale).

Nelle SICAV capitale sociale e patrimonio coincidono ed anzi il primo concetto perde ogni significato, come dimostra il fatto che non trova applicazione la disciplina del capitale dettata per le società per azioni.

Nelle SICAV il capitale (o meglio il patrimonio netto) aumenta per effetto dell'ingresso di nuovi soci e di plusvalenze realizzate nell'esercizio dell'attività e diminuisce a causa del rimborso delle azioni e a causa di eventuali minusvalenze nelle quali siano incorsi i beni che del patrimonio fanno parte. L'impossibilità di applicare la disciplina prevista dal diritto azionario per il capitale sociale esclude anche la utilizzabilità di concetti come quelli di utile e di perdita, o di riserva legale, straordinaria o disponibile, che postulano la rigidità del capitale sociale ed un suo valore nominale. Dalla mancanza di un valore nominale del capitale sociale discende necessariamente che le azioni, definite rappresentative del capitale, non hanno un valore nominale né un valore contabile; esse hanno soltanto un prezzo di emissione iniziale e un valore successivo di emissione e di rimborso, determinato almeno settimanalmente e stabilito dividendo il valore delle attività nette per il numero delle azioni in circolazione.

Le azioni della SICAV possono essere **nominative** o **al portatore** a scelta del sottoscrittore. La scelta della legge di circolazione del certificato azionario, mentre non ha alcuna rilevanza per quanto concerne i diritti patrimoniali dell'azionista, assume grande importanza per il diritto di voto. Infatti, mentre ogni azione nominativa attribuisce un voto, secondo la regola generale del diritto azionario, le azioni al portatore attribuiscono un solo voto per ogni socio indipendentemente dal numero delle azioni di tale categoria possedute. La distinzione tra azioni al portatore e azioni nominative rileva anche sotto il profilo dei controlli di vigilanza sul relativo trasferimento. Così i requisiti di onorabilità debbono essere posseduti da coloro che detengono una partecipazione superiore al 5% delle azioni nominative qualora lo statuto preveda limiti all'emissione di tali azioni o alla minor soglia tra 20.000 azioni nominative e il 10% delle stesse qualora lo statuto non preveda siffatti limiti.

Ricordiamo infine che la SICAV "non può acquistare azioni proprie" né conservare in portafoglio quelle che, ad es. per operazioni di fusione, si trovasse a detenere, e non può emettere né azioni di risparmio né obbligazioni, né azioni correlate ai risultati dell'attività sociale in un determinato settore.

4.3 L'assemblea dei soci

La disciplina delle assemblee dei soci della SICAV riguarda essenzialmente le modalità di svolgimento del procedimento assembleare e la legittimazione ad esercitare il diritto di voto da parte dei portatori delle azioni nominative. Sotto il primo profilo, il legislatore tenendo conto del prevedibile assenteismo dei soci, preclude l'imposizione di quorum costitutivi per le deliberazioni dell'assemblea ordinaria, e per la seconda convocazione dell'assemblea straordinaria e impone la pubblicazione (almeno 30gg prima) dell'avviso di convocazione anche sui quotidiani che pubblicano il valore del patrimonio della società e quello unitario delle azioni.

Allo stesso scopo il legislatore prevede che il voto possa essere dato per corrispondenza se ciò è ammesso dallo statuto e in tal caso l'avviso di convocazione deve contenere per esteso la deliberazione proposta. Le relative schede di votazione devono pervenire entro le 24 ore del terzo giorno che precede la riunione assembleare ed il voto espresso per corrispondenza può essere revocato entro le 24 ore del secondo giorno che precede tale riunione. Non si tiene conto del voto espresso per corrispondenza se la delibera sottoposta a votazione dall'assemblea non è conforme a quella contenuta nell'avviso di convocazione; anche se le relative azioni sono computate ai fini del *quorum* costitutivo.

4.4 La gestione del patrimonio

Alle SICAV si applicano le disposizioni dettate dal Ministro dell'economia e delle finanze per la gestione dei fondi comuni aperti. Pertanto, nell'ipotesi in cui il patrimonio del fondo sia investito in strumenti finanziari in conformità con le direttive comunitarie saremo in presenza di una SICAV armonizzata. In ogni caso il patrimonio della SICAV non può essere investito in beni immobili e

diritti reali immobiliari, in crediti e titoli rappresentativi di crediti: si tratta infatti di investimenti per i quali è necessario adottare la forma del fondo chiuso e che sono preclusi, così come ai fondi aperti, anche alle SICAV. A queste ultime è precluso, come ai fondi aperti, anche l'investimento in strumenti finanziari non quotati in misura superiore al 10% del patrimonio complessivo.

Art 43 comma 7: La SICAV può delegare la gestione del proprio patrimonio esclusivamente ad una SGR, anche se non armonizzata, mentre può delegare a intermediari abilitati soltanto specifiche scelte d'investimento. Analogamente con quanto previsto per la gestione delegata dei fondi, il Regolamento congiunto emanato dalla Banca d'Italia e dalla Consob stabilisce che la delega non esonera in alcun modo la SICAV delegante delle proprie responsabilità; la stessa deve essere sempre revocabile, non può precludere interventi della SICAV delegante sugli stessi mercati, deve consentire i necessari controlli sulla gestione da parte della società delegante.

La **custodia** degli strumenti finanziari e delle disponibilità liquide della SICAV deve essere affidata ad una **banca depositaria** che svolge anche le funzioni di controllo già illustrate a proposito dei fondi comuni.

Anche per quanto concerne la contabilizzazione dell'attività, alla SICAV si applicano le stesse norme previste per i fondi comuni aperti.

4.5 *Fusione, scissione ed estinzione*

Secondo il dettato originario del T.U., una SICAV non poteva trasformarsi né in una struttura societaria che non fosse SICAV né in una società di gestione del risparmio. Le operazioni di fusione o scissione erano, dunque, consentite ma solo se omogenee, ossia tra SICAV, o con l'effetto di creare nuove SICAV. Dal 2007 è possibile, oltre alla trasformazione di una SICAV, la trasformazione in una SGR. Le delibere di fusione e scissione non possono, tuttavia, essere depositate per l'iscrizione nel registro delle imprese in mancanza della preventiva autorizzazione della Banca d'Italia, che la rilascia sentita la Consob.

Le cause di **scioglimento** della SICAV sono le stesse previste per la società per azioni, con esclusione di quella rappresentata dalla riduzione del capitale al di sotto del minimo legale. Una SICAV si scioglierà anche quando il valore del patrimonio scende al di sotto del valore minimo richiesto per la sua costituzione e rimanga al di sotto di tale soglia per 60 giorni (termine che rimane sospeso quando sia iniziata una procedura di fusione con un'altra SICAV).

Il verificarsi di una causa di scioglimento della SICAV può portare ad una corsa al rimborso che pregiudica la possibilità di una conveniente liquidazione del patrimonio sociale o alla imprudente ricerca di nuove risorse. L'emissione e il rimborso delle azioni sono sospesi dalla deliberazione assembleare nel caso di scioglimento anticipato, dalla delibera di accertamento della causa di scioglimento da parte del consiglio di amministrazione nell'ipotesi di scadenza del termine, di conseguimento dell'oggetto sociale o di impossibilità di conseguirlo e dal deposito del decreto del presidente del tribunale che accerta l'impossibilità di funzionamento dell'assemblea.

La **liquidazione** è rimessa alle norme di diritto comune, anche se i liquidatori nominati dall'assemblea straordinaria dovranno tener conto delle disposizioni della Banca d'Italia, alla quale vanno preventivamente comunicati il piano di smobilizzo e quello di riparto.

La **Crisi** della SICAV è sottoposta alle stesse norme previste per la crisi delle SGR.

5) L'attività transfrontaliera delle società di gestione e delle SICAV

Le SGR possono offrire all'estero sia il servizio di gestione collettiva del risparmio sia il servizio di

gestione su base individuale di portafogli d'investimento sia il servizio di consulenza in materia di investimenti (art.41, comma 1). Analogamente, le SICAV possono offrire all'estero le proprie azioni (art.50, comma 1).

L'attività transfrontaliera delle società di gestione del risparmio è diversamente disciplinata a seconda che la stessa sia destinata a svolgersi in uno stato comunitario o in uno stato extracomunitario, a seconda che avvenga attraverso l'apertura di una succursale o senza stabilirvi succursali e ancora, a seconda che le società di gestione del risparmio siano o non siano armonizzate.

Le SGR che intendano operare nei paesi comunitari **senza stabilirvi succursali**, devono semplicemente comunicare tale intenzione alla Banca d'Italia, se armonizzate, mentre saranno vincolate alla disciplina del paese ospitante se si tratta di offrire fondi non armonizzati. L'offerta dei servizi di gestione in un paese extracomunitario, deve essere autorizzata dalla Banca d'Italia, anche quando avvenga senza l'apertura di una succursale.

L'apertura di una succursale in un paese comunitario da parte di una SGR armonizzata deve solo essere preceduta dalla notifica di tale intenzione all'autorità del paese membro ospitante da parte della Banca d'Italia; la stessa sarà inoltre sottoposta alla disciplina del paese ospitante se riguarda una SGR non armonizzata.

L'apertura di una succursale per l'offerta di servizi di gestione di portafogli da parte della società di gestione in un paese extracomunitario è invece subordinata all'autorizzazione della Banca d'Italia. Un disciplina del tutto simile regola l'operatività all'estero delle SICAV.

L'offerta, in Italia, di quote di fondi comuni e di azioni SICAV non italiani è diversamente disciplinata a seconda che si tratti di fondi e azioni SICAV armonizzati, o non armonizzati. Nella prima ipotesi l'offerta deve essere comunicata almeno 2 mesi prima del suo avvio sia alla Banca d'Italia sia alla Consob e può essere vietata con provvedimento motivato sia dall'una che dall'altra, quando il modulo organizzativo adottato non consenta di assicurare l'esercizio in Italia dei diritti patrimoniali degli investitori. Nella seconda ipotesi l'offerta deve essere autorizzata dalla Banca d'Italia, sentita la Consob, e l'autorizzazione può essere accordata a "condizione che i relativi schemi di funzionamento siano compatibili con quelli previsti per gli organismi italiani" (descritti dal Regolamento del Ministro dell'economia e delle finanze n. 228 del 1999).

Sia la Banca d'Italia che la Consob possono sospendere in via cautelare l'offerta quando sussistano elementi che fanno presumere l'inosservanza delle norme alle quali l'organismo di investimento estero deve attenersi e possono vietare l'offerta quando la violazione sia accertata.

Nel caso in cui una società di gestione armonizzata non italiana violi le norme alle quali le stessa deve attenersi nell'esercizio della propria attività ed abbia una succursale in Italia, la Banca d'Italia e la Consob possono ordinare anche la chiusura della succursale quando:

- a) manchino o risultino inadeguati i provvedimenti dell'autorità competente dello Stato in cui l'intermediario ha sede legale;
- b) risultino violazioni delle norme di comportamento;
- c) le irregolarità commesse possono pregiudicare interessi di carattere generale;
- d) nei casi di urgenza per la tutela degli interessi degli investitori.

6) I fondi pensione. Fondi chiusi e fondi aperti

Sono organismi che raccolgono il risparmio previdenziale dei lavoratori, autonomi e dipendenti, e gestiscono le risorse finanziarie così acquisite in vista del pagamento, a favore dei lavoratori aderenti al fondo, di trattamenti previdenziali, rendite o capitali, al momento della cessazione dell'attività lavorativa.

Essi hanno dunque una funzione previdenziale, integrativa della previdenza obbligatoria, e non di investitore istituzionale del risparmio.

La gestione delle risorse, tuttavia, si traduce normalmente anche nell'acquisizione di strumenti finanziari e, in generale, in operazioni di investimento e disinvestimento mobiliare e in alcuni paesi, come quelli anglosassoni, questa attività ha reso i fondi pensione investitori istituzionali di grande importanza (ai fondi pensione infatti affluisce un risparmio a fronte del quale stanno obblighi di restituzione esigibili in un momento lontano da quello in cui lo stesso viene raccolto e, per di più, abbastanza prevedibile).

Nell'ambito dei fondi pensione è necessario distinguere, anche con riferimento ai profili che qui interessano, i fondi pensione di origine negoziale, definiti anche fondi contrattuali o fondi chiusi, dai fondi aperti.

6.1 I fondi pensione chiusi

Sono riservati a particolari gruppi di lavoratori, individuati secondo predeterminati criteri di appartenenza a categorie omogenee:

- a) ai lavoratori dipendenti sia privati sia pubblici, identificati per ciascuna forma secondo il criterio di appartenenza alla medesima categoria, comparto o raggruppamento.
- b) a raggruppamenti sia di lavoratori autonomi sia di liberi professionisti, anche organizzati per aree professionali e per territorio.
- c) a raggruppamenti di soci lavoratori di cooperative di produzione e lavoro, anche unitamente ai lavoratori dipendenti delle cooperative interessate.

Essi nascono sulla base di accordi o contratti che coinvolgono l'intero gruppo dei destinatari delle forme di previdenza integrative.

Sono costituiti nella forma dell'**associazione non riconosciuta** o della **persona giuridica**, attribuita al fondo da provvedimento del Ministro del lavoro.

In entrambi i casi la **raccolta del risparmio e la gestione** dello stesso da parte del fondo possono essere effettuate solo previa autorizzazione della COVIP. Tale autorizzazione è subordinata alla presenza dei requisiti di professionalità e onorabilità degli esponenti aziendali e, soprattutto, all'indicazione puntuale, nello statuto del fondo, delle caratteristiche del fondo stesso e delle modalità di gestione delle risorse.

I fondi autorizzati sono iscritti nell'albo dei fondi pensione tenuto dalla COVIP.

6.1.1 La gestione delle risorse

Le modalità di gestione delle risorse raccolte dal fondo sono fissate in modo radicalmente diverso a seconda che il fondo sia:

- **a prestazione definita**: ossia con predeterminazione della somma o della rendita che dovrà essere corrisposta al lavoratore. In tal caso, in cui si è in presenza di un'attività tipicamente assicurativa in quanto la corresponsione della somma è esposta al rischio reale del momento in cui il lavoratore cesserà la propria attività, il fondo deve necessariamente impiegare il risparmio raccolto nella stipulazione di contratti di assicurazione con imprese di assicurazione, che assumono l'impegno di corrispondere le prestazioni previdenziali convenute. Ne consegue che il fondo non svolge alcuna attività di investimento mobiliare che invece potrà essere svolta dall'impresa di assicurazione nella gestione delle somme ricevute, sotto forma di premi, dal fondo. Quest'ultimo si limita a stipulare e a mantenere il contratto d'assicurazione a favore del lavoratore.
- **a contribuzione definita**: in questo caso l'entità della prestazione previdenziale è determinata dai risultati della gestione del risparmio raccolto. Il legislatore non consente la gestione diretta del risparmio da parte del fondo ed impone al fondo di affidare la gestione stessa ad un operatore professionale, sulla base di una convenzione con:
 - a) un'impresa di investimento o con una banca autorizzata all'esercizio dell'attività di gestione;
 - b) una società di gestione del risparmio;

c) un'impresa di assicurazione.

Accanto al rapporto tra fondo e gestore (rapporto contrattuale) si colloca poi quello che lega quest'ultimo alla banca depositaria, la cui presenza è obbligatoria anche nella gestione del risparmio previdenziale. Alla banca depositaria è affidata la custodia delle risorse e svolge altresì il controllo preventivo di legittimità sulle scelte del gestore.

Le **convenzioni** che legano il fondo al gestore devono, in ogni caso:

contenere le linee di indirizzo dell'attività del gestore e le modalità con le quali possono essere modificate tali linee;

prevedere termini e modalità con cui i fondi pensione possono recedere dal rapporto di gestione;

prevedere l'attribuzione in ogni caso al fondo pensione della titolarità dei diritti di voto inerenti ai valori mobiliari nei quali risultano investite le disponibilità del fondo medesimo.

Mentre il risparmiatore viene escluso da ogni ingerenza nella gestione, il fondo può indirizzare l'attività del gestore fissando i criteri generali cui quest'ultimo dovrà attenersi (asset allocation).

Al fondo inoltre viene riservata la titolarità del diritto di voto inerente ai valori mobiliari affidati al gestore.

La legge precisa che i fondi sono titolari dei valori e delle disponibilità conferiti in gestione; norma nella quale il concetto di titolarità va inteso sia nel senso di titolarità formale, intestazione dei valori, sia in senso sostanziale, nel senso di appartenenza effettiva degli stessi.

Gli accordi in tema di titolarità dei beni, tra fondo e gestore, sono consentiti quando il gestore assuma l'impegno, nei confronti del fondo, di **garantire** almeno la restituzione del capitale o un rendimento minimo; impegno di natura meramente finanziaria e che non trasforma il rapporto di gestione in rapporto assicurativo. (quando sussiste tale garanzia, **titolarità formale** al gestore, **titolarità sostanziale** al fondo).

Complicata e peculiare è la disciplina prevista dalle convenzioni tipo per l'esercizio dei diritti di voto relativi alle azioni possedute da un fondo pensione ed acquistate dal gestore convenzionato con il primo. Queste prevedono due regimi abbastanza differenziati a seconda che fra il fondo e il gestore non sia o sia intervenuto un accordo sulla titolarità delle azioni.

se non c'è accordo, le azioni restano nella titolarità anche formale del fondo e, in ogni caso, al fondo resta la titolarità del diritto di voto. Le convenzioni tipo consenso che la rappresentanza del fondo per l'esercizio del diritto di voto possa essere conferita al gestore, con **procura** scritta per singola assemblea, precisando che il voto sarà esercitato secondo le istruzioni vincolanti impartite dal fondo.

se c'è accordo, le azioni sono intestate non più al fondo pensione bensì al gestore, ma anche in questo caso, per esplicito disposto della legge, la titolarità del diritto di voto compete al fondo pensione e, quindi, quest'ultimo deve essere posto nella condizione di esercitare il diritto di voto per le azioni delle quali non è titolare. In questa ipotesi è dunque il gestore, titolare formale dell'azione, che delega il titolare sostanziale del diritto di voto all'esercizio in nome altrui di un diritto proprio. Infine, la convenzione prevede che, anche in questo caso, le parti possano concordare che il gestore eserciti direttamente il diritto di voto, per altro attenendosi alle istruzioni rilasciate per iscritto e per singola assemblea dal fondo.

6.1.2 La vigilanza sui fondi e sui gestori

Sia sui fondi chiusi che aperti insiste la vigilanza della COVIP, che è appunto la Commissione di Vigilanza sui fondi pensione; autorità dotata di personalità di diritto pubblico che ha come scopo quello di perseguire la corretta e trasparente amministrazione e gestione dei fondi per la funzionalità del sistema di previdenza complementare e a sua volta sottoposta alla vigilanza del Ministro del lavoro.

La Commissione non può dunque essere considerata un'autorità indipendente, dal momento che sulla stessa insiste un potere di indirizzo del Ministro del Lavoro.

La COVIP concorre all'approvazione degli statuti dei fondi, alla determinazione del contenuto delle

convenzioni e dei contratti tipo e assume i provvedimenti per garantire la trasparenza dei rapporti tra fondo e partecipanti.

I fondi pensione possono essere sottoposti, con provvedimenti del Ministro del Lavoro, ad amministrazione straordinaria e a liquidazione coatta amministrativa con esclusione delle procedure concorsuali di diritto comune.

Vale per i fondi pensione e per i gestori delle loro risorse il **principio di separatezza**: il fondo non può detenere partecipazioni superiori al 5% , nelle società quotate, o al 10%, nelle non quotate, del capitale della società partecipata e non può, comunque, assumere in esse partecipazioni che attribuiscono loro un'influenza dominante.

6.2 I fondi aperti

Nascono per iniziativa di soggetti promotori, a tal fine autorizzati, che offrono ai singoli lavoratori o a gruppi di lavoratori prestazioni di previdenza integrativa.

Possono essere istituiti dai soggetti con i quali è consentita la stipulazione di convenzioni per la gestione delle risorse dei fondi pensione chiusi, ossia banche autorizzate, compagnie d'assicurazione, SGR e SIM.

L'istituzione deve essere autorizzata dalla COVIP, d'intesa con le autorità di vigilanza sui soggetti promotori; tali fondi potranno avere sia le caratteristiche del fondo a prestazione definita (convenzione stipulata solo con imprese di assicurazioni) o a contribuzione definita.

Intervenuta l'autorizzazione, la società promotrice potrà raccogliere il risparmio previdenziale nel rispetto delle norme sull'offerta al pubblico di prodotti finanziari.

I risparmiatori acquisiranno così una quota del fondo; quota che deve considerarsi a sua volta un prodotto finanziario ma non uno strumento finanziario.

La società promotrice deve provvedere normalmente ad individuare un "responsabile del fondo", dotato dei poteri necessari per vigilare sulla gestione del fondo. Le risorse vengono necessariamente custodite presso una banca depositaria. L'esercizio del diritto di voto compete alla società promotrice del fondo.

VI – LA DISCIPLINA DEI MERCATI

1) I mercati "organizzati"

Il legislatore utilizza l'espressione "mercato" anche per individuare termine le organizzazioni che prestano una serie di servizi, quali:

- favoriscono l'incontro tra domanda e offerta;
- danno **certezza** alle regole di contrattazione;
- accrescono la **liquidità** degli strumenti finanziari negoziati;
- rendono o possono rendere più **sicura** l'esecuzione dei contratti.

Nel complesso **riducono i costi di transazione** nella negoziazione di titoli.

Nei confronti di tali organizzazioni il legislatore può mantenere una posizione di indifferenza, lasciando la loro disciplina alle norme di diritto comune, ma può anche succedere, e normalmente succede, che almeno per alcune di esse preveda uno statuto speciale, sottoponendole al controllo della pubblica autorità. In quest'ultima ipotesi siamo in presenza di un **mercato regolamentato**, nella prima di un **sistema di negoziazione diverso dal mercato regolamentato**. A tale proposito, nel suo dettato originario, il T.U. distingueva tra mercati regolamentati e mercati non regolamentati; dando attuazione alla direttiva MIFID, il D.Lgs.n. 164 del 2007, ha cancellato la nozione di mercato

non regolamentato e il T.U. oggi distingue i mercati regolamentati dai “sistemi di negoziazione diversi dai mercati regolamentati”.

Il legislatore può, per altro, anche stabilire che l'organizzazione e la prestazione dei servizi di mercato non rientrino nell'ambito dei poteri dell'autonomia privata, sia pure sottoposta a controllo, e riservare all'apparato pubblico l'istituzione e la gestione dei mercati. In tal caso saremo in presenza di un mercato pubblico, che nasce per iniziativa della pubblica autorità.

Nell'ipotesi dei mercati privati regolamentati, l'organizzazione e la prestazione dei servizi sono attività d'impresa, sia pure sottoposte a disciplina speciale; nell'ipotesi dei mercati pubblici l'organizzazione e la prestazione degli stessi servizi costituiscono l'espletamento di un pubblico servizio. Il modello del mercato pubblico, istituito dalla pubblica autorità, è stato adottato anche nel nostro paese, fino alla riforma del 1996, che ha portato ad un suo abbandono e all'adozione di un modello mercato-impresa, creato per iniziativa dell'autonomia privata, ma sottoposto ad autorizzazione e controllo pubblici, ossia per un modello di mercato privato regolamentato.

La terminologia utilizzata dal nostro legislatore per individuare i mercati-impresa non coincide con quella comunitaria che, ai fini del mutuo riconoscimento, forniva una nozione di mercato regolamentato comprensiva anche dei mercati pubblici e nello stesso senso si muove la direttiva MIFID.

Le direttive comunitarie attribuiscono il **mutuo riconoscimento** ai “mercati regolamentati”, considerando “regolamentato” un qualunque mercato che sia iscritto nell'elenco dei mercati regolamentati, che funzioni regolarmente, che prescriva il rispetto di tutti gli obblighi di trasparenza previsti dalla direttiva stessa ecc.

2) L'autorizzazione all'organizzazione e alla gestione di mercati regolamentati

Il D.Lgs. n. 415 del 1996 ha enunciato una norma-manifesto, poi ribadita dal Testo Unico, capace di segnare il profondo distacco tra il modello mercato-impresa che si accingeva a regolare e il modello di mercato pubblico che caratterizzava l'ordinamento precedente. A tale proposito l'attività di organizzazione e gestione di mercati regolamentati di strumenti finanziari ha carattere d'impresa ed è esercitata da società per azioni anche senza scopo di lucro (società di gestione).

Il legislatore ha avuto presente che l'attività di gestione e di organizzazione di un mercato regolamentato può certamente essere esercitata per perseguire un profitto, ma può anche nascere da iniziativa di carattere consortile, soprattutto da intermediari che si ripromettono da tale attività non un utile, ma un più intenso e anche un più proficuo svolgimento della loro attività di imprese di investimento.

I soggetti che svolgono amministrazione, direzione e controllo della società di gestione devono possedere i **requisiti** di onorabilità e professionalità stabiliti dal MEF; ed i soci con **partecipazioni rilevanti** i requisiti di onorabilità.

La società di gestione ha un oggetto esclusivo, in quanto non può esercitare alcuna attività che non sia connessa o strumentale all'organizzazione e alla gestione di uno o più mercati. La Consob ha considerato attività connesse e strumentali che le società di gestione possono esercitare, quelle di:

- a) predisposizione, gestione, manutenzione e commercializzazione di software e hardware relativi ai sistemi di contrattazione, trasmissione di ordini e dati;
- b) elaborazione, distribuzione e commercializzazione di dati concernenti gli strumenti finanziari negoziati nei mercati, e i dati relativi ai mercati stessi;
- c) promozione dell'immagine del mercato;
- d) istituzione e gestione di sistemi di garanzia delle operazioni effettuate nei mercati;
- e) gestione di sistemi multilaterali di scambio di depositi monetari.

La direttiva MIFID ha poi consentito anche la gestione di un sistema multilaterale di negoziazione.

Art 62 (regolamento del mercato):

La società che intenda organizzare e gestire un mercato regolamentato di strumenti finanziari deve, ovviamente, prevedere un programma per la propria attività; programma che costituisce il contenuto

del “regolamento del mercato” (art. 62, T.U.). Il Regolamento del mercato, pur potendo essere considerato un atto di amministrazione, deve essere deliberato, a causa della sua importanza per la vita del mercato regolamentato, dall'assemblea ordinaria (o consiglio di sorveglianza) della società di gestione. Inoltre, è consentito attribuire, con il regolamento, il potere di dettare norme di attuazione al consiglio di amministrazione (o al consiglio di gestione).

Il consiglio di amministrazione, per altro, è l'organo competente a deliberare il Regolamento quando le azioni della società di gestione siano quotate in un mercato regolamentato (art. 61 comma 1-bis).

Il Regolamento deve essere reso pubblico secondo le modalità fissate dalla Consob e deve, in ogni caso, determinare:

- a) le condizioni e le modalità di ammissione, di esclusione e di sospensione degli operatori e degli strumenti finanziari dalle negoziazioni;
- b) le condizioni e le modalità per assicurare lo svolgimento delle negoziazioni e gli eventuali obblighi degli operatori e degli emittenti;
- c) le modalità di accertamento, pubblicazione e diffusione dei prezzi;
- d) i tipi di contratti ammessi, nonché i criteri per la determinazione dei quantitativi minimi negoziali;
- d-bis) le condizioni e le modalità per la compensazione, liquidazione e garanzia delle operazioni concluse sui mercati.

Il “regolamento del mercato è un atto di autonomia privata, anche se oggetto di valutazione da parte della Consob in sede di autorizzazione alla istituzione del mercato, e determina il contenuto dei rapporti che si instaureranno fra la società di gestione, da un lato, e gli emittenti dei titoli negoziati e gli intermediari, dall'altro. Le modificazioni del Regolamento del mercato debbono essere approvate dalla Consob.

Ogni mercato ha un suo regolamento, e ad ogni regolamento corrisponde un mercato ed uno soltanto. Ciò non impedisce tuttavia che all'interno di uno stesso mercato sia possibile individuare una pluralità di comparti che si caratterizzano per i titoli oggetto di negoziazione, per i contratti che negli stessi si possono concludere e per le particolarità tecniche delle contrattazioni. A tutti i comparti si applicano le norme generali previste per il mercato, ma a ciascuno di essi si applicheranno poi le speciali norme rese opportune dalla peculiarità dei titoli o dalle modalità di contrattazione.

Le norme che reggono il funzionamento del mercato sono norme di diritto privato e di diritto privato sono i rapporti che si instaurano fra società di gestione, intermediari, ed emittenti; e in questo quadro dovranno essere collocate vicende come l'ammissione alla quotazione, che avviene su proposta dell'emittente, e l'ammissione alle negoziazioni di titoli già quotati su altri mercati regolamentati, effettuata senza domanda dell'emittente ecc.. Anche le controversie che dovessero sorgere fra tali soggetti dovranno essere rimesse, come tutte le questioni che coinvolgono diritti soggettivi privati, alla conoscenza dell'autorità giudiziaria ordinaria.

Il che rimane anche dopo che la legge n. 262 del 2005 ha imposto (art. 64 del T.U.) alla società di gestione di comunicare le proprie decisioni immediatamente alla Consob e ha stabilito che l'esecuzione delle decisioni di ammissione e di esclusione (ma non di sospensione) è sospesa, per un massimo di 5 giorni, entro il quale la Consob può vietare l'esecuzione delle decisioni di ammissione e di esclusione se ritiene la decisione contraria “alla trasparenza e all'ordinato svolgimento delle negoziazioni” e in conflitto con la tutela degli investitori.

La nuova disciplina, introdotta sulla base del convincimento che la società di gestione possa assumere, nel proprio interesse, decisioni non sufficientemente oculate, attribuisce alla Consob anche il potere di chiedere alla società di gestione l'esclusione o la sospensione degli strumenti finanziari e degli operatori dalle negoziazioni.

Inoltre Consob deve individuare “i criteri generali ai quali il regolamento del mercato deve adeguarsi in materia di:

- a) ammissione di strumenti finanziari alle negoziazioni;

- b) sospensione ed esclusione di strumenti finanziari dalle negoziazioni nei mercati regolamentati;
- c) modalità per assicurare la pubblicità del regolamento del mercato”.

La Consob autorizza l'esercizio dei mercati regolamentati quando la società di gestione possiede i requisiti sopra indicati e il regolamento è conforme alla disciplina comunitaria ed è idoneo ad assicurare la trasparenza del mercato, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori (art. 63, comma 1). L'autorizzazione della Consob non è un'autorizzazione alla costituzione della società di gestione, ma all'esercizio dell'attività da parte della stessa, e riguarda ogni singolo mercato che la società intenda istituire.

La Consob provvede all'iscrizione del mercato così autorizzato nell'elenco dei mercati autorizzati, curando le disposizioni comunitarie in materia, ossia provvedendo alla comunicazione dell'avvenuta iscrizione alle autorità di controllo degli altri paesi della Comunità, allo scopo di consentire alla società di gestione di avvalersi del **diritto al mutuo riconoscimento**. Da quel momento il mercato regolamentato autorizzato diventerà anche un mercato comunitario riconosciuto.

La disciplina dell'autorizzazione alla istituzione di un mercato regolamentato di strumenti finanziari fin qui descritta, può essere derogata per i **mercati all'ingrosso dei titoli di stato**. Le esigenze di politica monetaria e di politica finanziaria del Tesoro, hanno suggerito al legislatore di consentire che il Ministro dell'economia e delle finanze, sentita la Banca d'Italia, possa disciplinare e autorizzare tali mercati anche in deroga alle disposizioni previste per la generalità dei mercati regolamentati.

I provvedimenti di autorizzazione all'esercizio di un mercato regolamentato debbono essere assunti, dalla Consob, dopo aver sentito la Banca d'Italia, quando nello stesso vengano negoziati all'ingrosso titoli obbligazionari privati e pubblici diversi dai titoli di Stato o strumenti derivati sui titoli pubblici, tassi di interesse o valute o strumenti normalmente negoziati sul mercato monetario. Anche per i mercati regolamentati vale il principio del mutuo riconoscimento che consente l'operatività del mercato in un paese diverso da quello che ne autorizza l'istituzione.

3) La società di gestione del mercato

3.1 *La struttura della società*

Dal 2007 è stata abolita la previsioni di un capitale minimo x la società di gestione, attualmente la Consob indica le **risorse finanziarie**, delle quali la società di gestione deve poter disporre, che siano sufficienti per il funzionamento del mercato, tenuto conto di portata e rischi assunti.

Il decreto del MEF ha individuato i requisiti di professionalità per: il CdA (almeno 3 anni in: amministrazione e controllo, attività professionali in settori finanziari, insegnamento universitario), il presidente del CdA (almeno 5 anni), l'amministratore delegato e il direttore generale (specifica competenza tecnica maturata in almeno 5 anni).

Per i soci con partecipazioni rilevanti è richiesto il requisito dell'onorabilità, il socio non onorabile non può esercitare il diritto di voto.

Con riguardo alla circolazione di partecipazioni rilevanti, esse devono senza indugio essere comunicate allo Consob, la quale può opporsi se viene meno la sana e prudente gestione.

- Anche le azioni della società di gestione di un mercato regolamentato possono essere negoziate sul mercato gestito dalla stesse società.

- Le società di gestione del mercato sono sottoposte alla revisione legale dei conti.

3.2 le attività

- La società di gestione è libera di esercitare o no le **attività connesse e strumentali**, come la **gestione di un SMN**, ma in ogni caso deve necessariamente svolgere le attività previste dalla legge, e quelle indicate dalla Consob;

- Art.64 (**organizzazione e funzionamento del mercato e della società di gestione**):

1. La società di gestione:

a. predispone le strutture, fornisce i servizi del mercato e determina i corrispettivi a essa dovuti dagli intermediari e dagli emittenti.

b. adotta tutti gli atti necessari per il buon funzionamento del mercato e predispone e mantiene dispositivi e procedure efficaci per il controllo del rispetto del regolamento.

c. dispone l'ammissione, l'esclusione e la sospensione degli strumenti finanziari e degli operatori dalle negoziazioni e **comunica** immediatamente le proprie decisioni alla Consob.

d. adotta le disposizioni e gli atti necessari a prevenire e identificare abusi di informazioni privilegiate e manipolazioni del mercato.

e. comunica alla Consob le violazioni del regolamento del mercato, segnalando le iniziative assunte per la loro eliminazione.

2. Provvede alla gestione e alla diffusione al pubblico delle info e dei documenti che gli intermediari debbono rendere pubblici.

- Infine, la società di gestione, sulla base di apposita convenzione con la Consob, può esercitare gli altri compiti ad essa eventualmente affidati dalla stessa Consob.

- Quindi, la società di gestione è titolare originaria di una serie di poteri di vigilanza sul funzionamento del mercato; i poteri che trovano la propria fonte nel regolamento sono poteri **privati** (a differenza di quelli delegati dalla Consob).

Anche l'**adesione** di una società quotata è un **contratto** con la società di gestione; Poi sull'impianto privatistico si inserisce la **vigilanza pubblica**.

4. Il prospetto di quotazione

- L'ammissione di uno SF nel mercato regolamentato deve essere preceduta dalla pubblicazione di un **prospetto di quotazione**.

- Art 52 regolamento emittenti: l'emittente che chiede l'ammissione alle negoziazioni trasmette alla Consob domanda di autorizzazione alla pubblicazione del prospetto.

- Deve essere pubblicato prima dell'inizio delle negoziazioni ed il suo o contenuto è sostanzialmente coincidente con quello previsto per l'offerta al pubblico di strumenti finanziari.

- L'emittente può evitare di redigere e pubblicare il prospetto di quotazione nell'hp in cui, nei 12 mesi precedenti la domanda, abbia pubblicato o un prospetto informativo diretto all'offerta al pubblico o un prospetto di quotazione in un altro mercato regolamentato, avente ad oggetto gli stessi sf.

- Inoltre la pubblicazione del prospetto di quotazione non è richiesta "quando gli sf siano già ammessi alla negoziazione in un altro mercato regolamentato"

5. La vigilanza sul mercato e sulla società di gestione

- Art.74 (**vigilanza sui mercati**): la Consob vigila sui mercati al fine di assicurare la trasparenza del mercato, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori. Può adottare ogni misura per il raggiungimento di questi obiettivi.

In caso di **necessità** e **urgenza** la Consob adotta, per le finalità indicate, i provvedimenti necessari, anche **sostituendosi** alla società di gestione.

- Sulla società di gestione la Consob esercita poteri di vigilanza **informativa** e **ispettiva**.

- Art 75: (**Provvedimenti straordinari a tutela del mercato e crisi della società di gestione**)

1. In caso di **gravi irregolarità** nella gestione dei mercati ovvero nell'amministrazione della società (e comunque quando lo richiede la **tutela di fini pubblici**) il ministero (su proposta Consob) dispone lo scioglimento degli organi amministrativi e di controllo e nomina un commissario, che opera sotto direttiva della Consob e resta in carica fino alla ricostituzione degli organi della società.

2. La Consob può revocare l'autorizzazione, e può trasferire l'autorizzazione ad altra società promuovendo gli accordi necessari ad assicurare la continuità delle transazioni, quando la società di gestione o il mercato regolamentato:

- a. non si avvale per 12 mesi dell'autorizzazione
- b. ha cessato di funzionare per 6 mesi
- c. ha ottenuto l'autorizzazione con mezzi irregolari
- d. non soddisfa più le condizioni cui è subordinata l'autorizzazione
- e. ha violato in modo grave la disciplina e sistematico le disposizioni.

- La società di gestione è sottoposta alle procedure concorsuali di diritto comune, ma le "iniziative x la dichiarazione di fallimento o x l'ammissione alle procedure di concordato preventivo (o amministrazione controllata) e i relativi provvedimenti del tribunale sono comunicati entro 3gg alla Consob", x consentirle di promuovere il trasferimento della gestione del mercato.

Il legislatore non ha ritenuto necessario sottoporre a liquidazione coatta amministrativa la società di gestione.

6. Gli organi di compensazione, liquidazione e garanzia delle operazioni

- Art 69 (**Compensazione e liquidazione delle operazioni su SF non derivati**):

Essenziali x il corretto funzionamento di un mercato regolamentato sono i **servizi di compensazione e liquidazione** delle operazioni, consistenti, il 1°, nella compensazione, fra tutti gli operatori del mercato, delle posizioni che gli stessi hanno assunto, con riferimento ad un determinato titolo, nei confronti di tutti gli altri operatori e, il 2° nell'esecuzione dei contratti stipulati, ossia nella consegna dei titoli venduti e nel pagamento del prezzo da parte del compratore.

- Nell'ambito delle operazioni aventi x oggetto gli **strumenti finanziari non derivati** è necessario distinguere la liquidazione su base lorda dalla compensazione e liquidazione delle operazioni su base netta. Nella 1°hp alla liquidazione non si accompagna alcuna compensazione; ogni operazione viene eseguita mediante consegna del danaro o dei titoli, nella 2° la liquidazione concerne solo i saldi netti, in SF o in contanti.

- Il funzionamento del servizio è disciplinato dalla BI, d'intesa con la Consob.

- Il legislatore prevede che la BI è il **gestore** del servizio, tuttavia consente anche che il servizio di compensazione e liquidazione e il servizio di liquidazione su base lorda, esclusa la fase di regolamento finale del contante, siano gestiti da una società autorizzata dalla banca d'Italia, d'intesa con la Consob, la quale società non può essere la stessa società di gestione del mercato .

-Il TU detta poi norme in tema di sistemi diretti a garantire l'esatto adempimento dei contratti (l'interesse tutelato è quello del singolo contraente) e sistemi diretti a garantire "il buon fine della

compensazione e della liquidazione delle operazioni aventi ad oggetto SF non derivati” (l’interesse tutelato è quello della generalità degli aderenti al sistema di compensazione e liquidazione).

- Art 68 (**Sistemi di garanzia dei contratti**):

1. La BI (d’intesa con Consob) può disciplinare l’**istituzione** e il **funzionamento** di sistemi finalizzati a **garantire** il buon fine delle negoziazioni aventi ad oggetto SF non derivati effettuate nei mercati regolamentati, anche con la costituzione di **fondi di garanzia** alimentati dai partecipanti.

- Nel nostro sistema tale funzione è svolta dalla **Cassa di compensazione e garanzia S.P.A.**

- Art.70:

1. BI (d’intesa con Consob) può disciplinare il funzionamento di sistemi di compensazione e garanzia delle operazioni su SF derivati (o anche per SF diversi da quelli derivati) anche prevedendo che i partecipanti al sistema effettuino versamenti di **margini** o altre prestazioni a titolo di garanzia dell’**adempimento**. Le garanzie acquisite non possono essere distratte dalla destinazione prevista né essere soggette ad azioni esecutive o conservative da parte dei creditori del singolo partecipante).

2. Gli organismi che gestiscono tali sistemi di compensazione e garanzia assumono **in proprio** le posizioni contrattuali da regolare.

- Nel momento in cui impone all’organismo di gestione del sistema di compensazione e garanzia di assumere in proprio le posizioni contrattuali da regolare viene meno ogni distinzione fra garanzia dei contratti e garanzia del buon fine del sistema di compensazione e liquidazione.

- I suddetti organismi di gestione sono sottoposti alla vigilanza di competenza di BI e Consob.

- Gli ordini di trasferimento, della compensazione e del relativo pagamento, sono **definitivi** anche verso i terzi in caso di apertura di una procedura d’insolvenza (se gli ordini sono stati immessi prima delle procedure di insolvenza), inoltre nessuna azione, compresa quella di nullità, può pregiudicare la definitività di tali ordini.

- Art 72: Consob (d’intesa con BI) stabilisce con regolamento i casi di inadempimento e le altre ipotesi in cui sussiste l’**insolvenza di mercato** nonché le relative modalità di accertamento e liquidazione;

- Regolamento mercati: l’insolvenza di mercato è determinata da **gravi inadempimenti** o altri fatti esteriori i quali dimostrino l’incapacità di far fronte alle obbligazioni di mercato da parte del negoziatore, del liquidatore e dell’aderente.

- L’accertamento dell’insolvenza, rimesso alla Consob, determina l’immediata liquidazione dei contratti dell’insolvente.

- La Consob provvede altresì, d’intesa con la BI, alla nomina di uno o più commissari x la liquidazione delle insolvenze di mercato. Il commissario, il cui compenso grava sulla società di gestione del mercato, procede alla liquidazione e rilascia “agli aventi diritto, x i crediti residui, un certificato di credito” che costituisce titolo esecutivo nei confronti dell’insolvente.

7) La gestione accentrata degli strumenti finanziari

- La gestione accentrata, che consente di dare esecuzione alle negoziazioni senza il trasferimento materiale dei titoli, attraverso la semplice annotazione dei trasferimenti sulle scritture contabili del depositario centrale, presso il quale vengono conservati i titoli oggetto delle negoziazioni, fu affidata alla **Monte Titoli S.P.A.** (la cui proprietà è pressochè integralmente posseduta da Borsa Italiana S.P.A.), per i titoli diversi da quelli di stato, e alla BI, per questi ultimi (nel 2000 anche la gestione dei titoli di stato è stata poi affidata alla Monte Titoli, che oggi svolge il servizio di gestione accentrata x tutti gli strumenti finanziari di diritto italiani). Il testo unico ha dettato una

disciplina generale per l'esercizio di tale servizio.

- Art.80: L'attività di gestione accentrata di strumenti finanziari ha carattere d'impresa ed è esercitata nella forma di S.P.A. anche senza fine di lucro; le società hanno **oggetto esclusivo**.

Consob, d'intesa con BI, autorizza la società all'esercizio dell'attività di gestione accentrata quando ricorrano i requisiti finanziari e organizzativi determinati dalla stessa Consob, d'intesa con BI, e quelli di professionalità, indipendenza e onorabilità degli amministratori determinati dal MEF.

- Il regolamento mercati determina gli SF ed i soggetti ammessi al sistema.

- Sulla società di gestione insiste la vigilanza della Consob e della BI; in caso di "accertate gravi irregolarità" il MEF può disporre lo scioglimento degli organi amministrativi della società di gestione accentrata e la loro sostituzione con uno o più commissari straordinari e in caso di insolvenza ne dispone la liquidazione coatta amministrativa.

- La società di gestione accentrata accende un conto per ogni emittente e un conto per ogni intermediario ammesso al sistema (separato per proprietà sua o di terzi che da lui hanno depositato); la società di gestione dovrà poi rilasciare una **certificazione** attestante i diritti che il depositante vanta sui titoli.

- Per la gestione accentrata dei titoli di stato, la relativa disciplina è rimessa ad un regolamento del MEF che deve indicare i criteri x lo svolgimento della relativa attività e il soggetto responsabile.

- Il legislatore ha disciplinato la **dematerializzazione** degli strumenti finanziari e in particolare ha stabilito che :

- gli SF negoziati sui mercati regolamentati non possono essere rappresentati da titoli (devono essere necessariamente dematerializzati)
- in funzione della loro diffusione tra il pubblico la Consob, con regolamento emanato d'intesa con la BI, può prevedere che siano sottoposti a dematerializzazione necessaria anche altri SF.
- che gli emittenti possono sottoporre a dematerializzazione volontaria gli SF dagli stessi emessi.

- Dopo l'introduzione delle norme sulla dematerializzazione necessaria, la gestione accentrata non ha più implicato la custodia materiale dei titoli. Per espressa disposizione di legge infatti i titoli detenuti dalla Monte Titoli S.P.A. Non potevano più essere ritirati dai proprietari e furono annullati e restituiti all'emittente.

8. I sistemi di negoziazione diversi dai mercati regolamentati

- La direttiva MIFID ha cancellato la vecchia nozione di mercato non regolamentato ed ha **espressamente** disciplinato due sistemi di negoziazione diversi dai mercati regolamentati:

8.1 Sistemi multilaterali di negoziazione (SMN)

- La gestione di SMN è 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 sf, in modo da dar luogo a contratti (l'intermediario non è parte dei contratti) (è un **servizio di investimento**).

- L'accesso all'esercizio di un SMN è subordinato all'autorizzazione della Consob, se concerne un'impresa d'investimento o una società di gestione di un mercato regolamentato, alla BI se riguarda una banca.

- **L'autorizzazione** è disciplinata dalla disciplina dei servizi d'investimento e trovano quindi applicazione anche i relativi **principi generali**; il TUF tuttavia detta una disciplina particolare per questo tipo di servizio, rimessa in gran parte al potere normativo della Consob e che concerne essenzialmente l'**organizzazione** del servizio e la **trasparenza** delle negoziazioni.

- Regolamento intermediari art.19: i soggetti che gestiscono un SMN predispongono e mantengono:

- regole e procedure trasparenti e non discrezionali volte a garantire un processo di negoziazione equo e ordinato

- regole trasparenti relative agli SF negoziati

- regole trasparenti che disciplinano l'accesso al sistema

- dispositivi efficaci per il controllo del rispetto delle regole

- misure necessarie per favorire il regolamento efficiente delle negoziazioni

- Gli stessi devono trasmettere alla Consob, al momento della richiesta dell'autorizzazione, l'elenco degli SF e degli operatori ammessi alle negoziazioni, nonché un documento che illustri le regole di funzionamento del sistema.

- La Consob esercita sul SMN **vigilanza informativa ed ispettiva** e può escludere o sospendere SF dalle negoziazioni.

- Al fine di garantire l'**effettiva integrazione** dei mercati e il rafforzamento dell'efficacia del processo di formazione dei prezzi, la Consob disciplina con regolamento:

- il **regime di trasparenza pre-negoziazione** per le operazioni aventi ad oggetto azioni ammesse alla negoziazione nei mercati regolamentati effettuate nei medesimi, nei SMN e negli internalizzatori sistematici

- il **regime di trasparenza post-negoziazione** per le operazioni aventi ad oggetto azioni ammesse alle negoziazioni nei mercati regolamentati, effettuate nei medesimi, nei SMN e dai soggetti abilitati

- Borsa italiana gestisce: mercato alternativo del capitale (MAC) e l'alternative investment market (AIM), entrambi SMN destinati alle piccole e medie imprese.

8.2 Gli internalizzatori sistematici

- “Si intende il soggetto che in modo organizzato, frequente e sistematico negozia per proprio conto eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un SMN”; non costituisce un nuovo servizio d'investimento ma la **fusione di 2 servizi: negoziazione per proprio conto e esecuzione di ordini dei clienti** (quindi non serve un'autorizzazione a se, ma solo quelle per questi due servizi)

- Per intraprendere questa attività tuttavia è necessario, almeno 15gg prima, darne **comunicazione** alla Consob (art 21 regolamento mercati) chiarendo che:

- l'attività riveste un ruolo commerciale importante

- è condotta in base a procedure non discrezionali

- è accessibile ai clienti su base regolare e continua

- L'internalizzatore deve anche comunicare a Consob quali siano gli SF sui quali intende svolgere l'attività, gli investitori che possono accedere, il canale di diffusione delle info.

- La Consob mantiene e pubblica un elenco degli internalizzatori sistematici sulle azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato.

8.3 I sistemi multilaterali di scambio di depositi

- Il TU prevede una disciplina speciale per i “sistemi multilaterali di scambio di depositi in euro”; sistema che sottopone alla vigilanza della BI e non della Consob e alla cui attività non si applicano le norme generalmente applicabili ai sistemi multilaterali di negoziazione.

- Nel nostro paese operano: **mercato telematico di negoziazione di depositi monetari multivalute** (e-MID) e un **mercato degli overnight indexed swaps** (e-MIDER) entrambi gestiti da e-MID S.P.A.

9. I mercati regolamentati italiani

- I mercati regolamentati italiani oggi esistenti sono:

a. la Borsa

b. il Mercato di borsa x la negoziazione dei contratti futures e dei contratti di opzione (IDEM, italian derivatives market)

- **Gestiti da Borsa italiana S.P.A.**

c. il Mercato all'ingrosso dei titoli di stato (MTS)

d. il Mercato Bondvision x la negoziazione via internet all'ingrosso di titoli di stato

e. il Mercato all'ingrosso delle obbligazioni non governative e dei titoli emessi da organismi internazionali partecipati da stati.

- **Gestiti da MTS S.P.A.**

9.1 *La trasformazione dei mercati regolamentati*

- Il legislatore del '96 descrisse le tappe attraverso le quali il mercato di borsa, quello ristretto e quello dei prodotti derivati sarebbero passati dal modello organizzativo pubblico a quello privato.

- Il **consiglio di borsa** doveva presentare alla Consob un progetto concernente la costituzione di una o più società per azioni aventi per oggetto la gestione della borsa valori, del mercato ristretto e quello dei derivati.

- Esso decise di costituire una sola società: **Borsa italiana S.P.A.**, società con scopo di lucro destinata a gestire tutti e tre i mercati, il cui 51% fu riservato dal consiglio di borsa agli intermediari che possono negoziare nei mercati regolamentati

9.2 *le società di gestione dei mercati regolamentati*

- **Borsa italiana S.P.A.:** dopo l'accordo 2007 con LSE (London stock exchange) furono eliminate le clausole di voto di sapore consortile, mentre furono conservate quelle che prevengono possibili **conflitti d'interesse** nonché quelle che stabiliscono l'**incompatibilità** tra le cariche di amministratore delegato e direttore generale della società con qualsiasi posizione di amministratore o dirigente, o con quelle di detentore di partecipazioni di controllo in SIM, banche abilitate, società di gestione di mercati regolamentati, emittenti e società nel settore creditizio, assicurativo e finanziario.

- Lo statuto prevede poi un **comitato di consultazione**, con funzioni di **consulenza** e **proposta** al CdA.

- **MTS S.P.A.:** fino al 2004 limite massimo partecipazione sociale 5%; ora partecipazione di maggioranza 60% detenuta da una holding partecipata da Borsa italiana (49%) e da euronext (51%); non più limiti alle partecipazioni ed eliminato voto di lista, però si prevede che il trasferimento del controllo debba ricevere il preventivo gradimento del MEF

- **TLX:** costituito nel 2002 su iniziativa di importanti gruppi bancari, non ha scopo di lucro, non persegue la remunerazione del capitale sociale bensì la minimizzazione dei costi di erogazione dei servizi offerti in un'ottica di equilibrio del proprio bilancio annuale di esercizio.

9.3 *I mercati gestiti da borsa italiana S.P.A.*

- Sono la **Borsa** e l' **IDEM**; trovano la propria disciplina nel regolamento dei mercati organizzati e gestiti dalla Borsa Italiana S.P.A. deliberato e approvato nel 97.

9.3. Le regole comuni per la borsa e l'idem:

- Il regolamento detta norme comuni al Mercato di Borsa e al Mercato IDEM, queste le principali regole comuni;

- L'ammissione alla **quotazione** avviene su domanda dell'emittente. Il regolamento prevede **condizioni** di ammissione sia per lo SF sia per l'emittente.

- Borsa italiana può **respingere** la domanda di ammissione a quotazione con provvedimento motivato "se le caratteristiche dello SF siano tali da far ritenere che non possa aver luogo la formazione di un mercato regolamentato" e "se la situazione dell'emittente sia tale da rendere l'ammissione contraria all'interesse degli investitori. A tal fine la Borsa italiana farà prevalentemente riferimento ai seguenti elementi; la presenza di gravi squilibri nella struttura finanziaria, un critico posizionamento competitivo nei principali settori di attività, l'evidenza di importanti fattori d'incoerenza nel piano industriale".

- E ancora aggiunge che "la Borsa italiana può subordinare, nel solo interesse della tutela degli investitori, l'ammissione alla quotazione a qualsiasi condizione particolare che ritenga opportuna e che sia esplicitamente comunicata al richiedente".

- Il regolamento indica poi condizioni di ammissione x ciascuna categoria di titoli (ad es. x le azioni richiede: a) capitalizzazione di mercato almeno 40mln., b) flottante > 25%)

- Può ben succedere che un'emittente chieda l'ammissione alla quotazione di SF non sufficientemente diffusi tra il pubblico; per realizzare il flottante richiesto l'emittente può effettuare una sollecitazione del pubblico risparmio funzionale al raggiungimento di tale obiettivo.

- Per la prima quotazione di azioni, warrant o quote di fondi chiusi, il regolamento prevede uno **sponsor** (banca o SIM che garantisca la qualità dell'emittente e dello SF) o, in alcune ipotesi (ad es. x il segmento **star**) si richiede uno **specialista** (soggetto che si impegna ad esporre continuamente proposte di acquisto e di vendita sul titolo, contenute entro soglie predeterminate)

- Anche i requisiti che devono presentare gli emittenti variano con il variare del titolo del quale si chiede l'ammissione a quotazione.

- L'ammissione alle negoziazioni può poi essere sospesa o revocata da parte della società di gestione, "se la regolarità del mercato dello sf stesso non è temporaneamente garantita o rischia di non esserlo, ovvero se lo richieda la tutela degli investitori".

La sospensione ha durata max di 18 mesi e "decorso tale termine senza che siano venuti meno i motivi che l'hanno giustificata, Borsa italiana S.P.A. Provvede alla revoca dell'ammissione".

- Il regolamento di un mercato può prevedere una serie di obblighi a carico degli emittenti, che si aggiungono a quelli fissati dalla legge e dai regolamenti Consob.

Così il regolamento della Borsa italiana impone agli emittenti di portare a conoscenza della stessa Borsa italiana;

- notizie idonee ad influenzare sensibilmente il prezzo prima della pubblicazione

- partecipazioni rilevanti

- variazioni del capitale sociale

- Il regolamento prevede anche sanzioni private x gli emittenti che non osservano i doveri di comportamento (da 5000 a 100000 euro)

- Il regolamento disciplina poi le condizioni di ammissione degli operatori autorizzati allo svolgimento delle attività di negoziazione x conto proprio o x conto terzi.

- Stabilisce che essa è subordinata ad un accertamento, effettuato da Borsa italiana, della loro

capacità di svolgere la loro attività assicurando il regolare funzionamento del mercato.

- Anche nei confronti degli operatori che non osservino i doveri loro imposti dal regolamento, la Borsa italiana S.P.A. Può assumere provvedimenti sanzionatori.

- Il regolamento fissa poi le modalità di negoziazione e di rilevazione dei prezzi; modalità che variano nei vari comparti. Qui ricordiamo solo che le negoziazioni debbono concernere sempre un quantitativo minimo e che, pertanto, possono “lasciare sul campo” delle “spezzature”

9.3.2 Il mercato ufficiale di borsa

- Si articola in 6 comparti:

- **MTA (mercato telematico azionario)**: sul quale si negoziano azioni, obbligazioni convertibili, diritti di opzione warrant e nell'ambito del quale è stato individuato il “segmento star”, riservato alle azioni di media capitalizzazione, e il “segmento blue chips”, ossia società con una capitalizzazione di borsa particolarmente elevata.

Le operazioni di compravendita sono oggetto di verifica della loro materiale conclusione da parte di Borsa italiana S.P.A., e liquidate entro il terzo gg di borsa aperta, successivo alla stipulazione.

Con riguardo alla rilevazione dei prezzi il regolamento distingue tra prezzo ufficiale giornaliero (cioè il prezzo medio ponderato dell'intera quantità di titoli negoziati sul mercato durante la seduta) e prezzo di riferimento della giornata (cioè il prezzo medio ponderato relativo all'ultimo 10% della quantità dello strumento negoziata nel mercato).

- **SEDEX (mercato telematico dei securitised derivatives)**: sul quale si negoziano: a) covered warrant, ossia SF, diversi dai warrant, che conferiscono la facoltà di acquistare e vendere, alla o entro la data di scadenza, un certo quantitativo dell'attività sottostante ad un prezzo stabilito. b) certificates, ossia sf diversi da covered warrant, che replicano l'andamento di un'attività sottostante.

- **TAH (mercato after hours)**: nel quale si negoziano azioni caratterizzate da particolare liquidità in orari successivi alla chiusura delle contrattazioni diurne.

- **MOT (mercato telematico delle azioni e dei titoli di stato)**: ha x oggetto la negoziazione di obbligazioni diverse da quelle convertibili, titoli di stato, euro-obbligazioni, obbligazioni di emittenti esteri, asset backed securities (ABS) ossia SF emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione, e altri titoli di debito. Le modalità di negoziazione sono praticamente le stesse del MTA, ma il prezzo ufficiale è il prezzo medio ponderato di sottoscrizione e non si determina alcun prezzo di riferimento.

- **(etfplus) mercato telematico degli OICR aperti e ETC** : dove si negoziano quote o azioni di OICR aperti e di Exchange traded commodities, ossia SF emessi a fronte dell'investimento in merci.

- **MIV (mercato telematico degli investment vehicles)**: sul quale si negoziano azioni di Investment Companies (società che hanno come oggetto sociale l'investimento in partecipazioni) e di Real Estate Investment Companies (società che svolgono in via prevalente attività d'investimento immobiliare), obbligazioni convertibili, warrant e diritti d'opzione emessi da tali società, nonché quote di fondi chiusi.

9.3.3 il mercato degli strumenti derivati

- In esso “possono essere negoziati contratti futures e contratti di opzioni aventi come sottostante SF, tassi d'interesse, valute, merci e relativi indici”, attività che “deve soddisfare caratteristiche di liquidità, continuità delle negoziazioni, disponibilità e reperibilità di tutte le info rilevanti, disponibilità di prezzi ufficiali”.

- **Oggetto delle negoziazioni** possono essere anche indici di borsa (ad es. MIB30, società con più alta capitalizzazione e liquidità, o MIDEX, società a media capitalizzazione)
- Gli **operatori** possono operare sull' IDEM sia come brokers, sia come dealers, ed anche come market makers.
- Le **negoziazioni** su questo mercato avvengono esclusivamente nella forma di negoziazione continua.
- Il **prezzo ufficiale** viene individuato nel prezzo di chiusura giornaliero, e non quindi nel prezzo medio ponderato.

9.4 Il mercato all'ingrosso di titoli di Stato (MTS)

- Sono negoziabili i titoli emessi dalla Stato italiano e da Stati esteri. È un mercato all'ingrosso, x cui gli SF sono negoziati x quantitativi minimi fissati.
- Piuttosto selettiva è l'ammissione degli intermediari; banche ed imprese d'investimento solo se autorizzate al servizio di negoziazione x conto proprio e se in possesso del patrimonio netto minimo stabilito. Sono poi ammessi di diritto il MEF e la BI.
- Nell'ambito degli operatori ammessi si prevede la categoria degli “**operatori principali**” (patrimonio di almeno 39milioni di euro e struttura organizzativa adeguata x il corretto svolgimento degli obblighi), i quali assumono l'impegno di formulare, in via continuativa, proposte di acquisto e di vendita in ordine alle specie di sf che verranno assegnate a ciascun operatore principale dalla società di gestione.
- Le negoziazioni avvengono secondo il metodo della negoziazione continua che si protrae x l'intera giornata, i contratti vengono stipulati dagli operatori in nome e x conto proprio (dealers).

9.5 Il mercato Bondvision

- In esso si negoziano, soltanto via internet, titoli dello Stato italiano o di Stati esteri. È un mercato all'ingrosso, ed anche qui si individuano gli “operatori principali”.

9.6 Il mercato all'ingrosso delle obbligazioni non governative

- La società MTS gestisce anche un altro mercato all'ingrosso, quello delle “obbligazioni non governative, sia italiane che estere, e delle obbligazioni emesse da organismi internazionali partecipati da stati”. È un mercato all'ingrosso.
- Alle negoziazioni sono ammessi gli stessi operatori che possono operare sul mercato all'ingrosso dei titoli di stato, e nell'ambito degli stessi vengono individuati gli “operatori principali” con il ruolo di market makers.

10. Gli organismi di compensazione, liquidazione e garanzia

- La liquidazione delle operazioni su **strumenti finanziari non derivati**; avviene attraverso compensazione, i servizi di liquidazione sono svolti dalla Monte Titoli S.P.A.
- Per effetto della compensazione ciascun intermediario risulterà titolare di un saldo, attivo o passivo, nei confronti dell'insieme degli altri operatori, in denaro o in titoli.
- Il relativo saldo gli verrà addebitato o accreditato tramite una banca partecipante al sistema dei pagamenti interbancari.

- La liquidazioni delle operazioni aventi ad oggetto **strumenti finanziari derivati**; viene svolta dalla “Cassa di compensazione e garanzia S.P.A.”, che assume in proprio le posizioni contrattuali degli operatori.

- Le operazioni da regolare sono **irrevocabili** dal momento del “time stamp di riscontro”, ossia il timbro elettronico apposto dai servizi di riscontro.

- L'adempimento puntuale delle obbligazioni, una volta effettuate le operazioni di compensazione e liquidazione, è svolto dalla Cassa di compensazione e garanzia (il cui controllo è detenuto da Borsa italiana S.P.A.).

- Due sono i modelli di garanzia adottati dalla Cassa di compensazione e garanzia;

1. la **costituzione e gestione di un fondo di garanzia** costituito con gli apporti degli intermediari (può essere adottato solo x le operazioni in sf non derivati);
in tal caso la Cassa si limita a gestire le risorse dei “fondi di garanzia” che garantiscono il buon fine dell'esecuzione dei contratti in caso d'insolvenza di controparte.

- La Casa non risponde nei confronti dei creditori dell'operatore insolvente, ma effettua il pagamento degli importi indicati sui certificati di credito rilasciati a conclusione del procedimento di accertamento dell'insolvenza di mercato, utilizzando in primo luogo il margine versato dall'insolvente, poi in caso d'insufficienza dello stesso, i margini degli altri partecipanti alle negoziazioni. Qualora tali margini dovessero risultare ancora insufficienti, la cassa provvede a richiedere ai partecipanti alle negoziazioni, salvo l'insolvente, una quota di contribuzione aggiuntiva determinata in misura proporzionale alla media giornaliera dei contratti conclusi negli ultimi 2mesi.

2. l'**assunzione del ruolo di controparte**, nei singoli rapporti, di ciascuno degli intermediari, con sostituzione della Cassa nelle posizioni “debitorie ” nei loro confronti. (può essere adottato sia x le operazioni con sf non derivati che derivati, in quest'ultimo caso è l'unico consentito); in tal caso la Cassa diviene controparte di ciascuno dei contraenti del contratto, esonerando così ogni parte di questi contratti dal rischio d'insolvenza di controparte.

- La stipulazione di un contratto con la Cassa di compensazione è condizione necessaria x poter essere ammessi a negoziare su un mercato dei derivati, e il versamento dei margini è condizione necessaria x poter concretamente operare sul mercato.

- In caso d'inadempimento all'obbligo di versamento dei margini, la Cassa di compensazione e garanzia può sospendere l'operatore dalle negoziazioni.

11. informazione societaria, insider trading e manipolazione dei mercati

L'ampiezza e la qualità delle informazioni fornite agli operatori e il divieto di utilizzazione, nelle negoziazioni, di informazioni riservate costituiscono presupposti necessari per il buon funzionamento dei mercati regolamentati e per l'allocazione ottima del risparmio agli stessi affidato. Di qui l'importanza delle norme che impongono alle società quotate di rendere pubbliche tutte le notizie rilevanti per una corretta valutazione dei titoli dalle stesse emessi e il divieto, per coloro che detengano informazioni rilevanti e non ancora pubbliche, di avvalersi di tali informazioni per l'acquisto o la vendita di titoli negoziati sui mercati regolamentati.

L'art.114 del T.U., così come modificato dalla legge di attuazione della direttiva sul market abuse, stabilisce che “gli emittenti quotati e i soggetti che li controllano comunicano al pubblico, senza indugio le informazioni privilegiate che riguardano direttamente detti emittenti e le società controllate”.

A norma dell'art. 181 del T.U. “per informazione privilegiata si intende un'informazione di

carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente direttamente o indirettamente, uno o più emittenti strumenti finanziari, o uno o più strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari”.

Un'informazione si ritiene di carattere preciso se:

- si riferisce ad un complesso di circostanze esistenti o che si possa ragionevolmente prevedere che verrà ad esistenza, o ad un evento verificatosi o che si possa ragionevolmente prevedere che si verificherà;
- è sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto del complesso di circostanze o dell'evento sui prezzi degli strumenti finanziari”.

L'obbligo di comunicazione delle informazioni privilegiate si aggiunge all'obbligo di informazione su tutta un'altra serie di eventi, riguardanti l'emittente quotato che costituiscono l'informazione societaria ordinaria.

Le informazioni sono rese pubbliche attraverso un comunicato dell'emittente;

- trasmesso alla società di gestione del mercato, che deve metterlo immediatamente a disposizione del pubblico;
- inviato a cura dello stesso emittente ad almeno 2 agenzie di stampa e
- contemporaneamente trasmesso alla Consob.

Gli amministratori della società emittente possono, tuttavia, opporsi alla divulgazione di notizie relative a qualcuno degli eventi rilevanti, assumendo che tale divulgazione arreca grave danno alla società; l'opposizione comporta l'automatica sospensione della comunicazione dell'informazione al pubblico e la Consob, entro 7 giorni può escludere anche parzialmente o temporaneamente la divulgazione dell'informazione stessa, sempre che ciò non possa indurre in errore il pubblico su fatti e circostanze essenziali (l'interesse generale prevale sull'interesse sociale).

“Insider trading”

Il legislatore, nello stesso momento in cui impone alla società emittente di rendere pubblica ogni informazione privilegiata, punisce “con la reclusione da 1 a 6 anni e con la multa da euro 20000 a 3milioni chiunque, essendo in possesso di informazioni privilegiate in ragione della sua qualità di membro di organi di amministrazione, direzione o controllo dell'emittente, della partecipazione al capitale dell'emittente, ovvero dell'esercizio di una attività lavorativa:

- acquista, vende o compie altre operazioni, direttamente o indirettamente, per conto proprio o per conto terzi, su strumenti finanziari utilizzando le informazioni medesime;
- comunica tali informazioni ad altri (tipping), al di fuori del normale esercizio della professione;
- raccomanda o induce altri, sulla base di esse, al compimento di taluna delle operazioni della lettera a)”.

L'informazione, il cui possesso fa nascere l'obbligo di astenersi, deve essere un'informazione “di carattere preciso” (non rumours di mercato), può concernere sia l'emittente che i titoli e deve essere “price sensitive”, ossia che, se resa pubblica, sarebbe idonea ad influenzare “in modo sensibile” il prezzo dei titoli.

L'insider è punito indipendentemente dal fatto che le operazioni vietate, e dallo stesso compiute, abbiano effettivamente inciso su prezzo dei titoli (siamo in presenza di un reato di pericolo, sanzionato indipendentemente dal fatto che il comportamento abbia effettivamente determinato una concreta modificazione dei corsi). La ragione di ciò sta nel fatto che tale norma protegge un interesse indisponibile, quello alla credibilità del mercato regolamentato, i risparmiatori devono infatti poter credere che le contrattazioni sul mercato regolamentato avvengono “lealmente”, senza posizioni di privilegio.

Le disposizioni in materia di insider trading non si applicano alle negoziazioni di azioni, obbligazione e altri di strumenti finanziari propri quotati, effettuate nell'ambito di programmi di riacquisto.

“Aggiotaggio su strumenti finanziari”

Il Testo Unico si preoccupava anche di proteggere la funzionalità del mercato regolamentato e il corretto ed ordinato svolgimento della negoziazione, sanzionando penalmente la c.d. “manipolazione del mercato”. Quest’ultima è un’operazione in qualche misura speculare a quella che compie l’insider, dal momento che la stessa non consiste nell’utilizzazione di un’informazione vera ma riservata, bensì nella divulgazione di un’informazione falsa e comunque nella fittizia movimentazione del mercato (che può comprometterne l’efficienza).

Il legislatore stabilisce che “chiunque diffonde notizie false, ovvero pone in essere operazioni simulate o altri artifici concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari, ovvero incide in modo significativo sull'affidamento che il pubblico ripone nella stabilità delle banche è punito con la reclusione da 1 a 6 anni e con la multa da euro 20000 a 5milioni”.

La Consob può costituirsi parte civile nel processo penale e richiedere a titolo di riparazione dei danni cagionati dal reato all'integrità del mercato, una somma determinata dal giudice, anche in via equitativa.

VII – LA DISCIPLINA DELLE SOCIETA' CON AZIONI QUOTATE

1) Linee di politica legislativa

Per “società con azioni quotate” devono intendersi le **società italiane** i cui titoli sono ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato italiano.

Il legislatore ha dettato, a partire dal 1974, una serie di norme per le società quotate sui mercati regolamentati che hanno progressivamente ed in misura sempre più accentuata inciso sulla disciplina comune delle società per azioni, contribuendo a costituire per le stesse uno statuto del tutto peculiare. Il Testo Unico si era messo su questa stessa strada, dettando ulteriori norme speciali per le società quotate ed in questa stessa prospettiva si muovono le modificazioni al T.U. introdotte, con la legge del 2005 n. 262. Questa tendenza non è stata contraddetta dalla riforma del diritto societario per le società per azioni che fanno ricorso al mercato dei capitali, intendendosi per tali le società per azioni con azioni quotate in mercati regolamentati o diffuse tra il pubblico in misura rilevante. La riforma ha altresì precisato che le norme dettate per la generalità delle società per azioni e per quelle che fanno ricorso al mercato dei capitali si applicano alle società emittenti di azioni quotate in mercati regolamentati in quanto non sia diversamente disposto da altre norme o da leggi speciali.

Tutto ciò non basta per affermare che il nostro ordinamento individua nella società quotata un nuovo tipo di società, anche se la norma (art. 2437-quinquies c.c.) che consente ai soci di recedere dalla società quotata “quando non hanno concorso alla deliberazione che comporta l'esclusione dalla quotazione”, offre un notevole indizio in tal senso.

Nella disciplina delle società quotate si intersecano norme proprie dell’ordinamento del mercato e norme di diritto societario, e spesso è difficile distinguere le une dalle altre.

- **norme di mercato** che dovranno trovare applicazione anche nei confronti delle imprese estere;
- **norme di diritto societario** che concorrono a disciplinare il soggetto emittente e non dovrebbero, almeno in linea di principio, trovare applicazione nei confronti delle imprese straniere (alle quali si applicherà l'ordinamento del paese d'origine).

Entrambe dovrebbero tendere ad un obiettivo comune, e cioè quello di favorire gestioni le più efficienti possibili delle attività imprenditoriali. Le norme di mercato, consentendo la circolazione dei diritti proprietari in modo da assicurarne la titolarità ai soggetti che meglio sanno esercitarli, le

norme societarie, individuando il contenuto di quei diritti e utilizzando strumenti di intervento sulla gestione diversi dalla sostituzione dei gestori conseguente al trasferimento dei diritti. Le norme di mercato dovrebbero facilitare la contendibilità del controllo, le norme societarie incidere sulle modalità con le quali quel controllo viene esercitato.

Tra le stesse esiste un rapporto di strumentalità generalmente riconosciuto, nel senso che il rafforzamento dell'una favorisce l'efficacia dell'altra.

Il T.U. distingue varie categorie di emittenti quotati, e applica a ciascuna una specifica disciplina. In particolare, il Testo Unico definisce “emittenti quotati” “i soggetti italiani o esteri che emettono strumenti finanziari quotati nei mercati regolamentati italiani”. Questo insieme di soggetti viene dunque individuato con esclusivo riferimento al mercato nel quale sono quotati e a nulla rileva lo stato d'origine dell'emittente.

Il T.U. contempla poi una seconda categoria di soggetti, ossia “gli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine” e a questa categoria di soggetti appartengono:

1. gli emittenti azioni ammesse alle negoziazioni in mercati regolamentati italiani o di altro Stato membro della Comunità Europea, aventi sede in Italia;
2. gli emittenti titoli di debito di valore nominale unitario inferiore ad euro 1000, o valore corrispondente in valuta diversa, ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati italiani o di altro Stato membro della Comunità Europea, aventi sede in Italia.

Il Testo Unico dettava una disciplina per le società quotate notevolmente diversa da quella applicabile alla generalità delle società per azioni anche da quella prevista per le società a capitale diffuso ma non quotate. Negli anni successivi all'entrata in vigore del Testo Unico, lo statuto delle società per azioni quotate si allontana ulteriormente dalle norme di diritto comune delle società per azioni anche per la diffusa adozione da parte delle quotate del **Codice di autodisciplina**, predisposto nel '99 da Borsa italiana S.p.A. (rivisto prima nel 2002 e, da ultimo, nel 2006).

Questo codice la cui adozione è obbligatoria per la quotazione delle azioni su almeno un segmento (quello STAR) del Mercato di Borsa, prevede una disciplina del consiglio di amministrazione che:

- a) ne accentua il ruolo strategico nell'ambito della governance societaria;
- b) ne favorisce la capacità di perseguire l'interesse della società attraverso l'imposizione di un certo numero di amministratori indipendenti e obblighi stringenti di informazione da parte degli amministratori delegati;
- c) ne rafforza il potere di controllo sulla gestione attraverso la costituzione di comitati per il controllo interno (audit committee);
- d) cerca di contenere l'ambito dei conflitti di interesse attraverso norme specifiche per le operazioni con le parti correlate.

L'adozione del suddetto codice ha contribuito ad imporre nelle società quotate il rispetto di “best practices” sconosciute alle società non quotate.

2. La trasparenza degli assetti proprietari

Il T.U. impone una compiuta **trasparenza** degli assetti proprietari degli “emittenti azioni quotate aventi l'Italia come stato membro d'origine”, ossia, essenzialmente, delle società aventi sede in Italia con azioni ammesse alla negoziazione nei mercati regolamentati italiani o di altro stato membro della Comunità europea; trasparenza non solo nei confronti della società quotata partecipata, ma anche nei confronti della Consob e del mercato. L'obbligo di trasparenza non concerne, per altro, una qualsiasi partecipazione, ma soltanto quelle che posso avere un'incidenza significativa sul potere di gestione della società.

Essenziale, per cogliere il significato della relativa disciplina, è la nozione di **partecipazione** e, nel determinarla, il T.U. è stato costretto a tener conto del fatto che la riforma societaria ha riconosciuto diritti amministrativi anche a strumenti finanziari diversi dalle azioni.

L'art.1 del T.U. N. 58 del 98, introdotto nel 2004, stabilisce che per “partecipazioni si intendono le

azioni, le quote e gli altri strumenti finanziari che attribuiscono **diritti amministrativi** o comunque quelli previsti dall'art. 2351 del c.c. (gli statuti possono dotare gli strumenti finanziari del diritto di voto su argomenti specificamente indicati)".

Il nuovo concetto di partecipazione dovrebbe essere utilizzato anche nella ricostruzione della disciplina che regola gli obblighi di comunicazione delle partecipazioni sociali dettata dall'art. 120 del T.U.. Questa norma stabilisce, per altro, che coloro che partecipano in una società con azioni quotate in misura superiore al 2% del capitale sociale, ne danno **comunicazione** alla società partecipata e alla Consob, intendendosi per capitale sociale "quello rappresentato da azioni con diritto di voto".

La Consob può, con provvedimento motivato da esigenze di tutela degli investitori, nonché di efficienza e trasparenza del mercato, prevedere soglie inferiori, per un limitato periodo di tempo, per le società ad elevato valore corrente e con azionariato particolarmente diffuso.

Il Testo Unico ha affidato alla Consob il compito di fissare "i criteri per il calcolo delle partecipazioni avendo riguardo anche alle partecipazioni indirettamente detenute e alle ipotesi in cui il diritto di voto spetta o è attribuito a soggetto diverso dal socio" e la stessa ha stabilito che "ai fini degli obblighi di comunicazione sono considerate partecipazioni le azioni delle quali un soggetto è titolare, anche se il diritto di voto spetta o è attribuito a terzi, ovvero se è sospeso".

Il legislatore ha ritenuto importante imporre la trasparenza anche alle variazioni delle partecipazioni rilevanti, sia in aumento sia in diminuzione, demandando alla Consob l'individuazione delle variazioni che comportano l'obbligo di comunicazione. E il Regolamento Emittenti ha stabilito che devono essere comunicati alla società partecipata ed alla stessa Consob (la quale entro 3 giorni lo comunica al mercato) l'avvenuto superamento in aumento delle soglie percentuali del 2, 5, 10 e successivi multipli di 5 fino al 50%, nonché la riduzione della partecipazione entro le medesime soglie. Il legislatore ha previsto, in caso di omessa comunicazione, oltre ad una sanzione amministrativa, anche una sanzione civile, ossia la sospensione del diritto di voto inerente alle azioni quotate e agli strumenti finanziari eccedenti la soglia, e non l'intera partecipazione. E, secondo un modello legislativo ormai consueto, il legislatore stabilisce l'annullabilità delle deliberazioni assunte con il voto determinante delle azioni o degli strumenti finanziari per i quali l'esercizio del relativo diritto non poteva essere esercitato; tale annullabilità può essere fatta valere anche dalla Consob, entro 6 mesi dalla data della deliberazione o della sua iscrizione nel registro delle imprese.

Il Regolamento Consob impone obblighi di comunicazione anche con riferimento alle **partecipazioni potenziali**", distinguendo le "**partecipazioni potenziali in acquisto**", cioè azioni che costituiscono il sottostante di strumenti finanziari che, in virtù di un accordo giuridicamente vincolante, attribuiscono al titolare, su iniziativa esclusiva dello stesso, il diritto incondizionato di acquistare, tramite consegna fisica, le azioni sottostanti, dalle "**partecipazioni potenziali in vendita**" (stessa definizione solo con diritto incondizionato di vendere).

In riferimento alle partecipazioni detenute dalle società quotate in società non quotate, l'art.120 comma 3, stabilisce che gli emittenti azioni quotate, aventi l'Italia come Stato membro d'origine "che partecipano in misura superiore al 10% del capitale in una società con azioni non quotate o in una società a responsabilità limitata, anche estere, ne danno comunicazione alla società partecipata e alla Consob".

La determinazione della partecipazione che fa nascere l'obbligo di comunicazione avviene sulla base degli stessi criteri adottati nelle società quotate, mentre diverse sono le modalità di pubblicazione dell'informazione, da effettuarsi solo in coincidenza con la diffusione del progetto di bilancio, del bilancio e della relazione semestrale.

Il D.Lgs. n. 229 del 2007, dando attuazione della direttiva OPA, ha introdotto nel T.U. l'art 123-bis che impone una più accurata informazione sugli assetti proprietari delle società quotate, prevedendo

che la **relazione degli amministratori** fornisca informazioni dettagliate sulla struttura proprietaria, individuando espressamente quali siano i profili della struttura proprietaria rilevanti a tal fine (struttura del capitale sociale, qualsiasi restrizione al trasferimento di titoli, le partecipazioni rilevanti nel capitale, dirette e indirette, qualsiasi restrizione al diritto di voto ecc.)

3. La disciplina delle partecipazioni reciproche

Le norme di **diritto comune** non pongono limiti alla partecipazione reciproca fra due società, se non nell'ipotesi in cui vi sia fra le stesse un rapporto di controllo: in tal caso l'art 2359-bis cc impedisce alla società controllata di acquisire una partecipazione superiore al 10% del capitale sociale della controllante, impone che tale acquisto avvenga comunque nei limiti stabiliti per l'acquisto delle azioni proprie e inibisce alla controllata l'esercizio del diritto di voto nell'assemblea della controllante.

Il legislatore sottopone, invece, a vincoli l'acquisizione di partecipazioni reciproche, quando anche una soltanto delle società coinvolte sia una società quotata, e, nello stesso tempo tiene ferma la disposizione dell'art. 2359-bis quando tra le due società già sussista un rapporto di controllo. In particolare, il legislatore vieta le partecipazioni reciproche, che coinvolgono almeno una "**società quotata**", stabilendo che;

- a) una società quotata non può partecipare in un'altra società quotata in misura superiore al 2% del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto se, a sua volta, è partecipata da quest'ultima in misura superiore alla stessa soglia.
- b) una società quotata non può assumere una partecipazione superiore al 10% in una società per azioni non quotata o in una società a responsabilità limitata se dalle stesse è partecipata in misura superiore al 2%.
- c) una società non quotata non può assumere una partecipazione superiore al 2% in una società quotata se è partecipata da quest'ultima in misura superiore al 10%.

La suddetta norma non si applica nell'ipotesi in cui una delle due società coinvolte abbia già il **controllo** dell'altra, trovando in tal caso applicazione esclusivamente l'art 2359-bis cc.

Nel caso di inosservanza dei suddetti divieti; "la società che ha superato il limite successivamente non può esercitare il diritto di voto inerente alle azioni o quote eccedenti, e deve alienarle entro 12 mesi dalla data in cui ha superato il limite", e in caso di mancata alienazione entro tale termine la sospensione del diritto di voto si applica all'intera partecipazione.

Per stabilire quale dei due acquisti debba considerarsi precedente o successivo si dovrà far riferimento al momento del trasferimento delle azioni, che non è sempre individuabile con facilità tenuto conto della natura di contrattazione di massa propria delle negoziazioni che si svolgono sul mercato mobiliare. Il legislatore ha, tuttavia, previsto che "se non è possibile accertare quale delle due società ha superato il limite successivamente, la sospensione del diritto di voto e l'obbligo di alienazione si applica ad entrambe le società, salvo loro diverso accordo". Ciò che interessa il legislatore è evitare che l'esercizio contemporaneo del diritto di voto in entrambe le società reciprocamente partecipate comporti un inquinamento della volontà assembleare delle stesse; e tale obiettivo è raggiunto anche nell'ipotesi in cui, per accordo tra le parti, la sospensione del voto colpisca la società che per prima ha effettuato l'acquisto (patto di voto sottoposto alla disciplina dei patti parasociali).

Dal momento che tutti gli ordinamenti degli Stati membri dell'Unione Europea consentono che le partecipazioni reciproche raggiungano soglie superiori a quelle previste dal legislatore italiano, il Testo Unico ha sentito il bisogno di ammettere che le partecipazioni reciproche, tra società quotate, possano salire fino al 5% del capitale purché tale superamento "abbia luogo a seguito di un accordo preventivamente autorizzato dall'assemblea ordinaria delle società interessate".

Nel calcolo della partecipazione detenuta si deve tener conto di quelle possedute tramite società controllate o per interposta persona o società fiduciarie e dei diritti di voto dei quali un soggetto dispone. Allo scopo è necessario prendere in considerazione anche le partecipazioni reciproche realizzate attraverso rapporti di gruppo (ad es: se un soggetto possiede + del 2% in una quotata, questa o il soggetto che la controlla non possono acquistare + del 2% in una quotata controllata dal primo).

Il limite all'assunzione di partecipazioni reciproche potrebbe rappresentare, ed ha rappresentato in passato, una formidabile arma anti scalata. Proprio per evitare questo ostacolo alla circolazione dei diritti proprietari, il Testo Unico ha stabilito che le norme che prevedono limiti all'assunzione di partecipazioni reciproche non si applicano quando i predetti limiti siano superati a seguito di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio diretta a conseguire almeno il 60% delle azioni ordinarie.

4. I patti parasociali

L'esistenza di un patto parasociale può incidere profondamente sull'assetto dei diritti proprietari sotto il profilo sia della loro circolazione (**sindacati di blocco**) sia della loro effettiva rilevanza nella gestione (**sindacati di voto**). Il Testo Unico, nel momento in cui ribadisce la loro compatibilità con i principi generali sia del diritto societario sia dell'ordinamento dei mercati regolamentati, ritiene necessario, da un lato, rendere **palesi** le relative convenzioni e, dall'altro, **porre vincoli** al loro contenuto, allo scopo di evitare che costituiscano un ostacolo eccessivo alla circolazione dei diritti ed a un libero esercizio degli stessi.

4.1. La fattispecie

Il T.U. prende in considerazione i patti, in qualunque forma stipulati, "aventi per oggetto l'esercizio del diritto di voto nelle società quotate e nelle società che le controllano" (**sindacati di voto**) (art. 122, 1° comma), nonché quelli:

- a) che istituiscono obblighi di preventiva consultazione per l'esercizio del diritto di voto nelle società con azioni quotate e nelle società che le controllano (**patti di consultazione**) (ma che non impongono alcun vincolo all'esercizio del diritto di voto in assemblea);
- b) che pongono limiti al trasferimento delle relative azioni o di strumenti finanziari che attribuiscono il diritto all'acquisto o sottoscrizione delle medesime (**sindacati di blocco**) (ad es. warrant, obbligazioni convertibili, clausole di prelazione o di gradimento) (rientrano nell'ambito di questa categoria i patti che prevedono l'intrasferibilità assoluta delle azioni, le clausole di prelazione o di gradimento nonché le clausole che subordinino il diritto di una delle parti di vendere le proprie azioni al fatto che anche le altre parti siano poste in condizione di vendere le proprie azioni, o che vincolino la facoltà di costituire sulle azioni diritti reali limitati);
- c) che prevedono l'acquisto delle azioni o degli strumenti finanziari previsti alla lettera b);
- d) aventi per oggetto o per effetto l'esercizio, anche congiunto, di un **influenza dominante** su una società quotata o sulla società che la controlla;
- d-bis) volti a favorire o contrastare il conseguimento degli obiettivi di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio, ivi inclusi gli impegni a non aderire ad un'offerta.

Questi patti assumono rilevanza solo se riguardano le società con azioni quotate e le società che le controllano (società italiana con azioni quotate in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'Unione Europea).

Nella nozione di "patti aventi oggetto l'esercizio del diritto di voto" (**sindacati di voto**) dovrebbero rientrare, al di là del tenore letterale della norma, tutte e soltanto le convenzioni che abbiano per oggetto il diritto di voto, indipendentemente dal fatto che il diritto sia incorporato in un'azione o in

un altro strumento finanziario, e che introducano una qualsiasi deroga a quanto previsto dalla legge o dallo statuto in ordine sia alla sua titolarità sia alle modalità del suo esercizio. Il che significa che non vi rientrano, anzitutto, le convenzioni che abbiano per oggetto il trasferimento dell'azione o la costituzione di diritti reali sulla stessa, dal momento che in queste ipotesi le modificazioni della titolarità o delle regole di esercizio del voto non sono che la conseguenza, legislativamente prevista, della modificazione di altre situazioni giuridiche afferenti l'azione in quanto tale.

4.2. La disciplina

La disciplina dei patti parasociali dettata dal Testo Unico non è stata toccata dalla riforma del diritto societario del 2003, che pure si è occupata dei patti parasociali per le società per azioni non quotate. Tale disciplina prevede, da un lato, obblighi di trasparenza e pone, dall'altro, vincoli all'autonomia della parti.

Il T.U. prevede che i predetti patti siano, entro 5 giorni dalla stipulazione:

- a) comunicati alla Consob (anche le eventuali modifiche, rinnovo e scioglimento);
- b) pubblicati per estratto sulla stampa quotidiana;
- c) depositati presso il registro delle imprese (come lo statuto);
- d) comunicati alle società con azioni quotate.

È rimessa alla potestà regolamentare della Consob la determinazione delle modalità e dei contenuti della comunicazione dell'estratto e della pubblicazione.

La Consob ha poi precisato che tutti gli aderenti al patto sono solidalmente obbligati ad assolvere ai suddetti obblighi pubblicitari.

Due sono i tipi di sanzione civile previsti che il T.U. prevede per il mancato adempimento anche di uno soltanto dei predetti obblighi di pubblicità: la **nullità** del patto e la **sospensione** del diritto di voto inerente alle azioni quotate per le quali non sono stati adempiuti i predetti obblighi, con la conseguente annullabilità delle deliberazioni assembleari assunte con il voto determinante delle relative azioni; annullabilità che può essere fatta valere anche dalla Consob.

Il Testo Unico ha ritenuto preferibile ricollegare alla mancata pubblicazione tempestiva la nullità, piuttosto che l'inefficacia del patto, e la ragione di questa sta nel convincimento che la nullità costituisca uno strumento più efficace al fine di incentivare la pubblicazione del patto.

Gli obblighi di comunicazione non si applicano ai patti con partecipazioni complessive <2%

Il Testo Unico ha posto alcuni limiti all'autonomia privata in materia di durata dei patti e di diritto di recesso degli stessi. Per quanto concerne la durata, il Testo Unico ha previsto che i patti possano essere sia a tempo indeterminato sia a tempo determinato. Nella prima ipotesi ciascun contraente ha diritto di recedere dal patto con un preavviso di 6 mesi, nella seconda la durata massima consentita è di 3 anni, e il patto si intende stipulato per tale durata anche se le parti hanno previsto un termine maggiore. La previsione di un limite massimo di durata tende ad impedire che il patto renda irreversibile per un tempo eccessivamente lungo l'assetto del potere societario. Il Testo Unico, dopo aver fissato, un limite massimo alla durata delle convenzioni, ha sentito il bisogno di precisare che i patti sono rinnovabili alla scadenza attraverso la stipulazione, da parte dei contraenti, di una nuova convenzione di voto. L'ipotesi prevista dal Testo Unico non integra una mera modificazione del rapporto; infatti, quest'ultimo impone la cessazione del rapporto allo scadere del termine massimo consentito ed esclude, pertanto, tutti i meccanismi di rinnovo che sono propri delle tecniche di modificazione dei rapporti contrattuali. Così non possono ammettersi né il **rinnovo totale tacito**, né il **rinnovo parziale**, ossia per una parte dei soci.

Il Testo Unico prevede un'ipotesi di recesso anche dai patti stipulati a tempo determinato. Gli azionisti che intendano aderire ad un'offerta pubblica di acquisto o di scambio totalitaria **possono recedere senza preavviso** dal patto, a condizione che il contraente abbia aderito all'offerta, e che la stessa sia in grado di incidere pesantemente sulla struttura proprietaria della società. Il recesso produrrà lo scioglimento del vincolo solo se, a seguito dell'adesione all'OPA, è avvenuto il trasferimento della proprietà dell'azione.

5. La struttura finanziaria: azioni, azioni di risparmio, obbligazioni

Lo status di società quotata incide sulla disciplina degli strumenti finanziari che la società può emettere e attraverso i quali raccogliere risorse finanziarie sul mercato dei capitali. In particolare, la quotazione comporta deroghe alla disciplina generale delle azioni e delle obbligazioni e consente la emissione di una categoria di titoli (**azioni di risparmio**) preclusa alle società non quotate.

La riforma societaria ha, da un lato, contribuito a definire i concetti di azione e di obbligazione e, dall'altro, ha consentito alla società per azioni di emettere strumenti finanziari diversi sia dalle azioni sia dalle obbligazioni sia, infine, dalle c.d. azioni di risparmio. In particolare la stessa ha canonizzato l'esistenza di strumenti finanziari diversi dalle azioni e dalle obbligazioni, ma riconducibili al **capitale di rischio** e al capitale di debito. Più esattamente, ha consentito che la società per azioni possa emettere, "a seguito dell'apporto da parte di soci o di terzi anche di opere o servizi" strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale (art. 2346, 6° comma) ed ha altresì stabilito che la disciplina dettata per le obbligazioni "si applica inoltre agli strumenti finanziari, comunque denominati, che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società (art. 2411, 3° comma).

Dunque, nell'ambito degli strumenti finanziari diversi dalle azioni e dalle obbligazioni, il legislatore sembra distinguere gli strumenti finanziari partecipativi rappresentativi del capitale di rischio e gli strumenti non partecipativi che consentono la raccolta di capitale di debito.

Naturalmente le società quotate potranno emettere quegli strumenti finanziari diversi dalle azioni e dalle obbligazioni, anche se la loro tendenziale atipicità non ne faciliterà la quotazione sui mercati regolamentati. Di questo problema si fa carico la Consob che determina quali strumenti o prodotti finanziari, quotati in mercati regolamentati o diffusi fra il pubblico, devono avere un contenuto specifico.

5.1 *Le azioni*

Le azioni si caratterizzano per il fatto che i relativi apporti sono imputati a capitale con la conseguente applicazione della disciplina prevista per il capitale sociale e con esposizione integrale al rischio dell'investimento.

Le azioni delle società quotate sono sottoposte a disciplina speciale già in forza delle norme dettate per i mercati regolamentati; difatti devono necessariamente essere **dematerializzate** e la loro gestione è necessariamente **accentrata** (con conseguente sostituzione del certificato azionario con la certificazione dell'intermediario, in tutte le ipotesi in cui la legittimazione all'esercizio di un diritto sia subordinata al deposito del primo: es. intervento in assemblea).

La condizione per la quotazione è l'integrale **liberazione delle azioni** e l'assenza di vincoli alla loro circolazione (assenza quindi di clausole di gradimento o di prelazione).

Particolare rilevanza ha la disciplina del **diritto di opzione**:

- il termine per il suo esercizio viene modificato riducendosi da 30 a 15 giorni;
- nelle società con azioni quotate in mercati regolamentati, lo statuto può escludere il diritto di opzione nei limiti del 10% del capitale sociale preesistente, a condizione che il prezzo d'emissione corrisponda al valore di mercato delle azioni;
- se le azioni sono quotate in mercati regolamentati, i diritti di opzione non esercitati devono essere offerti nel mercato regolamentato dagli amministratori, per conto della società, per almeno 5 riunioni, entro il mese successivo alla scadenza del termine stabilito e il ricavato affluisce alla società.

La quotazione impone l'applicazione di un particolare criterio per la valutazione della quota da liquidare al socio receduto. L'art 2347ter stabilisce che tale **valutazione** non deve far riferimento al

patrimonio netto della società (come per le non quotate), ma alla media aritmetica dei prezzi di chiusura nei 6 mesi che precedono la pubblicazione ovvero ricezione dell'avviso di convocazione dell'assemblea le cui deliberazioni legittimano il recesso.

Particolari sono anche le modalità che debbono essere adottate per l'**acquisto di azioni proprie**. Tale acquisto deve avvenire in modo da assicurare la parità di trattamento tra gli azionisti, per questo motivo la Consob prevede che debba avvenire tramite OPA.

Le società quotate incontrano particolari limiti per quanto riguarda l'emissione di azioni con limitati diritti amministrativi: così l'art. 2351, 3° comma esclude che possano essere imposti limiti al diritto di voto "in relazione alla quantità di azioni possedute da uno stesso soggetto" (**voto scalare**), come è invece consentito nelle società non quotate.

5.2 Le azioni di risparmio

Il Testo Unico prevede che soltanto le società con azioni ordinarie quotate in un mercato regolamentato "possono emettere azioni prive del diritto di voto, dotate di particolari diritti di natura patrimoniale" (**azioni di risparmio**), ed ha anche precisato che "l'atto costitutivo determina il contenuto del privilegio, le condizioni, i limiti, le modalità e i termini per il suo esercizio". Quindi, è certo che la possibilità di emettere azioni di risparmio è condizionata alla previa quotazione delle azioni ordinarie della società emittente: non altrettanto certo è che la successiva esclusione dalla negoziazione delle azioni ordinarie comporti anche l'esclusione delle azioni di risparmio.

Pur rimettendo allo statuto l'individuazione dei privilegi di natura patrimoniale delle azioni di risparmio, il T.U. si preoccupa di fissare alcune regole inderogabili relative alle caratteristiche, alla circolazione e al quantitativo complessivo massimo delle medesime, stabilendo che:

- i certificati rappresentativi delle azioni portino "l'indicazione dei privilegi che le assistono" (se quotate anche le azioni di risparmio devono essere necessariamente dematerializzate);
- che pur potendo essere emesse al portatore, le azioni di risparmio dovranno essere necessariamente **nominative** non solo quando non siano interamente liberate, ma anche quando appartengono agli amministratori, ai sindaci e ai direttori generali della società;
- le azioni di risparmio possono essere anche emesse senza valore nominale.

In riferimento ad un limite all'ammontare complessivo delle azioni di risparmio in relazione al capitale sociale complessivo, la norma precedente è stata inglobata dal nuovo art. 2351 introdotto dalla riforma societaria, ai sensi del quale il valore complessivo delle "azioni senza diritto di voto, con diritto di voto limitato o subordinato al verificarsi di particolari condizioni" non può superare la metà del capitale sociale (finalità: evitare che il potere di gestione sia attribuito a soggetti esposti in misura eccessivamente limitata al rischio d'impresa).

Il rapporto tra azioni ordinarie, da un lato, e le azioni di risparmio e privilegiate prive di voto o a voto limitato, dall'altro, deve rimanere anche in caso di riduzione del capitale per perdite. Più esattamente, se in conseguenza della riduzione del capitale per perdite, l'ammontare delle suddette azioni supera la metà del capitale sociale, il rapporto suddetto deve essere ristabilito entro 2 anni mediante emissione di azioni ordinarie da attribuire in opzione ai possessori di azioni ordinarie.

Tuttavia, se la parte di capitale rappresentata da azioni ordinarie si è ridotta al di sotto di $\frac{1}{4}$ del capitale, devono essere riportate almeno ad $\frac{1}{4}$ entro 6 mesi.

La società si **scioglie** se tali rapporti non vengono ristabiliti nei termini predetti.

Il T.U. prevede un'organizzazione degli azionisti di risparmio articolata in un "**assemblea speciale**" (art. 146) e in un **rappresentante comune**.

L'assemblea speciale delibera:

- a) sulla nomina e sulla revoca del rappresentante comune e sull'azione di responsabilità nei

- suoi confronti;
- b) sull'approvazione delle deliberazioni dell'assemblea della società che pregiudicano i diritti della categoria;
 - c) sulla costituzione di un fondo per le spese necessarie alla tutela dei comuni interessi e sul rendiconto relativo;
 - d) sulla transazione delle controversie con la società;
 - e) sugli altri oggetti di interesse comune.

Il Testo Unico consapevole delle difficoltà che la stessa riunione dell'assemblea e l'assunzione delle relative deliberazioni potrebbero incontrare per l'assenteismo degli azionisti disinteressati, ha previsto che l'assemblea sia convocata dal rappresentante comune degli azionisti di risparmio o dagli amministratori della società entro 60 giorni dall'emissione o dalla conversione delle azioni quando lo ritengano necessario o ne sia fatta richiesta da tanti possessori di azioni di risparmio che rappresentino almeno l'1% delle azioni di risparmio della categoria (approvazione delle deliberazioni in prima e in seconda convocazione col voto favorevole di azioni che rappresentano rispettivamente del 20% e del 10% delle azioni in circolazione).

La disciplina del rappresentante comune degli azionisti di risparmio è modellata su quella vigente per il rappresentante comune degli obbligazionisti. In particolare:

- è nominato dall'assemblea degli azionisti di risparmio e, se questa non provvede, dal Presidente del Tribunale;
- può anche essere anche una persona giuridica autorizzata all'esercizio dei servizi d'investimento o una società fiduciaria;
- dura in carica per un periodo massimo di 3 anni;
- deve curare gli interessi comuni dei possessori delle azioni di risparmio, provvedere all'esecuzione delle deliberazioni assunte dalla loro assemblea e può assistere alle assemblee dei soci e impugnarne le deliberazioni.

5.3 Le obbligazioni

Le **Obbligazioni**, per essere tali, devono attribuire il diritto alla restituzione del capitale, sia pure subordinato al soddisfacimento di altri creditori, essendo compatibile con tale nozione solo l'esposizione, al rischio d'impresa, dell'entità e i tempi di pagamento degli interessi.

L'ordinamento consente alle società quotate maggiore libertà nella emissione di obbligazioni di quella concessa alla generalità delle società per azioni, infatti;

L'Art 2412 cc stabilisce che la società per azioni non può emettere obbligazioni per un importo complessivo superiore al doppio dell'ammontare del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio;

tale limite può essere superato se le obbligazioni ammesse in eccedenza sono riservate alla sottoscrizione di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale, che rispondono, per altro, della solvenza della società nei confronti dei successivi acquirenti che non siano investitori professionali.

Il legislatore esonera dal rispetto di quel limite e dall'applicazione di questa condizione per poterlo superare, le società con azioni quotate in mercati regolamentati, limitatamente alle obbligazioni destinate ad essere quotate negli stessi o in altri mercati regolamentati. Il legislatore ritiene, evidentemente che i controlli sulle società quotate, e quelli che insistono sui mercati nei quali le obbligazioni sono destinate ad essere negoziate, assicurino ai sottoscrittori una garanzia di mercato capace di sostituire quella rappresentata dai fondi propri della società emittente e dalla garanzia della solvenza offerta dagli investitori professionali.

6. Il governo delle società quotate

6.1 introduzione

Nel descrivere il sistema di governo delle società quotate è necessario considerare congiuntamente le norme dettate nel 98 dal Testo Unico della Finanza modificate dalla legge n. 262 del 2005 e recentemente dal D.Lgs. del 2010, oltre a quelle introdotte dalla riforma del diritto societario del 2003. Come abbiamo già ricordato, le nuove norme codicistiche si applicano alle società quotate in quanto la disciplina prevista del Testo Unico non disponga diversamente.

Le norme di integrazione e di modificazione del Testo unico rese necessarie dalla riforma del diritto societario, ha abrogato e modificato numerose norme che il Testo Unico dettava per il governo delle società quotate. In altri termini, la riforma ha inciso sulla disciplina delle società quotate non solo perché ha modificato il diritto comune, ma anche perché ha modificato alcune delle regole che il Testo Unico aveva creduto necessarie introdurre per il buon governo delle società quotate. In definitiva, la disciplina che regola oggi il governo delle società quotate risulta dall'applicazione di due corpi normativi, quello dettato dal Testo Unico.

Norma fondamentale introdotta dal T.U. e integrata poi D.Lgs. del 2007, imponeva, a tutela della generalità dei soci, il rispetto del **principio di parità di trattamento**. Più esattamente; “gli emittenti quotati, i soggetti esteri che emettono SF quotati nei mercati regolamentati italiani, e le società italiane con titoli quotati nei mercati regolamentati sia italiani sia di un altro stato membro, assicurano il medesimo trattamento a tutti i portatori degli strumenti finanziari quotati che si trovino in identiche condizioni”. Si tratta di un regola di mercato, tant'è che si applica anche agli emittenti esteri, ma anche un principio di diritto societario, tant'è che si applica alle società italiane anche quando le loro azioni non siano quotate in un mercato regolamentato italiano e lo siano soltanto su un mercato regolamentato di un altro Stato Membro.

Nel verificare in che misura le scelte originarie del Testo Unico siano state modificate dalla riforma del diritto societario, dalla legge sulla tutela del risparmio e dal D.Lgs. del 2010, è sufficiente sottolineare:

- a) la riforma del diritto societario ha enfatizzato il potere del CdA escludendo l'assemblea ed allontanando i soci dalla gestione;
- b) la legge 262/2005 ha accentuato i poteri di controllo del Collegio sindacale e delle minoranze azionarie;
- c) il d.lgs. del 2010 ha rafforzato il potere dei soci di incidere sul funzionamento dell'assemblea.

6.2 L'assemblea

Il Testo Unico ravvisava e ravvisa nella riunione dei soci in assemblea l'occasione e la sede nelle quali le minoranze, e in particolare gli investitori istituzionali, possono far sentire la propria voce e svolgere una positiva azione di controllo sulle scelte gestionali.

La riforma del diritto societario, pur avendo ridimensionato il ruolo dell'assemblea per quanto concerne la gestione (in particolare drasticamente ridimensionata la possibilità dei soci di far valere l'invalidità delle deliberazioni assembleari), ha conservato alla competenza assembleare (anche nei modelli alternativi di amministrazione e controllo) le seguenti materie:

- **art.153:** impone ai sindaci, al consiglio di sorveglianza e al comitato di controllo di riferire all'assemblea sulle omissioni e sui fatti censurabili rilevati e, più in generale, sull'attività di vigilanza svolta;
- **art.104:** pretende che gli atti di gestione, che possono contrastare il conseguimento di un OPA, siano sottoposti ad autorizzazione dell'assemblea dei soci;
- **art.121:** subordina all'autorizzazione assembleare l'assunzione di partecipazioni reciproche oltre la soglia del 2% del capitale sociale;
- **art.131:** pretende una delibera dell'assemblea straordinaria per chiedere l'esclusione dalla quotazione su un mercato regolamentato.

La legge 262/2005, pur non modificando l'assetto delle competenze degli organi sociali e, quindi,

senza riattribuire all'assemblea il ruolo che aveva prima della riforma del 2003, ha introdotto, fra gli strumenti di tutela delle minoranze, il **diritto di chiedere l'integrazione dell'ordine del giorno** dell'assemblea, consentendo così che all'assemblea di diventare luogo di discussione di argomenti ritenuti importanti dalla minoranza dei soci, sia pure entro certi limiti.

Il D.Lgs. n. 27 del 2010 ha profondamente inciso sulla disciplina dell'assemblea nelle società quotate introducendo, per le assemblee convocate dopo il 31 ottobre del 2010, norme che riguardano la convocazione, l'integrazione dell'ordine del giorno, le deleghe di voto, il diritto di intervento alle riunioni assembleari; norme che tendono, per lo più, ad incentivare la partecipazione consapevole dei soci ai lavori assembleari.

Esaminiamo alcune norme che caratterizzano l'assemblea delle società quotate.

Per le società quotate l'unico modo di convocare l'assemblea è la pubblicazione sulla gazzetta ufficiale o su un quotidiano indicato nello statuto.

L'assemblea deve essere convocata "entro il 30° giorno precedente l'assemblea", termine anticipato al 40° giorno precedente la data dell'assemblea per le riunioni assembleari convocate per l'elezione dei componenti degli organi di amministrazione e controllo e posticipato al 21° giorno per le assemblee riguardanti operazioni sul capitale per perdite, o la nomina e revoca dei liquidatori. Vengono quindi fissati termini e modalità diversi da quelli previsti dal diritto comune delle società per azioni. (15gg x le non quotate).

L'assemblea dei soci, nelle quotate, può essere convocata anche dal collegio sindacale, o da almeno 2 membri del collegio previa comunicazione al presidente del consiglio di amministrazione.

Molto analitica è la disciplina del contenuto dell'avviso di convocazione. Mentre secondo il diritto comune l'avviso di convocazione può limitarsi ad indicare il giorno, l'ora, il luogo e l'elenco delle materie da trattare, l'avviso di convocazione dell'assemblea delle quotate deve contenere, oltre a tali elementi, anche una descrizione chiara e precisa delle procedure che gli azionisti devono rispettare per poter partecipare e votare in assemblea, ivi comprese le informazioni riguardanti la procedura per l'esercizio del voto per delega, le procedure di voto per corrispondenza o con mezzi elettronici, se previsto dallo statuto.

Il diritto di informazione preassembleare dei soci trova alimento, oltre che nell'avviso di convocazione, anche nell'obbligo per gli amministratori di mettere "a disposizione del pubblico presso la sede sociale, sul sito internet e con le altre modalità previste dalla Consob, una relazione sulle materie all'ordine del giorno" e nel loro diritto di prendere visione di tutti gli atti depositati presso la sede sociale per assemblee già convocate e di ottenerne una copia a proprie spese. È infatti previsto l'obbligo, per la società quotata, di deposito presso la sede sociale e la società di gestione del mercato, della documentazione relativa alle deliberazioni assembleari (consultabile anche dal pubblico, no copia).

I soci che anche congiuntamente rappresentino almeno 1/40 del capitale sociale possono chiedere, entro 10 giorni dalla pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea, l'integrazione dell'elenco delle materie da trattare. L'integrazione, che dovrà essere effettuata dal CdA e resa pubblica almeno 15 giorni prima dell'assemblea, non sarà tuttavia possibile se si tratta di argomenti sui quali l'assemblea delibera, a norma di legge, su proposta degli amministratori, a meno che gli amministratori non facciano propria l'integrazione. Nell'ipotesi in cui gli amministratori non integrino l'ordine del giorno, l'integrazione potrà avvenire ad opera del collegio sindacale.

I soci che richiedono l'integrazione dell'ordine del giorno, predispongono una relazione sulle materie di cui essi propongono la trattazione (da consegnare all'organo di amministrazione entro il termine ultimo per la presentazione della richiesta di integrazione).

Profonde innovazioni ha introdotto il D.Lgs. n. 27 del 2010 per quanto concerne il **diritto di intervento all'assemblea**. La nuova disciplina del diritto di intervento ribadisce che “la legittimazione all'intervento in assemblea e all'esercizio del diritto di voto, nelle quotate, è attestata da una comunicazione all'emittente, da parte dell'intermediario, in favore del soggetto a cui spetta il diritto di voto”. Ma soprattutto individua il momento in cui tale legittimazione deve essere accertata, stabilendo che il giorno fissato per accertare la legittimazione è il 7° precedente: dopo quel momento colui che risulti legittimato potrà intervenire in assemblea anche se nel frattempo ha venduto le azioni, mentre non potranno intervenire coloro che abbiano acquistato la qualità di socio dopo tale termine. Quindi, un non socio potrà esercitare il diritto di voto, mentre un socio non potrà esercitarlo.

La comunicazione dell'intermediario deve pervenire all'emittente entro la fine del terzo giorno di mercato aperto precedente la data fissata per l'assemblea in prima convocazione ovvero il diverso termine stabilito dalla Consob, d'intesa con la Banca d'Italia con regolamento.

Il sistema così introdotto elimina l'impossibilità di disporre delle azioni nel periodo preassembleare e fino alla conclusione dei lavori dell'assemblea, come chiedevano gli investitori istituzionali che si ritenevano danneggiati dall'obbligo del deposito delle azioni richiesto dalle norme di diritto comune.

Non sono previste particolari modalità di svolgimento dei lavori assembleari. Anche se il T.U. ha imposto al Presidente dell'assemblea di accertare le eventuali **cause di sospensione** dall'esercizio del diritto di voto e di tener conto degli **adempimenti** connessi con il voto per corrispondenza e con le deleghe di voto.

Non è prevista neppure una disciplina speciale per i **quorum costitutivi e deliberativi** dell'assemblea ordinaria delle società quotate: troveranno quindi applicazione le norme dettate dal codice civile per la generalità delle società per azioni. Il Testo Unico aveva dettato una disciplina speciale nei confronti del diritto comune allora vigente e di particolare rilevanza politica per le assemblee straordinarie delle società quotate; la riforma del diritto societario ha abrogato quasi integralmente la norma speciale del Testo Unico, ma ha esteso alla generalità delle società per azioni che fanno ricorso al mercato dei capitali il modello di disciplina previsto dal Testo Unico, sia pure con qualche modificazione. Per l'assemblea straordinaria la riforma societaria ha abrogato la disciplina dettata dal testo unico, queste le relative disposizioni:

Assemblea ordinaria:

- Prima convocazione:
art. 2368 c.c.: **quorum costitutivo** almeno 50% cs(escluse azioni prive diritto di voto)
quorum deliberativo maggioranza dei presenti, salvo statuto
- Seconda convocazione:
art. 2369 c.c.: **quorum costitutivo** non previsto
quorum deliberativo maggioranza presenti

Assemblea straordinaria:

- Prima convocazione:
“in prima convocazione l'assemblea straordinaria è regolarmente costituita quando è rappresentata almeno la metà del capitale sociale o la maggiore percentuale prevista dallo statuto e delibera con il voto favorevole di almeno i due terzi del capitale rappresentato in assemblea” (art. 2368, 2° comma);
- Seconda convocazione:
l'assemblea è regolarmente costituita con la partecipazione di oltre un terzo del capitale sociale e delibera con il voto favorevole di almeno due terzi del capitale rappresentato in assemblea;
- Ulteriori convocazioni:
 - o l'assemblea straordinaria è regolarmente costituita, nelle convocazioni successive alla seconda, quando è rappresentato almeno un quinto del capitale sociale, salvo che

lo statuto richieda una quota di capitale più elevata, mentre non si modifica il quorum deliberativo (norma che vuole consentire la possibilità di deliberare a società con un azionariato molto diffuso e fortemente assenteista);

- o art. 126 T.U.: per la terza convocazione dell'assemblea straordinaria delle quotate contenute di pubblicare il relativo avviso soltanto 8 giorni prima della riunione (e non 15 giorni prima come prevede il codice civile).

La nuova disciplina dei quorum costitutivi e deliberativi dell'assemblea straordinaria delle società quotate non si applica alle società cooperative le cui azioni siano negoziate su un mercato regolamentato. A tale proposito, è riconosciuto allo statuto delle società cooperative la piena disponibilità dei quorum assembleari.

Qualche peculiarità presenta la disciplina dettata per le quotate anche con riferimento alla **invalidità delle deliberazioni assembleari**. A tale proposito, la legittimazione ad impugnare le deliberazioni assembleari delle società quotate spetta solo ai soci che rappresentino almeno l'1 per mille del capitale sociale, e, inoltre, l'invalidità delle deliberazioni di aumento o di riduzione del capitale sociale non può essere pronunciata dopo che sia stata iscritta nel registro delle imprese l'attestazione che l'aumento o la riduzione è stato/a anche parzialmente eseguito/a.

6.2.1 Il voto per corrispondenza

Allo scopo di consentire che all'assunzione delle deliberazioni assembleari concorrano anche i soci che non ritengono di intervenire alla relativa riunione, il Testo Unico del 1998 aveva previsto che il diritto di voto potesse essere esercitato anche per corrispondenza. Più esattamente ha stabilito che l'atto costitutivo può prevedere che il voto in assemblea sia esercitato anche per corrispondenza, demandando al potere regolamentare della Consob la determinazione delle modalità di esercizio del voto e di svolgimenti dell'assemblea. La riforma del 2003 ha consentito allo statuto di tutte le società per azioni di ammettere il voto per corrispondenza o in via elettronica. La residua specificità della disciplina dell'istituto, per le quotate, sta nell'esistenza della normativa secondaria emanata dalla Consob.

Il voto per corrispondenza rappresenta una chiara disapplicazione del metodo collegiale (partecipazione simultanea dei soci alla riunione assembleare) finalizzata ad offrire la possibilità di partecipare all'assunzione della deliberazione ad azionisti che non avrebbero partecipato alla riunione assembleare e ad un più facile raggiungimento dei quorum costitutivi eventualmente previsti.

Il Regolamento della Consob ha poi stabilito le modalità per l'esercizio del diritto di voto per corrispondenza e per lo svolgimento dei lavori assembleari delle società quotate.

L'**avviso di convocazione** dovrà contenere l'avvertenza che il voto può essere esercitato anche per corrispondenza, le modalità e i soggetti presso cui richiedere la **scheda di voto** e il termine entro il quale la stessa deve pervenire al destinatario.

Documento cardine per l'esercizio del diritto di voto è la **scheda di voto**, che l'emittente, anche tramite i depositari, deve consegnare a chiunque sia legittimato a partecipare all'assemblea. La scheda di voto è predisposta in modo da garantire la segretezza del voto fino all'inizio dello scrutinio e contiene l'indicazione della società emittente, degli estremi della riunione assembleare, delle generalità del titolare del diritto di voto con la specificazione del n. di azioni possedute, delle **proposte di deliberazione**, l'espressione del voto, la data e la sottoscrizione. La scheda deve pervenire alla società emittente, anche tramite i depositari, entro le 48 ore precedenti l'assemblea e fino al giorno precedente il voto espresso per corrispondenza può essere revocato, ponendolo così nel nulla.

I voti espressi per corrispondenza sono computati al fine della determinazione dell'eventuale quorum costitutivo e debbono restare segreti fino all'inizio dello scrutinio.

In assemblea può essere proposta a votazione una delibera diversa da quella sulla quale il socio ha espresso il proprio voto per corrispondenza; tale eventualità deve essere, tuttavia, prevista nella scheda e il socio può, già in quella sede, esprimere la propria volontà scegliendo fra l'astensione, il voto contrario e l'adesione. Nel caso in cui il socio non scelga alcuna di queste tre soluzioni, il suo voto dovrà considerarsi non favorevole alla proposta, pur rilevando ai fini del quorum costitutivo (previsione diversa da quella prevista per le SICAV, per le quali non si tiene conto in alcun modo del voto per corrispondenza nell'hp di proposta differente).

6.2.2 Le deleghe di voto

Il Testo Unico del 1998 aveva operato due interventi importanti in materia di deleghe di voto, ossia in materia di conferimento della rappresentanza per l'esercizio del diritto di voto nelle assemblee:

1. comune alle società non quotate, consistette nell'eliminazione della norma che vietava alle banche di essere delegate ad esercitare il diritto di voto;
2. concerneva la **sollecitazione** e la **raccolta** delle deleghe (limitatamente alle quotate).

Per **Sollecitazione delle deleghe** si intende la richiesta di conferimento di deleghe di voto, rivolta a più di 200 azionisti su specifiche proposte di voto ovvero accompagnate da raccomandazioni, dichiarazioni o altre indicazioni idonee ad influenzare il voto, da parte di un promotore, ossia da parte di un soggetto o di più soggetti che congiuntamente promuovono la sollecitazione.

Per **Raccolta delle deleghe** si intende la richiesta di conferimento di deleghe di voto accompagnata da raccomandazioni, dichiarazioni o altre indicazioni idonee ad influenzare il voto, rivolta ai propri associati dalle associazioni di azionisti.

Quindi, mentre la sollecitazione tende ad acquisire adesioni ad una proposta di delibera formulata dal promotore (normalmente un socio titolare di una partecipazione consistente), la raccolta tende piuttosto a rendere possibile ai piccoli azionisti di concorrere alla formazione della volontà assembleare indipendentemente dal fatto che essi siano contrari o favorevoli ad una determinata proposta: ciò è chiarito dal fatto che l'associazione non cerca consensi su una proposta, (a differenza della sollecitazione) ma semplicemente sollecita la delega, rimanendo gli azionisti liberi di esprimersi a favore o contro l'approvazione di una particolare deliberazione e con l'obbligo, per l'associazione, di attenersi alle decisioni espresse nella delega di voto.

La sollecitazione e la raccolta di deleghe perseguono scopi che, al di là della loro intrinseca diversità, vengono considerati dal legislatore importanti per il governo delle società quotate: la sollecitazione può costituire uno strumento per rafforzare il consenso attorno ad una scelta imprenditoriale, la raccolta può comunque rendere significativo il ruolo di azionisti altrimenti esclusi dal procedimento di formazione della volontà assembleare. Il Testo Unico ha ritenuto che questi obiettivi rappresentino un vincolo per l'autonomia privata nel momento in cui ha stabilito che "le clausole statutarie che limitano in qualsiasi modo la rappresentanza nelle assemblee non si applicano alle deleghe di voto a seguito di una sollecitazione, mentre si applicheranno quando le deleghe vengano conferite al di fuori di una **sollecitazione** o di una **raccolta**".

Vediamo più da vicino le norme che il Testo Unico (artt. 136-144) e la Consob (artt. 132-138 Regolamento Emittenti) hanno dettato rispettivamente per la sollecitazione e per la raccolta delle deleghe.

Modalità di svolgimento della sollecitazione

È effettuata da un **promotore**, mediante la diffusione di un **prospetto** e di un **modulo di delega**.

Il D.Lgs. n. 27 del 2010 ha stabilito che **promotore** può essere sia un socio che un soggetto non socio. Può assumere il ruolo di promotore anche una pluralità di soci che operino congiuntamente e potranno esserlo anche gli amministratori e i sindaci o i dipendenti della società, mentre non sembra poterlo essere la società stessa.

La sollecitazione prende avvio attraverso la diffusione di un **prospetto**, redatto secondo il modello previsto dalla Consob, che deve identificare il promotore, l'emittente, la data di convocazione dell'assemblea, gli argomenti all'ordine del giorno, le proposte di voto per le quali si sollecitano le deleghe di voto e la data a partire dalla quale gli azionisti possono ritirare il modulo di delega.

Per il conferimento della delega l'azionista trasmette il **modulo di delega** insieme con la certificazione (della società di gestione accentrata) attestante il diritto dello stesso ad esercitare il voto. La delega di voto è revocabile (con dichiarazione portata a conoscenza almeno il giorno precedente l'assemblea, può essere conferita solo per singole assemblee già convocate, non può essere rilasciata in bianco e deve indicare la data di conferimento della rappresentanza, il nome del delegato e le istruzioni di voto.

Nelle sollecitazione è offerta all'azionista **soltanto la possibilità di aderire** alla proposta di voto formulata dal promotore.

Il diritto di voto in assemblea viene esercitato dal promotore in nome e per conto dei deleganti. Il promotore non avrà diritto di esercitare il diritto di voto relativo alle azioni per le quali ha ricevuto delega, ma anche il dovere di farlo in quanto mandatario dei deleganti e dovrà farlo, secondo le istruzioni ricevute, anche per gli argomenti dell'ordine del giorno non oggetto della sollecitazione.

Il Testo Unico detta poi alcune norme che specificano i doveri che incombono sul promotore nella sollecitazione di deleghe e prevede un particolare regime probatorio per il relativo giudizio. In particolare dopo aver stabilito che le informazioni contenute nel prospetto o nel modulo di delega e quelle eventualmente diffuse nel corso della sollecitazione devono essere idonee a consentire all'azionista di assumere una decisione consapevole, precisa che di tale idoneità risponde il promotore. Quindi, il Testo Unico disciplina una particolare ipotesi di responsabilità, quella derivante dall'**obbligo di corretta informazione**.

Nei "giudizi di risarcimento dei danni derivanti da violazione delle disposizioni di cui sopra, spetta al promotore l'onere della prova di aver agito con la diligenza richiesta" (l'azionista deve provare il danno subito, il nesso di causalità fra lo stesso e la condotta del promotore, e la violazione da parte del medesimo di una delle regole fissate dal T.U.; il promotore potrà liberarsi solo provando di aver agito con la diligenza richiesta).

Modalità di svolgimento della raccolta delle deleghe

La raccolta delle deleghe di voto è consentita alle **associazioni di azionisti** che:

- a) sono costituite con scrittura privata autenticata;
- b) non esercitano attività d'impresa (salvo quelle strumentali al raggiungimento dello scopo associativo);
- c) siano composte da almeno 50 persone fisiche, ciascuna delle quali è proprietaria di un quantitativo di azioni non superiore allo 0,1% del capitale sociale rappresentato da azioni con diritto di voto (non rappresenti uno strumento al servizio dei grandi azionisti).

Il legislatore impone poi alle associazioni regole di trasparenza per alcuni aspetti analoghe a quelle previste per i patti parasociali, ma la mancata osservanza di tali forme di pubblicità non comporta né la nullità dell'atto costitutivo né la sospensione del diritto di voto, come per i patti parasociali.

L'associazione che intenda promuovere una raccolta delle deleghe nei confronti dei propri associati deve darne notizia con **comunicato stampa** e deve informare la Consob, la società emittente e la società di gestione del mercato.

La raccolta viene effettuata **direttamente** dall'associazione e senza la pubblicazione di alcun prospetto (come invece è previsto nella sollecitazione), ma attraverso la consegna agli associati della documentazione predisposta dall'emittente in vista dell'assemblea e del **modulo di delega**.

A differenza di quanto previsto per la sollecitazione, gli associati potranno esprimere sia un voto **favorevole** sia uno **contrario** alla proposta sulla quale viene chiamata a deliberare l'assemblea, sia **astenersi** sulla stessa, fermo restando anche il diritto dell'azionista di non conferire alcuna delega.

Il conferimento di una delega ad un rappresentante in conflitto d'interesse (come amministratore o

sindaco della società), è consentito purché il rappresentante comunichi per iscritto al socio le circostanze da cui deriva tale conflitto e purché vi siano specifiche istruzioni di voto per ciascuna delibera in relazione alla quale il rappresentante dovrà votare per conto del socio.

Spetta al rappresentante l'**onere della prova** di aver comunicato al socio le circostanze che danno luogo al conflitto d'interesse.

Il D.Lgs. del 2010 ha previsto che la delega all'esercizio del diritto di voto possa essere attribuita anche al rappresentante designato dalla società con azioni quotate. Più esattamente, se lo statuto non disciplina diversamente "le società con azioni quotate designano per ciascuna assemblea un soggetto al quale i soci possono conferire una delega con istruzioni di voto su tutte o alcune delle proposte all'ordine del giorno". La delega ha effetto per le sole proposte in relazione alle quali siano state conferite istruzioni di voto. Si tratta di un servizio gratuito offerto dalla società.

Il legislatore ha poi ritenuto che le norme sulla sollecitazione e sulla raccolta delle deleghe non si applicano alle società cooperative i cui titoli siano negoziati su di un mercato regolamentato (banche cooperative).

6.3 Amministrazione e controllo interno

La riforma del diritto societario del 2003 ha previsto 3 modelli per l'amministrazione ed il controllo interno delle società per azioni: quello **tradizionale**, quello **monistico**, e quello **dualistico**.

Per le quotate la scelta non influisce comunque sul **controllo contabile**, che comunque rimane riservato ad una società di revisione esterna.

Il D.Lgs. del 2004 ha stabilito che le società quotate possono adottare, accanto al modello tradizionale anche quelli alternativi, dettando alcune disposizioni che ne consentissero la concreta adozione senza compromettere le scelte di fondo effettuate dal Testo Unico.

Interventi piuttosto consistenti sul sistema di amministrazione e di controllo delle società quotate sono stati effettuati dalla c.d. legge di tutela del risparmio che ha cercato di contenere il rischio di comportamenti di malgoverno. Questi interventi hanno interessato:

- il consiglio di amministrazione e il collegio sindacale del modello tradizionale e i corrispondenti organi dei modelli alternativi;
- il controllo legale dei conti;
- la redazione dei documenti contabili societari.

6.3.1 Il modello tradizionale: l'amministrazione

Modello tradizionale: **consiglio d'amministrazione e collegio sindacale**.

Era l'unico modello disponibile per le società per azioni nel momento in cui fu emanato il Testo Unico del 1998.

Il tratto più significativo della disciplina degli amministratori delle società quotate introdotto dal Testo Unico era rappresentato dalla norma che consentiva ad una minoranza di soci di esercitare nei confronti degli amministratori l'azione sociale di responsabilità. L'art. 129, 1° comma, del T.U. stabiliva, infatti, che "tanti soci, iscritti da almeno 6 mesi nel libro dei soci, che rappresentassero almeno il 5% del capitale sociale o la minor percentuale stabilita nell'atto costitutivo, potevano esercitare l'azione sociale di responsabilità contro gli amministratori, i sindaci e i direttori generali, anche se la società fosse stata in liquidazione". La previsione in esame avrebbe dovuto consentire anche alla minoranza di agire nell'interesse per ottenere la condanna di amministratori, sindaci e direttori generali della società al risarcimento, a favore di quest'ultima, del danno che la stessa avesse subito da comportamenti illegittimi dei medesimi; possibilità allora negata alla minoranza nelle società per azioni non quotate.

La riforma societaria ha abrogato la norma speciale dettata dal Testo Unico recependo, per altro, il suo contenuto nel codice civile (art. 2393-bis) in termini sostanzialmente identici per tutte le società

che fanno ricorso al mercato dei capitali e, quindi, anche per le quotate.

La legge n. 262 del 2005 ha inserito nell'art. 2393 c.c. una norma che riconosce al collegio sindacale il potere di deliberare, con il consenso dei 2/3 dei sindaci, la promozione dell'azione sociale di responsabilità nei confronti degli amministratori.

Le norme dettate dalla riforma del diritto societario rilevanti per l'amministrazione delle società quotate che abbiano adottato il modello tradizionale sono marginali, anche se ciò non toglie che alcune norme di diritto comune trovino proprio nelle società quotate il loro naturale se non privilegiato campo di applicazione.

Una disciplina che ha come destinatari tutte le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, ma che avrà modo di trovare una naturale e compiuta applicazione soprattutto con riferimento alle società quotate è quella relativa alle **operazioni con parti correlate**. La Consob, con delibera 17221 del 2010, ha dettato un'articolata disciplina regolamentare delle operazioni con parti correlate, soprattutto all'interno dei gruppi di società. Il Regolamento Consob fissa anzitutto le nozioni di "parti correlate" e di "operazioni con parti correlate".

Un soggetto è considerato **parte correlata** ad una società se:

- a) direttamente, o indirettamente:
 - controlla la società, ne è controllato, o è sottoposto a comune controllo;
 - detiene una partecipazione nella società tale da poter esercitare un'influenza notevole sulla stessa;
 - esercita il controllo sulla società congiuntamente con altri soggetti;
- b) è una società collegata della società;
- c) è una joint venture in cui la società è una partecipante;
- d) è uno dei dirigenti con responsabilità strategiche della società o della sua controllante;
- e) è un fondo pensionistico complementare, collettivo od individuale, italiano o estero, costituito a favore dei dipendenti della società, o di una qualsiasi altra entità ad essa correlata.

Per **operazione con una parte correlata** si intende qualunque trasferimento di risorse, servizi od obbligazioni fra parti correlate, indipendentemente dal fatto che sia stato pattuito un corrispettivo.

Nell'ambito poi di tali operazioni il Regolamento Consob prevede la distinzione tra le operazioni di maggior rilevanza e le operazioni di minore rilevanza, dettando poi discipline diverse per le due categorie di operazioni. La distinzione fra le operazioni è rimessa in linea di principio alla decisione del consiglio di amministrazione, imponendosi, per altro, la qualificazione di maggior rilevanza quando risulti superiore alla soglia del 5% almeno uno dei seguenti indici di rilevanza:

- indice di rilevanza del controvalore;
- indice di rilevanza dell'attivo (totale attivo dell'operazione / totale attivo della società)
- indice di rilevanza delle passività (rapporto tra il totale delle passività dell'entità acquisita / totale attivo della società).

In entrambe le discipline giocano un ruolo indipendente gli amministratori indipendenti e sia per le operazioni di maggiore rilevanza che per quelle di minore rilevanza, si prevede l'intervento degli amministratori indipendenti ma il loro ruolo muta profondamente nelle due ipotesi. Per le **operazioni di minore rilevanza** si prevede che "prima dell'approvazione dell'operazione, un comitato, composto esclusivamente da amministratori non esecutivi e non correlati, in maggioranza indipendenti, esprima un motivato parere non vincolante sull'interesse della società al compimento dell'operazione, nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni".

Molto più incisivo il ruolo degli amministratori indipendenti per le **operazioni di maggiore rilevanza**. Per queste, riservate al consiglio di amministrazione, si prevede che "il consiglio può approvare l'operazione previo motivato parere favorevole" del comitato degli amministratori indipendenti (che sono coinvolti nella fase delle trattative e dell'istruttoria attraverso la ricezione di un flusso informativo). Tuttavia, è anche previsto che il consiglio di amministrazione possa

approvare tali operazioni nonostante l'avviso contrario degli amministratori indipendenti, purché il compimento di tali operazioni sia autorizzato dall'assemblea" alla quale per altro possono votare solo "i soci non correlati", ossia i soci diversi dalla controparte correlata e dai soggetti alla stessa correlati.

Importanti sono le norme dettate per il consiglio di amministrazione delle società quotate dalla legge 262/2005 che ha introdotto nel T.U. gli artt. 147-ter, 147-quarter, 147-quinquies. L'art. 147-ter impone agli statuti delle società quotate di prevedere che "i membri del consiglio di amministrazione siano eletti sulla base di **liste** di candidati" e di determinare "la quota minima di partecipazione richiesta per la presentazione delle stesse, in misura non superiore ad 1/40 del capitale sociale o alla diversa misura stabilita dalla Consob con regolamento tenendo conto della capitalizzazione, del flottante e degli assetti proprietari delle società quotate".

L'art. 147-ter aggiunge che "almeno uno dei componenti del consiglio di amministrazione è espresso dalla lista di minoranza che abbia ottenuto il maggior numero di voti e non sia collegata in alcun modo, neppure indirettamente, con i soci che hanno presentato o votato la lista risultata prima per numero di voti". La norma pretende che la minoranza per poter nominare un amministratore sia "consistente", il che certamente evita che una minoranza "infima" e di disturbo acquisisca tale potere.

Lo stesso art. 147-ter stabilisce poi che almeno uno dei componenti del consiglio di amministrazione, ovvero 2 se è composto da più di 7 componenti, devono possedere i requisiti di indipendenza (previsti per i sindaci), nonché, se lo statuto lo prevede, gli ulteriori requisiti previsti dai codici di comportamento redatti dalla società di gestione dei mercati regolamentati o da associazioni di categoria.

Infine, a norma dell'art. 147-quinquies, gli amministratori devono possedere i requisiti di **onorabilità** stabiliti per i sindaci.

È molto importante sottolineare che il voto non è segreto, o meglio, che il D.Lgs. n. 30 del 2006 ha provveduto all'abrogazione della norma che sanciva che per le elezioni delle cariche sociali le votazioni avrebbero dovuto sempre svolgersi con scrutinio segreto.

La legge n. 262/2005 ha imposto obblighi di informazione al mercato in materia di attribuzioni di strumenti finanziari a esponenti aziendali, dipendenti o collaboratori. Il legislatore ha così affrontato il problema delle stock option che rappresentano una parte molto importante della remunerazione degli organi delegati e dei vertici della tecnostruttura delle società quotate o comunque diffuse. A norma del nuovo art. 114-bis "i piani di compensi basati su azioni o strumenti finanziari a favore dei componenti del consiglio di amministrazione ovvero del consiglio di gestione, di dipendenti o di collaboratori non legati alle società da rapporti di lavoro subordinato,.....sono approvati dall'assemblea dei soci". E almeno 15 giorni prima della loro esecuzione, i piani di stock option debbono essere comunicati alla Consob e alla società di gestione del mercato che li mette a disposizione del pubblico.

Inoltre, ad oggi, la Consob si limita a definire le informazioni che devono essere fornite al pubblico in relazione alle varie modalità di realizzazione del piano.

6.3.1.1 Il collegio sindacale

La riforma del diritto societario non ha modificato il ruolo che il Testo Unico aveva attribuito al collegio sindacale e, in particolare, ha conservato in vigore le norme che quest'ultimo aveva dettato allo scopo di rafforzarne la capacità di costringere gli amministratori, le strutture aziendali e, in definitiva, anche l'assemblea dei soci a tenere comportamenti esclusivamente ed efficacemente proiettati al perseguimento dell'interesse sociale. E la specialità della disciplina del collegio sindacale delle società quotate è stata conservata ed anzi accentuata dalla legge n. 262 del 2005, che introdotto alcune modificazioni ed integrazioni del T.U. allo scopo di rafforzare l'indipendenza dei sindaci e i loro poteri di intervento sulla gestione.

Il collegio esercita sulla gestione un controllo di **legittimità** e non un controllo di merito, esso cioè vigila sull'osservanza della legge e dello statuto (art 2403 cc), e deve comunicare alla Consob le irregolarità riscontrate nella attività di vigilanza.

Le linee di politica legislativa seguite dal Testo Unico nella riforma del collegio sindacale possono così riassumersi. Il legislatore:

- ha cercato di favorirne l'indipendenza, nei confronti dei gruppi di controllo, e l'efficienza operativa;
- ne ha esplicitato le funzioni attraverso una puntuale indicazione dei doveri;
- ne ha notevolmente rafforzato i poteri di informazione nei confronti degli altri organi sociali e nei confronti della struttura aziendale, nonché di convocazione dei predetti organi e di avvio del controllo giudiziario;
- nel contempo lo ha liberato dall'obbligo, previsto dal codice civile, del controllo contabile e di assicurare la corrispondenza del bilancio alle scritture contabili; controllo definitivamente e compiutamente attribuito alla società di revisione.

Per quanto concerne la composizione del collegio sindacale, l'art. 148 modificato della legge n. 262 del 2005, prevede che l'atto costitutivo della società stabilisce per il collegio sindacale:

- a) il numero, non inferiore a 3, dei membri effettivi;
- b) il numero, non inferiore a 2, dei membri supplenti;
- c) criteri e modalità per la nomina del presidente (il presidente del collegio è nominato dall'assemblea tra i sindaci eletti dalla minoranza).

Mentre lo statuto ha conservato il compito di individuare il numero dei sindaci, viene attribuito alla Consob il potere di stabilire con regolamento le modalità per l'elezione di un membro effettivo del collegio sindacale da parte dei soci di minoranza (se il collegio è formato da più di 3 membri, il numero dei membri effettivi eletti dalla minoranza non può essere inferiore a 2).

In materia di limiti al cumulo degli incarichi all'autonomia statutaria è stato sostituito il potere regolamentare della Consob. A norma, infatti, del nuovo art. 148-bis del T.U., la Consob con regolamento stabilisce limiti al cumulo degli incarichi di amministrazione e di controllo che i componenti del collegio sindacale possono assumere e li stabilisce avendo riguardo all'onerosità e alla complessità di ciascun tipo di incarico, anche in rapporto alla dimensione delle imprese incluse nel consolidamento, nonché all'estensione e all'articolazione della sua struttura organizzativa. Il Regolamento Emittenti ha individuato una serie di criteri e in particolare ha stabilito che non possono assumere la carica di componente dell'organo di controllo di una società quotata coloro i quali ricoprono la medesima carica in 5 altre società quotate. Il Testo Unico ha poi precisato che non possono essere eletti sindaci e, se eletti, decadono dall'ufficio:

- a) coloro che si trovano nelle condizioni previste dall'art 2382 (interdetto, inabilitato, fallito);
- b) il coniuge, i parenti e gli affini entro il 4° grado degli amministratori della società;
- c) coloro che sono legati alla società o alle società da questa controllate o alle società che la controllano, da rapporti di lavoro autonomo o subordinato, ovvero da altri rapporti di natura patrimoniale o professionale che ne compromettano l'indipendenza.

Per quanto concerne i requisiti che debbono essere posseduti dai componenti il collegio sindacale, il T.U. stabilisce che "i requisiti di onorabilità e professionalità dei membri del collegio" sono stabiliti con regolamento del Ministro di Grazia e Giustizia, di concerto con il Ministro dell'economia e delle finanze, sentite la Consob, la Banca d'Italia e l'ISVAP. (non è richiesta l'iscrizione nel registro dei revisori contabili)

La Nomina e la revoca dei componenti del collegio sindacale delle società quotate continueranno ad essere disciplinate dall'art. 2400 c.c., così come l'art. 2401 continuerà a disciplinare la loro sostituzione.

Il collegio sindacale è custode del rispetto dell'interesse sociale da parte, soprattutto degli amministratori. Il collegio sindacale vigila:

- a) sull'osservanza della legge e dell'atto costitutivo;

- b) sul rispetto dei principi di corretta amministrazione (cioè sul fatto che gli amministratori si attengano ad uno scrupoloso perseguimento dell'interesse sociale e che, dunque, non si lascino condizionare da interessi in conflitto con quello della società);
- c) sull'adeguatezza della struttura organizzativa per gli assetti di competenza, del sistema di controllo interno (ossia sull'attività della struttura aziendale che deve assicurare il rispetto delle regole dettate dal consiglio di amministrazione per l'attività dell'impresa) e del sistema amministrativo-contabile nonché sull'affidabilità di quest'ultimo nel rappresentare correttamente i fatti di gestione (il collegio sindacale non deve più verificare, a posteriori, la correttezza delle rilevazioni effettuate, ma deve accertare, ex ante, se un particolare assetto amministrativo contabile sia in grado di assicurare una corretta rappresentazione dei fatti di gestione);
- d) sulle modalità di concreta attuazione delle regole di governo societario previste dai codici di comportamento redatti da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria, cui la società, mediante informativa al pubblico, dichiara di attenersi.

Il T.U. si è preoccupato di accentuare i poteri del collegio sindacale e anche dei singoli componenti del collegio. Lo ha fatto anzitutto sotto il profilo dei doveri di informazione che incombono, nei loro confronti sugli amministratori. Questi infatti debbono riferire tempestivamente, secondo le modalità stabilite dall'atto costitutivo e con modalità almeno trimestrale, al collegio sindacale sull'attività svolta e sulle operazioni di maggior rilievo economico, finanziario e patrimoniale, effettuate dalla società e dalle controllate e, in particolare, su quelle nelle quali essi abbiano un interesse per conto proprio o di terzi.

I sindaci possono anche individualmente in qualsiasi momento ad **atti di ispezione** e di controllo, nonché chiedere agli amministratori notizie anche con riferimento a società controllate, sull'andamento delle operazioni sociali o su determinati affari.

Ma un flusso informativo si diparte anche dal collegio sindacale, non solo verso la Consob, ma anche verso l'assemblea, alla quale il collegio deve riferire sull'attività svolta e sulle omissioni e sui fatti censurabili rilevati e alla quale può fare proposte in ordine al bilancio e alla sua approvazione nonché in ordine alle materie di propria competenza (art. 153, comma 2).

Al collegio e ai suoi componenti sono poi attribuiti alcuni importanti poteri di iniziativa. Così il collegio (ma anche 2 soltanto dei suoi componenti) può, previa comunicazione al presidente del consiglio di amministrazione, convocare l'assemblea dei soci, e ciascun sindaco può convocare il consiglio di amministrazione o il comitato esecutivo, anche se tale potere dovrà essere esercitato per sottoporre alla valutazione dell'organo convocato soltanto materie che rientrano nell'ambito della competenza dei sindaci.

Il collegio dovrà comunque convocare immediatamente l'assemblea dei soci quando abbia ricevuto denuncia di fatti censurabili da tanti soci che rappresentano 1/50 del capitale sociale e abbia accertato che la denuncia è fondata e vi sia urgente necessità di provvedere.

Rientrano nell'ambito degli interventi operati dal Testo Unico per rafforzare la capacità di controllo del collegio sindacale quelli relativi alla organizzazione del controllo medesimo; più esattamente il Testo Unico attribuisce al collegio il potere di avvalersi di dipendenti della società per l'espletamento delle proprie funzioni. Tale potere, inoltre, può essere esercitato anche individualmente da ciascun membro del collegio e ciò per evitare che i sindaci nominati dalla maggioranza siano tentati da comportamenti compiacenti.

6.3.2 I modelli alternativi

Erano stati sollevati dubbi sulla compatibilità dei modelli alternativi previsti dalla riforma societaria con le scelte fatte dal T.U. in materia di governo delle società quotate. In particolare si era rilevato che il modello dualistico limitava le competenze dell'assemblea dei soci e quello monistico impediva un'adeguata tutela delle minoranze. Il D.Lgs. n. 37 del 2004 ha creduto di poter superare questi dubbi e ha dettato alcune norme considerate indispensabili per il loro adeguamento ad alcuni

momenti dello statuto delle quotate descritte dal Testo Unico.

Modello dualistico (strutturato in un consiglio di gestione e in un consiglio di sorveglianza)

“Le norme che fanno riferimento al consiglio di amministrazione, all’organo amministrativo e agli amministratori, si applicano anche al consiglio di gestione e ai suoi componenti” e, se non diversamente disposto, “le norme che fanno riferimento al collegio sindacale e ai sindaci si applicano anche al consiglio di sorveglianza” e ai suoi componenti.

Una sola norma specifica è stata fissata per il consiglio di gestione di una società quotata; in particolare, “se esso è composto da più di 4 membri, almeno uno di essi deve possedere i requisiti di indipendenza previsti per i sindaci”.

Il consiglio di sorveglianza ha anche il potere di nomina e revoca dei componenti del consiglio di gestione e di approvare il bilancio. Inoltre “se previsto dallo statuto, il consiglio di sorveglianza delibera in ordine alle **operazioni strategiche** e ai piani industriali e finanziari delle società predisposti dal consiglio di gestione, ferma in ogni caso la responsabilità di questa per gli atti compiuti” (ultimi due aspetti che impediscono un suo appiattimento sulla figura del collegio sindacale).

Modello monistico (impennato sul consiglio di amministrazione e sul comitato per il controllo sulla gestione costituito al suo interno)

Il D.Lgs. n. 37 del 2004 mentre non detta alcuna norma per il consiglio di amministrazione, regolato dalle stesse disposizioni previste per quest’ultimo nell’ambito del modello tradizionale, si preoccupa di definire struttura e funzione del comitato per il controllo, allo scopo di consentire che lo stesso svolga funzioni in qualche misura analoghe a quelle del collegio sindacale, pur essendo nominato dal consiglio di amministrazione nel proprio seno (poteri del comitato sulla falsariga di quelli del collegio sindacale).

Le norme dettate per i sindaci e il collegio sindacale si applicano, se non diversamente disposto, anche al comitato di controllo e ai suoi componenti.

6.4 Il dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili

Sulla scia degli scandali finanziari di Cirio e Parmalat, che hanno messo in luce il ruolo decisivo che la dirigenza societaria può svolgere nella falsificazione dei documenti contabili della società quotate, la legge n. 262 del 2005 impone agli emittenti quotati aventi l’Italia come stato membro d’origine, la nomina di un “**dirigente preposto** alla redazione dei documenti contabili societari”, con adeguati poteri e correlate responsabilità in ordine alla corrispondenza al vero di tali documenti. A norma dell’art. 154-bis, lo **statuto** della società prevede le modalità di nomina di un dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari, **previo parere** obbligatorio, ma non vincolante, dell’organo di controllo. Il **potere di nomina** del dirigente al consiglio di amministrazione, ma nulla esclude che venga attribuito all’assemblea dei soci.

Al dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari devono essere conferiti adeguati poteri e mezzi per l’esercizio dei compiti a lui attribuiti. Il dirigente ha anzitutto un preciso compito organizzativo: egli predispone adeguate procedure amministrative e contabili per la formazione del bilancio di esercizio, nonché di ogni altra comunicazione di carattere finanziario (ha dunque compiti operativi).

Ha poi **funzioni di attestazione**, con relativa **assunzione di responsabilità**, della corrispondenza delle informazioni rese pubbliche alla contabilità sociale; più esattamente, gli atti e la comunicazione della società diffusi al mercato sono accompagnati da una dichiarazione scritta del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari, che ne attesta appunto la corrispondenza alla risultanze documentali, ai libri e alle scritture contabili.

A norma del comma 6 dell’art. 154-bis “le disposizioni che regolano la responsabilità degli amministratori si applicano anche ai dirigenti preposti alla redazione dei documenti contabili

societari, in relazione ai compiti loro spettanti, salve le azioni esercitabili in base al rapporto di lavoro con la società”.

6.5 Il controllo giudiziario

La riforma societaria del 2003 ha profondamente modificato la disciplina del controllo giudiziario sulle società quotate, che risultava dall'applicazione delle norme del Testo Unico e dal dettato dell'art. 2409 c.c.. da un lato ha potenziato il controllo giudiziario per tutte le società per azioni e, dall'altro, ha accentuato la differenza fra società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio e società chiuse.

Sotto il primo profilo, l'art. 2409 c.c. (denuncia al tribunale) prevede che “se c'è il fondato sospetto di **gravi irregolarità** nell'adempimento dei doveri degli amministratori e dei sindaci **che possano arrecare danno** alla società o ad una o più controllate”, i soci possono denunciare i fatti al tribunale (quindi è mutato il presupposto in presenza del quale può essere promosso il controllo giudiziario).

Sotto il secondo profilo la differenza è accentuata dal fatto che solo nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio i provvedimenti previsti dall'art. 2409 possono essere adottati anche su richiesta dell'ufficio del Pubblico Ministero.

I legittimati a promuovere il procedimento previsto dall'art. 2409 c.c. nei confronti di una società quotata sono:

- a) tanti soci che rappresentino almeno 1/20 del capitale sociale;
- b) il collegio sindacale, il consiglio di sorveglianza e il comitato per il controllo sulla gestione (ma non anche alcuni soltanto dei componenti di tali organi)(in tale ipotesi le spese per l'ispezione sono a carico della società e il Tribunale può revocare anche i soli amministratori);
- c) anche la Consob “se ha fondato sospetto di gravi irregolarità nell'adempimento dei doveri di vigilanza del collegio sindacale, del consiglio di sorveglianza o del comitato per il controllo sulla gestione.

La Consob può promuovere il controllo giudiziario solo con riferimento alle società italiane quotate su un mercato regolamentato italiano e non anche nei confronti delle società italiane quotate esclusivamente in mercati regolamentati di altri Paesi dell'Unione Europea.

6.6. La revisione legale dei conti;

6.6.1. le regole generali

Il D.Lgs. n. 39 del 2010, in attuazione della direttiva dell'Unione Europea, ha dettato una nuova disciplina organica della materia a cominciare dalla stessa denominazione dell'attività, non più indicata come “revisione contabile”, ma come “revisione legale dei conti”. La nozione di “**revisione legale di conti**” ricomprende 2 attività distinte che devono essere svolte congiuntamente e che sono funzionalmente collegate:

- a) la formulazione, con apposita relazione, di un giudizio sul bilancio d'esercizio e sull'eventuale bilancio consolidato;
- b) la verifica, svolta nel corso dell'esercizio, della “regolare tenuta della contabilità sociale e della corretta rilevazione dei fatti di gestione nelle scritture contabili”.

Tali attività sono riservate ai soggetti iscritti nel Registro dei revisori legali, tenuto dal Ministero dell'economia e delle finanze; in tale Registro sono iscritti:

- a) i revisori legali, ossia le persone fisiche abilitate ad esercitare la revisione legale;
- b) le società di revisione legale, ossia le società abilitate ad esercitare questa stessa attività.

Possono chiedere l'iscrizione nel Registro:

- 1) le **persone fisiche**, acquisendo la qualità di **revisore legale**, in possesso dei requisiti di onorabilità definiti dal Ministero dell'economia e delle finanze, che abbiano svolto la prevista attività di tirocinio e che abbiano superato uno specifico esame di idoneità

- professionale;
- 2) le **società** che soddisfano le seguenti condizioni:
- i componenti del consiglio di amministrazione o del consiglio di gestione sono in possesso dei requisiti di onorabilità di cui sopra;
 - la maggioranza dei componenti del consiglio di amministrazione o del consiglio di gestione è costituita da persone fisiche abilitate all'esercizio della revisione legale in uno degli Stati membri dell'Unione Europea;
 - nelle società per azioni e in accomandita per azioni, azioni nominative e non trasferibili mediante girata;
 - i **responsabili della revisione legale** sono persone fisiche iscritte al Registro.

Il legislatore detta norme dirette ad assicurare l'indipendenza dei revisori. Più esattamente, l'art. 10 de D.Lgs. del 2010 stabilisce che "il revisore legale e la società di revisione legale che effettuano la revisione legale dei conti di una società devono essere **indipendenti** da questa e non devono essere in alcun modo coinvolti nel suo processo decisionale". Il 2° comma aggiunge che il revisore legale e la società di revisione legale non effettuano la revisione legale dei conti di una società qualora tra tale società e il revisore legale o la società di revisione legale e la sua rete sussistano relazioni finanziarie, d'affari, di lavoro o di altro genere, dirette o indirette.

L'indipendenza e l'obiettività del lavoro del revisore sono cercate anche attraverso la disciplina dei compensi. Sotto questo profilo si stabilisce che "il **corrispettivo** per l'incarico di revisione legale non può essere subordinato ad alcuna condizione, non può essere stabilito in funzione dei risultati della revisione, né può dipendere in alcun modo dalla prestazione di servizi diversi dalla revisione alla società che conferisce l'incarico, alle sue controllate o controllanti".

L'**incarico** di revisione legale dei conti al revisore legale o alla società di revisione legale è **conferito** dall'assemblea della società oggetto della revisione su "proposta motivata" dell'organo di controllo; assemblea che determina anche il corrispettivo per l'intera durata dell'incarico. Quest'ultimo non può superare i 3 esercizi.

L'assemblea può **revocare** l'incarico, sentito l'organo di controllo, solo quando ricorra una giusta causa di revoca (ad es. inadempimento del revisore, o il determinarsi di una situazione che minacci l'indipendenza e l'obiettività del revisore).

Il lavoro del revisore si conclude con una relazione contenente un giudizio sul bilancio. Tale giudizio può essere:

- senza rilievi**, quando il bilancio è conforme alle norme che ne disciplinano la redazione e rappresenta in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria e il risultato economico dell'esercizio;
- con rilievi**, quando nell'insieme il bilancio è conforme alle regole e offre una fotografia sostanzialmente corretta sulla situazione finanziaria ed economica della società, ma sussistano alcune deviazioni dalle norme che il revisore indica nella relazione;
- con eventuali richiami di informativa**, che il revisore sottopone all'attenzione dei destinatari del bilancio, senza però che essi costituiscano rilievi;
- negativo**, quando le deviazioni dalle norme sono tali da compromettere la capacità rappresentativa del bilancio;
- la società rilascia dichiarazione di **impossibilità ad esprimere un giudizio**; quando i limiti interposti all'attività di verifica non consentono alla stessa di disporre delle informazioni necessarie per la valutazione dell'attendibilità delle appostazioni e delle valutazioni del bilancio.

Articolata è anche la disciplina della responsabilità del revisore legale o della società di revisione, nei rapporti sia con la responsabilità degli amministratori sia con quella del responsabile della revisione. Sotto il primo profilo si sancisce "la responsabilità solidale del revisore con gli

amministratori nei confronti della società che ha conferito l'incarico, dei soci di quest'ultima e dei terzi, per i danni derivanti dall'inadempimento dei loro doveri, ma nei rapporti interni tra i debitori solidali essi sono responsabili nei limiti del contributo effettivo al danno cagionato" (nella distribuzione delle responsabilità si deve ricordare che la redazione del bilancio rientra nella responsabilità degli amministratori e non del revisore legale, al quale può essere ricondotta solo la responsabilità del giudizio formulato sullo stesso).

Sotto il secondo profilo si sancisce che il responsabile della revisione ed i dipendenti che hanno collaborato all'attività di revisione sono responsabili, in solido fra loro, e con la società di revisione legale, per i danni conseguenti da propri inadempimenti o da fatti illeciti nei confronti della società che ha conferito l'incarico e nei confronti dei terzi danneggiati".

L'**azione di risarcimento** nei confronti dei revisori e dei responsabili della revisione si prescrive in 5 anni, decorrenti dalla data della relazione sul bilancio.

6.6.2. *Le disposizioni speciali x le società quotate*

Il D.Lgs. n. 39 del 2010 detta disposizioni speciali riguardanti gli enti di interesse pubblico; enti nel cui catalogo rientrano accanto alle banche, alle assicurazioni, alle società di gestione dei mercati, alle SGR, alle SICAV, alle società di intermediazione mobiliare, anche le società emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico e le società italiane emittenti valori mobiliari ammessi alla negoziazione su mercati regolamentati italiani e dell'Unione Europea.

Per quanto riguarda l'espressione "enti di interesse pubblico", questa qualificazione sta nell'interesse pubblico alla correttezza e all'affidabilità dei conti di questa categoria di enti (dell'informativa finanziaria di questi enti).

Le società italiane con azioni quotate in un mercato regolamentato italiano o dell'Unione europea devono sottoporre a revisione legale il proprio bilancio d'esercizio e il proprio bilancio consolidato e il relativo incarico può essere conferito soltanto ad un revisore legale o ad una società di revisione legale iscritti nel Registro dei revisori legali. Spetterà dunque al revisore il compito di accertare, nel corso dell'esercizio, se la contabilità è tenuta secondo le regole dettate dalle norme e dei principi contabili. Al Collegio sindacale spetta la verifica da effettuarsi ex ante, dell'adeguatezza del sistema amministrativo-contabile e dell'affidabilità dello stesso nel rappresentare correttamente i fatti di gestione.

L'incarico di revisione legale ha la durata di 9 esercizi per le società di revisione e di 7 esercizi per i revisori legali persone fisiche. L'incarico "non può essere rinnovato o nuovamente conferito se non siano decorsi almeno 3 esercizi dalla data di cessazione del precedente incarico".

Tende ad evitare un eccesso di amicizia tra il responsabile della revisione e la società oggetto di revisione, la norma secondo la quale "l'incarico di responsabile della revisione dei bilanci di un ente pubblico non può essere esercitato dalla medesima persona per un periodo eccedente sette esercizi sociali, neppure per conto di una diversa società di revisione legale, se non siano decorsi almeno i due anni dalla cessazione del precedente".

A tutela dell'indipendenza del revisore sono dettate anche le norme che impongono un periodo di raffreddamento nei passaggi dall'organizzazione del revisore a quella della società che ha conferito l'incarico nonché di quelli compiuti in direzione opposta. Sul punto il legislatore ha infatti stabilito che "il revisore legale, il responsabile della revisione legale per conto di una società di revisione, e coloro che hanno preso parte con funzioni di direzione e supervisione alla revisione del bilancio di un ente d'interesse pubblico, non possono rivestire cariche sociali negli organi di amministrazione e controllo dell'ente che ha conferito l'incarico di revisione, se non siano decorsi almeno 2 anni dalla conclusione dell'incarico, ovvero dal momento in cui abbiano cessato di essere soci, amministratori o dipendenti della società di revisione" inoltre ha disposto che "coloro che siano stati

amministratori, componenti degli organi di controllo, direttori generali o dirigenti preposti alla redazione dei documenti contabili societari presso un ente d'interesse pubblico, non possono esercitare la revisione legale dei bilanci dell'ente né delle società dallo stesso controllate o che lo controllano, se non siano decorsi almeno 2 anni dalla cessazione dei suddetti incarichi o rapporti di lavoro". A protezione di tali divieti è stata prevista, in caso di violazione, anche l'irrogazione di una sanzione amministrativa.

Mentre la vigilanza sui revisori che non svolgono la propria attività con enti di interesse pubblico compete al Ministero dell'economia e delle finanze, la stessa compete essenzialmente alla Consob quando la revisione abbia ad oggetto un ente d'interesse pubblico. Inoltre i revisori di queste ultime devono pubblicare sul proprio sito una "**relazione di trasparenza**" che deve contenere una serie d'info sul suo conto (forma giuridica, struttura proprietaria e di governo, rete di appartenenza ecc).

Anche nelle società quotate l'attività di revisione sfocia nel giudizio sul bilancio d'esercizio e questo può avere particolari riflessi sul piano della vigilanza e dell'impugnabilità del bilancio. Così in caso di giudizio negativo o di dichiarazione d'impossibilità di esprimere un giudizio, o in presenza di richiami di informativa, il revisore legale o la società di revisione informano tempestivamente la Consob.

Se il giudizio è senza rilievi, o con rilievi o con semplici richiami di normativa viene limitata la legittimazione ad impugnare il bilancio per ragioni attinenti ai criteri adottati per la sua redazione. Più esattamente la deliberazione dell'assemblea o del consiglio di sorveglianza che approva il bilancio d'esercizio può essere impugnata, per mancata conformità del bilancio alle norme che ne disciplinano i criteri di redazione, da tanti soci che rappresentino almeno il 5% del capitale sociale. A compensazione della limitazione imposta alla legittimazione dei soci, il Testo Unico ha riconosciuto alla Consob il potere di impugnare la deliberazione entro 6 mesi dal deposito presso il registro delle imprese (tali norme si applicano solo alle società italiane quotate in un mercato regolamentato italiano e non anche a quelle quotate in un mercato regolamentato di altri paesi dell'Unione Europea).

Il Testo Unico attribuisce alla società di revisione una serie di altre funzioni, in materia di finanza straordinaria, che il codice civile affida, per la generalità delle società per azioni, al collegio sindacale o al consiglio di sorveglianza. Così è affidato alla società di revisione il parere sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni nell'ipotesi di aumento del capitale con esclusione del diritto di opzione, nonché la formulazione del parere che deve necessariamente accompagnare la distribuzione di acconti sui dividendi. Ad essa è infine attribuito il compito di esprimere il parere di congruità sul rapporto di cambio per le operazioni di fusione e scissione.

6.7 Le relazioni finanziarie

Analizziamo le peculiarità che, sotto il profilo dei contenuti e della tempestività della loro comunicazione al pubblico, presentano quelle che lo stesso legislatore definisce **relazioni finanziarie**.

Le società italiane quotate in un mercato regolamentato italiano o di altro Stato membro dell'Unione Europea devono redigere i propri bilanci secondo i principi contabili internazionali IAS-IFRS, che sono differenti da quelli **tradizionali** adottati dalle imprese non quotate (questi ultimi fanno perno sulle valutazioni al costo storico mentre i principi contabili internazionali sono largamente ancorati al fair value, ossia almeno tendenzialmente, al valore di mercato).

Il Testo Unico detta una disciplina articolata delle relazioni finanziarie.

Le società italiane quotate in un mercato regolamentato italiano o di altro paese della Comunità devono, entro 120gg dalla chiusura dell'esercizio, approvare il bilancio d'esercizio e pubblicare la relazione finanziaria annuale comprendente il bilancio d'esercizio, il bilancio consolidato, ove

redatto, la relazione sulla gestione e l'attestazione degli organi delegati e del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili, unitamente alla relazione di revisione legale dei conti.

Entro 60 giorni dalla chiusura del primo semestre dell'esercizio, gli stessi emittenti pubblicano una relazione finanziaria semestrale (contiene riferimenti agli eventi importanti che si sono verificati nei primi 6 mesi dell'esercizio, una descrizione dei principali rischi e incertezze per i 6 mesi restanti dell'esercizio).

Gli emittenti azioni quotate aventi l'Italia come Stato membro d'origine pubblicano entro 45 giorni dalla chiusura del primo e del terzo trimestre di esercizio, un resoconto intermedio di gestione.

Si può notare che il legislatore impone agli emittenti quotati la pubblicazione, oltre che della relazione finanziaria semestrale e per gli emittenti di azioni anche di una relazione finanziaria trimestrale. Pretende cioè che le informazioni siano le più aggiornate possibili, così da consentire agli investitori che operano sui mercati mobiliari di adottare tempestive scelte d'investimento.

Alla Consob non è soltanto attribuito il compito di stabilire le modalità di attuazione di questa "informazione periodica", ma alla stessa è affidato anche il compito di sanzionare i comportamenti fraudolenti e comunque fuorvianti. L'art. 154-ter stabilisce che la Consob, ove riscontri la mancata conformità dei documenti alle norme che ne disciplinano la redazione, può chiedere all'emittente di rendere pubblica tale circostanza e di provvedere alla pubblicazione di informazioni supplementari necessarie a ripristinare una corretta informazione sul mercato.

La credibilità e la tempestività delle relazioni finanziarie costituiscono la premessa logica per la distribuzione degli acconti su dividendi deliberati in sede di approvazione semestrale, dalla quale deve risultare che la situazione patrimoniale economica e finanziaria consente la distribuzione stessa.

7. Il delisting

La cessazione della quotazione su un mercato può avvenire o a seguito di esclusione della società dal mercato stesso, per incorporazione della società quotata in una società non quotata, per la fusione propria di una quotata che dia vita ad una società non quotata o, infine, su richiesta della società quotata.

Ipotesi di esclusione

Sono previste dal regolamento del mercato (es. revoca dalla quotazione ufficiale di B in tal caso l'avvenuta esclusione non comporta alcuna Borsa nell'ipotesi in cui non sia possibile mantenere un mercato normale e regolare per il titolo o vengano comunque meno i requisiti necessari per l'ammissione); l'avvenuta esclusione non comporta alcuna tutela per gli azionisti diversi da quelli di risparmio e per questi ultimi invece il T.U. pretende che lo statuto disciplini i diritti loro spettanti in caso di esclusione dalla quotazione delle azioni ordinarie o di quelle di risparmio. È probabile che la esclusione delle azioni di risparmio consegua a quella delle azioni ordinarie, potendo le prime essere emesse solo dalle società con azioni ordinarie quotate. Ma può anche succedere che vengano escluse dalla negoziazione solo le azioni di risparmio, nel qual caso la società rimarrà una società quotata. Per l'una come per l'altra ipotesi, lo statuto potrà prevedere la conversione delle azioni di risparmio in azioni ordinarie. Lo statuto potrebbe anche prevedere che, nell'ipotesi in cui venga meno la quotazione delle azioni di risparmio, i portatori delle stesse abbiano, a differenza degli azionisti ordinari, il diritto di recedere dalla società.

Incorporazione

Lo status di società quotata cessa nel momento in cui la stessa venga incorporata da altra società non quotata. In tal caso, l'art. 2437-quinquies c.c. stabilisce che "se le azioni sono quotate in mercati regolamentati hanno diritto di recedere i soci che non hanno concorso alla deliberazione che comporta l'esclusione dalla quotazione", quindi anche i soci assenti o astenuti. La norma protegge l'interesse dell'azionista alla liquidabilità delle azioni, assicurata dalla quotazione su un mercato

regolamentato. L'interesse alla liquidabilità viene protetto anche nel caso in cui la società quotata sia oggetto di un'operazione di scissione che preveda l'assegnazione ai soci anche di azioni di una società non quotata.

Delisting

La perdita dello status di società quotata può anche essere la conseguenza di una richiesta in tal senso della stessa società emittente. Il T.U., infatti, con norma che riguarda soltanto le società italiane quotate in un mercato regolamentato italiano, prevede che queste possano, "previa deliberazione dell'assemblea straordinaria, richiedere l'esclusione dalle negoziazioni dei propri strumenti finanziari, secondo quanto previsto dal regolamento del mercato, se ottengono l'ammissione su un altro mercato regolamentato italiano o di altro paese dell'Unione Europea, purché sia garantita una tutela equivalente degli investitori, secondo i criteri stabiliti dalla Consob con regolamento".

L'esclusione è, dunque, subordinata alla contemporanea ammissione su un altro mercato regolamentato, anche non italiano, purché quel mercato regolamentato offra una tutela equivalente a quella della quale vengono privati gli azionisti della società quotata che chiede la esclusione dei propri (cioè emessi dalla stessa) strumenti finanziari.

8. Gli emittenti strumenti finanziari diffusi ma non quotati

Il T.U. detta una disciplina speciale per gli enti che abbiano emesso strumenti finanziari "diffusi tra il pubblico in misura rilevante", ma non quotati e, in particolare, impone loro norme dirette ad assicurare al pubblico e alla Consob la conoscenza dei fatti di gestione più importanti. Più esattamente il Testo Unico impone a questa categoria di soggetti i medesimi obblighi di informazione societaria previsti per le società quotate dagli artt. 114 e 115 dello stesso Testo Unico: essi dovranno perciò comunicare al pubblico tutte le informazioni privilegiate che li riguardano, ossia le informazioni precise che, se rese pubbliche, potrebbero influenzare in modo sensibile le quotazioni di mercato, e sono esposti alla vigilanza informativa ed ispettiva della Consob. Inoltre, devono sottoporre il bilancio d'esercizio e quello consolidato al giudizio della società di revisione, come le società quotate.

Il Testo Unico ha attribuito alla Consob il potere di stabilire i criteri per l'individuazione delle ipotesi in cui può ritenersi che un emittente abbia propri strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante e la Consob ha individuato criteri diversi con riferimento alle obbligazioni e alle azioni.

- **Obbligazioni:** si considerano diffuse in misura rilevante, quando l'emittente abbia un patrimonio netto non inferiore a 5milioni di euro, e il numero degli obbligazionisti sia superiore a 200;
- **Emittenti azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante:** emittenti italiani che contestualmente:
 - a) abbiano azionisti diversi da soci di controllo in un numero superiore a 200 che detengano complessivamente una percentuale del capitale sociale almeno pari al 5%;
 - b) non abbiano la possibilità di redigere il bilancio in forma abbreviata ai sensi dell'art. 2435-bis.

Alla Consob il Testo Unico attribuisce anche il potere di dispensare, in tutto o in parte, tali emittenti dagli obblighi per gli stessi previsti quando gli strumenti finanziari diffusi in Italia siano quotati in mercati regolamentati di altri paesi dell'Unione Europea o in mercati di paesi extracomunitari, in considerazione degli obblighi informativi a cui sono tenuti in forza della quotazione. E la Consob ha effettivamente esonerato da tali obblighi tutti gli emittenti quotati sui predetti mercati regolamentati.

9. Le società cooperative emittenti di strumenti finanziari quotati o diffusi

Va detto anzitutto che le **uniche** società cooperative italiane quotabili su mercati regolamentati

italiani sono, attualmente, le **banche popolari**.

Il T.U. ha previsto alcune norme particolari per le società cooperative con titoli quotati, e le ha esonerate da alcune regole applicabili alle società per azioni quotate. Più esattamente ha previsto che le minoranze alle quali vengono attribuiti particolari poteri siano computate in una frazione non del capitale sociale ma, in considerazione della regola del voto capitario, del “numero complessivo dei soci”.

Il Testo Unico, tuttavia, non aveva esteso alle società cooperative con strumenti finanziari quotati la nuova disciplina prevista per le assemblee straordinarie e tale esonero permane anche dopo la riforma societaria, dal momento che alle cooperative, anche quotate, non si applicano le norme che definiscono i quorum costitutivi e deliberativi previsti per le assemblee delle società per azioni che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, bensì quelli determinati dallo statuto delle stesse.

Il Testo Unico ha escluso anche l'applicazione alle cooperative quotate delle norme che prevedono la possibilità di raccogliere deleghe di voto senza limiti quantitativi perché la relativa sollecitazione avrebbe potuto determinare la formazione di centri di potere incompatibili con il carattere diffuso che lo stesso dovrebbe presentare nelle società cooperative. In materia dunque di quorum assembleari e di deleghe di voto continueranno a valere, anche nelle cooperative quotate, le norme dettate dal codice civile.

Il D.Lgs. del 2010 ha poi dettato per le società cooperative alcune specifiche disposizioni; così ha previsto:

- a) che venga pubblicata, prima dell'assemblea chiamata a deliberare sui piani di corresponsione di stock options, una relazione illustrativa degli stessi;
- b) che possa essere richiesta l'integrazione dell'ordine del giorno da tanti soci che rappresentino almeno 1/40 del numero complessivo dei soci stessi;
- c) che venga pubblicata una relazione finanziaria annuale di contenuto analogo a quella prevista per le società per azioni quotate.

I regolamenti dei mercati gestiti da Borsa italiana S.p.A. escludono, sia pure non esplicitamente, la quotabilità in generale delle azioni ordinarie delle società cooperative in quanto il loro trasferimento è subordinato al gradimento della società e non ammettono alle negoziazioni le azioni dei soci sovventori e delle azioni di partecipazione cooperativa.

Le azioni ordinarie delle banche popolari vengono quotate tenendo presente che il gradimento è previsto soltanto per l'esercizio dei diritti amministrativi e non anche per quelli patrimoniali.

Le società cooperative possono emettere titoli diffusi tra il pubblico in misura rilevante e si applicano le stesse norme, in materia, valide per le società per azioni. È necessario, tuttavia, tenere presente che, ad avviso della Consob, non costituiscono strumenti finanziari rilevanti le azioni dei soci ordinari della cooperativa, in quanto per la clausola di gradimento che vincola la loro circolazione e lo scopo mutualistico perseguito dai soci, non appaiono idonee ad essere negoziate sul mercato dei capitali.

Esse possono inoltre emettere obbligazioni, sia pure per un ammontare che non può eccedere il limite del capitale versato e delle riserve risultanti dall'ultimo bilancio approvato. In tal caso esse devono sottoporre il bilancio al giudizio di una società di revisione e sono tenute agli obblighi di informazione nei confronti della Consob e del mercato stabiliti dagli art. 116 del T.U..

VIII - I CONTROLLI SUL MERCATO MOBILIARE

1. Organizzazione e scopi dei controlli pubblici

I poteri di controllo sul mercato mobiliare sono riservati al Ministro dell'economia e delle finanze, alla Banca d'Italia e alla Consob, nonché per i mercati regolamentati, alla società di gestione di tali

mercati.

Qualche perplessità solleva il ruolo riservato al Ministro dell'economia e delle finanze sia per le sue competenze normative sia per quelle amministrative: in un sistema finanziario che esclude ogni forma di vigilanza strutturale e funzionalizzante e che costruisce la propria disciplina sulla base di regole tecniche, il cui rispetto è affidato ad autorità indipendenti non soggette a direttive politiche, il riconoscere poteri normativi e di intervento ad organi politici, qual è il Ministro dell'economia e delle finanze, costituisce in qualche misura un'anomalia.

Tale sistema trova nella legge i principi generali ai quali deve ispirarsi l'ordinamento del mercato e attribuisce poi alle autorità indipendenti il compito di specificare quei principi attraverso la formulazione delle regole tecniche delle quali le stesse autorità assicurano il rispetto.

Ministro dell'economia e delle finanze

Si possono distinguere i poteri che ha nei confronti della Consob e i poteri che allo stesso competono con riferimento alle attività e agli operatori del mercato mobiliare. Con riferimento ai primi, possiamo dire che il Ministro dell'economia e delle finanze non ha alcun potere di direzione sulla Consob. Per quanto concerne i secondi al Ministro non compete alcun potere in materia di appello al pubblico risparmio, mentre allo stesso competono poteri normativi nei confronti delle SGR, delle SICAV, delle Società di intermediazione mobiliare e delle società di gestione dei mercati regolamentati e poteri sanzionatori nei confronti delle società di gestione dei mercati regolamentati.

Banca d'Italia

Alla stessa è negato ogni potere in ordine alle operazioni di appello al pubblico risparmio, mentre le sono attribuiti poteri normativi e di vigilanza sulle SGR, sulle SICAV e sui patrimoni dalle stesse gestiti, sulle Sim e sulle banche, per quanto concerne lo svolgimento dei servizi di investimento, nonché sui sistemi di indennizzo istituiti a favore dei risparmiatori che accedono a questi ultimi.

Limitatissimi poteri di controllo la stessa ha, invece, per quanto concerne i mercati regolamentati con riferimento ai quali l'intervento normativo e di vigilanza si concentra sui sistemi di liquidazione, compensazione e garanzia delle operazioni.

Naturalmente i poteri normativi e di controllo della Banca d'Italia a proposito degli investitori istituzionali e delle imprese di investimento concorrono con quelli attribuiti, sugli stessi soggetti e sulle stesse attività, alla Consob. Si può ammettere che il legislatore abbia definito i confini tra le due autorità attribuendo alla Banca d'Italia controlli di stabilità del sistema finanziario nel suo complesso e che tale obiettivo debba essere perseguito attraverso la stabilità degli intermediari, a sua volta ricercata attraverso una loro gestione "sana e prudente". In questo quadro alla Consob dovrebbero essere attribuiti, invece, i controlli di trasparenza e correttezza dei comportamenti.

Consob

Esercita una vigilanza esclusiva sulle operazioni di appello al pubblico risparmio avendo riguardo alla tutela degli investitori nonché all'efficienza e alla trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali. Alla stessa viene riservato un ruolo importante nella vigilanza dei fondi comuni e sulle SICAV, sulle Sim e sulle banche che prestano servizi di investimento. Nell'uno e nell'altro caso le competenze della Consob sono concentrate sull'osservanza di obblighi di informazione e di correttezza ai quali debbono uniformarsi comportamenti dei gestori in monte e delle Sim.

Pressoché esclusiva è poi la vigilanza della Consob sui mercati regolamentati, sulle società di gestione degli stessi, sugli intermediari ammessi alle relative negoziazioni e sugli emittenti che su quei mercati vengono quotati, e in particolare sulle informazioni che gli stessi debbono fornire al pubblico.

Per quanto attiene alle competenze della Banca d'Italia e della Consob sembra giustificata la ripartizione delle stesse per funzioni, con attribuzione alla prima della vigilanza di stabilità e alla

seconda della vigilanza sull'informazione e sulle regole di correttezza previste a tutela diretta dei risparmiatori e indiretta della funzione allocativa del mercato.

- NB: mentre prima sulla concorrenza tra banche vi era la vigilanza della BI ora vigila la AGCOM (autorità garante della concorrenza e del mercato).

Eccezioni alla ripartizione:

Imprese di assicurazione

I problemi sia di stabilità che di trasparenza vengono tradizionalmente rimessi alla competenza dell'ISVAP. Si applica un modello di vigilanza per soggetti e non per finalità.

Settore Bancario

La vigilanza può essere definita una vigilanza per attività. Se la banca svolge solo attività bancaria, la vigilanza viene attribuita alla Banca d'Italia sia per quanto concerne la stabilità del soggetto sia per quanto riguarda la massima parte delle regole sulla trasparenza dei contratti con i clienti. Se la banca svolge attività di intermediazione mobiliare, la vigilanza su questa attività spetta soprattutto alla Consob ed una vigilanza di trasparenza e correttezza dei comportamenti.

Fondi pensione

Sia i controlli stabilità sia quelli di trasparenza sono attribuiti alla COVIP. Si tratta di un modello di vigilanza per soggetti.

Inoltre si assiste ad un leggero potenziamento della Consob, in quanto gli è stato attribuito un limitato potere riguardo; alla trasparenza sui contratti bancari e assicurativi, e alle sanzioni amministrative in via esclusiva per la violazione delle norme di sua competenza (no MEF)

2. La commissione nazionale per le società e la borsa. L'organizzazione e il finanziamento

La Consob fu istituita nel 1974, ed inizialmente era priva di personalità giuridica e quindi i suoi atti erano riconducibili ed imputabili allo Stato.

Nel 1985 fu modificata la situazione della commissione, stabilendo che essa ha personalità giuridica di diritto pubblico (imputabilità degli atti, potere organizzativo) e piena autonomia nei limiti stabiliti dalla legge (autonomia organizzativa, funzionale e parziale autonomia finanziaria);

La Consob è ora un'autorità indipendente.

Ha sede a Roma e sede "secondaria operativa" a Milano, è composta da 4 commissari e un presidente (nominati dal presidente della repubblica, su proposta del presidente del consiglio, previa delibera del consiglio dei ministri), scelti tra persone di specifica e comprovata esperienza e di indiscussa moralità e indipendenza, durano in carica 5 anni, possono essere confermati al max una volta e non possono essere revocati (però in caso di "impossibilità al funzionamento o di continuata attività può essere disposto lo scioglimento della commissione").

Essa gode di **autonomia organizzativa**, nei limiti stabiliti dalla legge; e quest'ultima si limita a precisare che;

1. le deliberazioni della Consob sono adottate collegialmente, salvo i casi di urgenza previsti dalla legge;
2. il presidente sovrintende all'attività istruttoria e cura l'esecuzione delle deliberazioni;
3. non è ammessa delega permanente di funzioni ai commissari.

La commissione delibera le norme concernenti la propria organizzazione e il proprio funzionamento e il relativo regolamento deve essere adottato con non meno di 4 voti favorevoli, ed essere sottoposto al presidente del consiglio il quale, sentito il MEF, ne verifica la **legittimità** (no controllo di merito), e lo rende esecutivo con proprio decreto.

I **mezzi finanziari** dei quali la Consob si avvale per il proprio funzionamento derivano:

- a. in parte dal bilancio dello stato
- b. in parte dai corrispettivi che la Consob può esigere dagli operatori che accedono ai suoi servizi.

2.1 L'autonomia funzionale

L'autonomia riconosciuta dalla legge alla Consob si risolve nell'assenza di un qualsiasi rapporto di sovraordinazione o di direzione da parte del governo nei confronti della Consob; tuttavia esiste un collegamento tra Consob, governo e parlamento, più esattamente:

- a) il presidente della Consob "tiene informato il Ministro dell'economia e delle finanze sugli atti e sugli eventi di maggior rilievo e gli trasmette le notizie e i dati di volta in volta richiesti";
- b) lo stesso Ministro dell'economia e delle finanze informa poi il parlamento sugli atti e sugli eventi di maggior rilievo dei quali abbia avuto notizia;
- c) la Consob, entro il 31 marzo, "trasmette al MEF una relazione sull'attività svolta, sulle questioni in corso e sugli indirizzi e le attività che intende seguire" ed il MEF, entro il 31 maggio, "trasmette la relazione al parlamento con le proprie valutazioni".

2.2 Le funzioni

Svolge, nei confronti degli operatori e delle attività del mercato mobiliare:

- a) **Funzioni normative;** la quale si esprime nell'emanazione di regolamenti, x i quali la legge 262 ha stabilito i vincoli ai quali la Consob deve attenersi nella loro emanazione. Essi sono atti posti in essere da un potere non riconducibile ne al governo ne al parlamento ed attribuito direttamente dalla legge ad una diversa **Autorità;**
- b) **Funzioni di vigilanza;** insieme delle attività che deve svolgere per assicurare il rispetto delle regole, alle quali devono attenersi gli emittenti e gli operatori del mercato, e che sono essenzialmente regole informative. Essa svolge una vigilanza informativa ed una ispettiva, oltre che regolamentare. Le informazioni raccolte nella sua attività di vigilanza sono coperte da **segreto d'ufficio**, che xò non può essere opposto né alla BI, né all' ISVAP;
- c) **Funzioni di amministrazione;** autorizza l'esercizio dei servizi d'investimento, rilascia il nulla-osta necessario per la pubblicazione del prospetto informativo, approva il conferimento degli incarichi alle società di revisione per le società quotate. Prima del 96 aveva anche poteri gestori, in quanto provvedeva all'ammissione alla negoziazione dei titoli, funzione ora affidata alla società di gestione del mercato, anche se può ancora disporre la sospensione delle deliberazioni della società di gestione del mercato in materia di ammissione od esclusione dalla quotazione;