



Diritto dei Mercati Finanziari

Banca, Finanza Aziendale e Mercati Finanziari (Università di Pisa)

Diritto dei MERCATI FINANZIARI- Vincenzo Pinto

Il Diritto dei mercati finanziari individua la propria disciplina nel **Dlgs. 58/1998**: “Decreto Draghi” / “Testo Unico della Finanza”.

Testo Unico della Finanza suddivisibile in quattro parti:

- i. **Principi & Definizioni di carattere generale (Art.1).**
L'obiettivo è esplicitare il significato giuridico di talune definizioni (una sorta di *dizionario*); definizioni che sono vevoli esclusivamente ai fini della disciplina del *diritto dei mercati finanziari*.
- ii. **Disciplina degli intermediari-** I pilastro (SIM, SGR, SICAV, Imprese di investimento, Banche).
Soggetti *abilitati* all'esercizio di due attività: servizi di investimento & gestione collettiva del risparmio.
- iii. **Disciplina dei mercati-** Il pilastro.
Disciplina delle *sedi di negoziazione* organizzate al fine di creare un mercato secondario degli strumenti finanziari.
- iv. **Disciplina degli emittenti-** III pilastro.
Coloro che emettono strumenti finanziari e li destinano alla negoziazione; all'interno troveremo la disciplina *speciale* delle SPA quotate nei mercati regolamentati.

Come noto, tutto il sistema del diritto dei mercati finanziari, ruota attorno ad un concetto, ovverosia, il concetto di **strumento finanziario** (che ne caratterizza anche la disciplina dei mercati finanziari); trattasi di un bene di secondo grado rappresentativo di un *investimento*.

Di conseguenza, tutta la disciplina è improntata ad un principio fondamentale: **regole di trasparenza**.

Di questi *tre pilastri* ci occuperemo della **disciplina degli intermediari**.

La **Draghi** è compresa nella sua portata da fonti *sottordinate* (**regolamenti**, natura subordinata alla LEGGE- *fonti secondarie*).

Dalla sua pubblicazione (1998) si è avuto un fenomeno noto come *degulation*, ovverosia, è stato cambiato il rapporto tra **fonti primarie** (legge) & **fonti secondarie** (regolamenti) adottati dalle *autorità di vigilanza* (CONSOB, BANCA D'ITALIA- autorità amministrative indipendenti che esercitano una discrezionalità *tecnica*).

Le regole di dettaglio non sono contenute nella fonte primaria, ma vengono delegate all'autorità di vigilanza; infatti, a valle della LEGGE DRAGHI troveremo numerosi regolamenti emessi da Banca d'Italia & CONSOB.

Tale fenomeno è giustificabile nell'esigenza di adeguare le regole al fenomeno sottostante (mercati finanziari, strumenti finanziari); mutamenti che la nostra LEGGE (*bicameralismo perfetto*) non è in grado di garantire.

La valenza della legge **primaria** è compresa anche dall'alto da una fonte *sovraordinata* (**Normativa europea**).

Mentre in passato l'obiettivo era quello della *armonizzazione* (introduzione nell'ambito di ciascun stato membro di regole equivalenti nell'ambito del diritto dei mercati finanziari), oggi, siamo passati in un modello più incisivo, ovverosia, **uniformazione**.

Questo passaggio dall'*armonizzazione* alla *uniformazione* è dettato anche dal tipo di fonte con cui si disciplina il *mercato finanziario*: **direttiva**, senza dettagliare la disciplina → con la **MIFID II (regolamento)** è stato cambiato il modello passando da un modello di armonizzazione ad un modello di uniformazione e ciò per due ragioni:

1. la MIFID II è una disciplina *dettagliata* (principi e regole di dettaglio).
2. Adottato nella MIFID II il modello del **regolamento delegato** (in attuazione della MIFID II sono stati emanati dei regolamenti che dettagliano le operazioni nei mercati finanziari).

Criterio di impostazione del diritto dei mercati finanziari.

La disciplina degli intermediari finanziari è una disciplina che potremmo definire "ambigua" non solo in ragione delle fonti/ regole di dettaglio, ma anche in ragione dell'*impostazione* (criterio in forza del quale dobbiamo ricostruire questa disciplina); non è chiaro quale sia il principio di vertice intorno al quale ricostruire la disciplina.

Come detto, la parte seconda è dedicata ai **servizi di investimento & gestione del risparmio** fenomeni che nel TUF sono delineati (da qui l'ambiguità) facendo riferimento a due concetti diversi:

1. In alcuni casi si parla di *intermediari* (la disciplina sembra ruota attorno al soggetto).
2. In altri casi si parla di *attività di intermediazione* (la disciplina sembra ruota attorno all'attività).

Andiamo a capire da cosa deriva tale ambiguità facendo riferimento a due articoli:

➔ **Art.18- "Soggetti"** (Disciplina dei servizi di investimento)

➔ **Art.32 quater- "Riserva di attività"** (Disciplina della gestione del risparmio)

Abbiamo pertanto due attività rilevanti che in base a queste due norme sono riservate a determinati soggetti intermediari: abbiamo dei soggetti abilitati all'esercizio dei servizi di investimento e abbiamo dei soggetti a cui sono riservate le attività della gestione del risparmio.

I soggetti a cui tali operazioni sono riservate vengono definiti **soggetti abilitati** (**art.1 co.1 lettera r**, ovvero: SIM, Banche, Imprese di Investimento; SICAV, SGR).

Partiamo dalle *attività e servizi di investimento* delineate nell'**art.18**; in ragione della rubrica sembrerebbe delineare un'impostazione **soggettiva**; tuttavia, il suddetto articolo delinea anche un'*attività oggettiva*, ovvero, l'esercizio professionale nei confronti del pubblico.

L'**art.1 co.5** elenca le *attività e i servizi di investimento* (quando avrà ad oggetto **strumenti finanziari**):

- Esecuzione per conto proprio.
- Collocamento.
- Gestione di portfolio.
- Consulenza.
- Gestione dei sistemi organizzati per la negoziazione.

La nozione di **strumento finanziario** è contenuta nell'**art.1 co.2**.

È necessario sottolineare come l'**art.18** delinea, benché si intitolò "Soggetti", un'attività **oggettivamente** considerata: attività professionale nei confronti del

pubblico di quelle attività elencate nell'art.1 co.5 che avrà ad oggetto strumenti finanziari.

Attività *riservata* a determinati soggetti **abilitati**: SIM, Banche Italiane, Banche UE.

La medesima ambiguità la troviamo nell'**art.32 quater** (in materia di *gestione del risparmio*).

Anche qui, in ragione della rubrica, sembrerebbe delineare un'impostazione **oggettiva** (ribaltando quanto dettato dall'**art.18**); l'attività oggettivamente riservata: esercizio professionale nell'esercizio della gestione collettiva del risparmio- art.1 co.1 lettera n (gestione di **OCR** e relativi rischi).

Cos'è l'OCR? **Art.1 co. lettera k** (fondi comuni di investimento e società di investimento, SICAV & SICAF).

Attività riservata a determinati soggetti *intermediari*: SGR, SICAV, SICAF.

La fattispecie, dunque, sarà l'**attività di intermediazione** o il **soggetto intermediario**? (Diritto dei soggetti intermediari o diritto dell'attività dell'intermediazione).

Sciogliere questo tema di impostazione è la chiave di volta per approcciare in modo corretto questa materia:

ci sono degli *intermediari* che possono esercitare più *attività finanziarie* (es. **banca, SGR**); cosicché chiederci se il soggetto regge la fattispecie dovremo concludere che alle banche applicheremo in toto il TUF, se invece il criterio di fondo è l'attività effettivamente considerata applicheremo il TUB per l'attività bancaria e il TUF per l'attività finanziaria.

Fattispecie dell'*impresa illecita* in ragione della quale viene esercitata un'attività *finanziaria* senza tuttavia esserne abilitati.

Qual è la reazione dell'ordinamento qualora vi sia una crisi? Esonero o liquidazione coatta amministrativa?

Se la fattispecie si regge sull'oggetto, *esonero*; in alternativa, applicheremo la *liquidazione coatta*.

Il diritto dei *mercati finanziari* è un diritto orientato sul soggetto intermediario o è orientato sull'attività di intermediazione: Modello a **soggetto** (Diritto privato) / Modello ad **attività** (Diritto commerciale).

Paolo **Ferroluzzi** per rimarcare e sistematizzare il diritto privato classico (il diritto dell'impresa) ha elaborato due possibili modelli con cui regolare il comportamento del diritto privato:

- i. Sistema a *soggetto*
- ii. Sistema ad *attività*

In ragione del **prius** o attorno ad un'**attività** oggettivamente considerata ci troveremo all'interno del primo o del secondo sistema; questa ripartizione di vertice corrisponde ai due principali rami del *diritto privato classico* che è un sistema a **soggetto** e dall'altro il *diritto dell'impresa* che è un modello ad **attività**.

Proviamo a delinearne le *caratteristiche*.

Sistema a soggetto (diritto privato classico) che avrà al centro il soggetto (rappresenta il prius della disciplina);

nel diritto privato classico tutte le categorie sono incentrate intorno al soggetto (persona fisica) e agli interessi oggettivi riferibili ad un soggetto; ciò è individuabile con riferimento ai diritti **soggettivi** & delle **obbligazioni**, nonché nella nozione di **contratto** (negoziio giuridico) definito all'art.1321.

A rafforzare tale visione è la nozione di **bene**, definito all'**art.810**, in tale nozione si vede il bene da una prospettiva *statica* (godimento della proprietà di un bene). A questo sistema a soggetto, si contrappone, il diritto dell'impresa.

Sistema ad attività che non ruota intorno al soggetto e non ha come obiettivo regolare gli interessi interni ad un rapporto; l'obiettivo è regolare un'attività oggettivamente considerata.

Alla base di tale sistema vi è la nozione di **imprenditore, art.2082**; a primo acchito sembrerebbe confutare l'idea secondo cui il diritto dell'impresa è un sistema ad attività, tuttavia, analizzando la norma ci renderemo conto come la disciplina contenuta all'interno dell'art.2082 descriva un'attività con determinate caratteristiche. In altre parole, il fulcro del diritto dell'impresa è l'attività oggettivamente considerata. Poiché le norme seguono l'attività, l'obiettivo della disciplina è quello di disciplinare gli interessi e le esigenze peculiari di quella attività.

Infatti, lo schema del diritto dell'impresa è semplice: la fattispecie è delineata in termini dell'attività con determinate caratteristiche; al ricorrere di tali requisiti applicheremo una disciplina speciale.

Il mutamento di prospettiva lo si vede anche nella nozione di **bene**; nel diritto dell'impresa la nozione di bene è disciplinata all'**art.2555** (contrapposto all'810) la cui prospettiva è *dinamica*; ciò che conta è solo la destinazione all'attività, non conta la prospettiva della titolarità (il bene è un bene aziendale prescindendo dal titolo gravante sul bene).

La nozione di **bene** delinea in modo plastico la differenza di prospettiva tra i due sistemi.

Tornando al nostro interrogativo: il diritto dei mercati finanziari è un sistema a soggetto o è un sistema ad attività? Il diritto dedicato agli intermediari ha come criterio di impostazione il soggetto o l'attività?

La risposta è evidente, è un sistema ad **attività**; poiché il *prìous* è dettato non dal soggetto intermediario ma dall'esercizio di un'attività oggettivamente considerata; e proprio perché coinvolge ulteriori soggetti (il pubblico risparmio) è assoggettata ad uno statuto speciale che integra e deroga la disciplina generale dell'impresa.

Detto ciò, come dovremo rispondere ai due casi precedentemente considerati, come gestiremo dal punto di vista normativo i due casi:

- **Banca** che esercita *attività di investimento*, alla quale applicheremo la disciplina del **TUB** per l'attività *bancaria*, ma, per i *servizi di investimento* applicheremo la disciplina del **TUF**.

A quale autorità di vigilanza è assoggettata? Banca d'Italia (attività bancaria) & Banca d'Italia & Consob (attività & servizi di investimento).

Esempio: una Banca che si occupa di collocare sul mercato obbligazioni di una società applicheremo la disciplina del TUF.

- **Esercizio di fatto** di un'attività di investimento pur non essendone *abilitati*. Medesimo discorso potrebbe esser fatto per l'esercizio di fatto; sopraggiunta la crisi & l'insolvenza, in cui vi è un'attività oggettivamente considerata, ma

difetta del soggetto abilitato, a quale disciplina faremo riferimento: TUF (statuto speciale della crisi).

Quindi è chiaro come la nostra materia si fondi su un principio semplice e banale, la disciplina segue l'attività (servizi di investimento e gestione del risparmio sono assoggettati sempre alla stessa disciplina).

Il fatto che tale attività sia riservata non è elemento della fattispecie, bensì, elemento proprio della disciplina stessa; ciò che conta è il fatto: l'attività oggettivamente considerata.

Fattispecie- PARTE II del TUF

Come noto le attività rilevanti sono due:

- Servizi e attività di investimento (**art.18**)
- Gestione collettiva del risparmio (**art.32- quater**)

Per delineare il fenomeno dal punto di vista giuridico è opportuno suddividere il discorso in tre diverse parti:

- i. Parte *GENERALE* (quali sono le caratteristiche generali delle *attività di intermediazione mobiliare*; ovverosia, qual è il **quid pluris** di tali attività rispetto alle altre *attività finanziarie- bancarie e assicurative*).
- ii. Servizi & attività di *INVESTIMENTO/ Gestione collettiva del RISPARMIO*.
- iii. Attività che o sono servizi di investimento in sé ma sono esentati dalla relativa disciplina (**crowdfunding**) oppure di quelle attività che NON sono servizi di investimento ma che comunque sono assoggettate ad una disciplina analoga (**prodotti finanziari, bancari & assicurativi**).

Come detto, il primo compito è quello di comprendere quale sia la caratteristica propria dell'*attività & servizi di investimento e gestione collettiva del risparmio*. Per capire questo aspetto è necessario mettersi nell'ottica di operare una distinzione fra una considerazione del fenomeno *reale* (intermediazione finanziaria) & la sua qualificazione *giuridica*.

Se noi andiamo ad osservare la realtà dell'intermediazione finanziaria saremo tentati di affermare che non vi è differenza sostanziale fra le varie attività finanziarie; alla fine l'attività di mercato mobiliare/bancarie/ assicurative rappresentano segmenti di un unico fenomeno: afflusso di risorse dai risparmiatori verso le imprese e le pubbliche amministrazioni.

Questa osservazione trova conferma nell'*origine* del mercato mobiliare; infatti, l'origine di tali strumenti è stata un'origine **parabancarie**, ovvero, sono state le banche a promuovere lo sviluppo del mercato mobiliare.

L'origine è individuabile negli anni '70, in cui in seguito all'inflazione galoppante i tradizionali canali di raccolta bancarie vennero spazzati via da altri canali di raccolta paralleli (**disintermediazione bancarie**); la risposta fu di attrarre a sé taluni strumenti; cosicché vennero abrogati quei limiti posti in capo alle banche, conseguenza, nascita della **banca universale, gruppo polifunzionale**.

Quindi oggi abbiamo una vera e propria commistione tra attività bancaria e attività mobiliare; osservando, pertanto, l'origine e l'evoluzione del fenomeno, non avrebbe senso parlare di una caratteristica particolare dell'attività mobiliare.

La prospettiva cambia se invece ci poniamo dal punto di vista **normativo**.

Alcuni prodotti bancari (depositi strutturati) sono stati attratti in una disciplina analoga a quella dei servizi di investimento; tuttavia, la disciplina dell'attività bancarie & assicurativa e la disciplina dell'attività mobiliare rimane profondamente diversa. Infatti, volendo semplificare, nell'ambito di tutte le attività finanziarie, due sono le esigenze prioritarie:

- i. **Trasparenza e correttezza** dei comportamenti (profilo *esterno* dell'attività)
- ii. **Stabilità e contenimento del rischio** (profilo *interno* dell'attività)

Tali esigenze vengono ponderate in modo diverso rispetto alle varie attività: nell'attività *assicurativa & bancaria* l'esigenza prettamente prioritaria è la stabilità e il contenimento del rischio (profilo della vigilanza prudenziale); se noi ci spostassimo nello statuto dei servizi di *investimento & della gestione collettiva del risparmio* l'esigenza prettamente prioritaria è quella di tutelare la trasparenza e correttezza dei comportamenti.

Pertanto, dal punto di vista del giurista, la disciplina rimane significativamente diversa, cosa occorre fare: non occorre unificare l'impresa finanziaria, ma, sarà necessario interrogarsi sulle ragioni per cui benché comuni tali attività siano assoggettate ad una disciplina diversa. Quindi, anziché unificare dovremo disaggregare, proprio per capire

la caratteristica peculiare di tali attività.

In quest'ottica, per comprendere la specificità dell'**attività di mercato mobiliare**, è necessario fare un passo avanti. Tale *specificità* deriva da due elementi (comuni al servizio & attività di investimento & gestione collettiva del risparmio):

- i. Elemento in **negativo**: in tali attività manca la specificità dell'attività bancaria.
- ii. Elemento in **positivo** (elemento in più rispetto alle altre attività): la nozione di **strumento finanziario** (tutte queste attività avranno ad oggetto un bene poco intellegibile al risparmiatore e all'investitore medio; trattasi di un bene non materiale, ma una forma di investimento).

Partiamo dal primo punto che richiederà l'analisi della nozione di **attività bancaria**. Nozione di attività bancaria, è contenuta all'**articolo 10** del **TUB** ed è precisata in una delle sue componenti nell'**articolo 11** del **TUB**.

Caratteristiche dell'attività bancaria:

- i. Raccolta di risparmio tra il pubblico & l'esercizio del credito.

Da ben notare che la congiunzione "**e**" è atta a sottolineare come sia necessario l'esercizio **congiunto** delle suddette attività (potenzialmente autonome) per l'esercizio dell'attività bancaria.

- ii. L'esercizio dell'attività bancaria è riservata alle banche.
- iii. Oltre l'attività bancaria eserciterà ogni altra attività finanziaria.

Quindi sarà necessario scomporre la disciplina nella duplice attività:

1. Raccolta del risparmio tra il pubblico scomponibile in due sotto elementi:

➔ *Raccolta del risparmio* (definita all'art.11): dovrebbe conglobare qualsiasi forma di *raccolta* di denaro presso il pubblico; tuttavia, come spesso accade, il diritto devia dal vocabolario di diritto comune.

Infatti, il suddetto articolo detta una nozione di risparmio ben più ristretta rispetto al suo significato generico e ciò in ragione di un aspetto prioritario: - vi sarà l'obbligo di rimborso (acquisizione di fondi con **obbligo di rimborso**); chiaramente non integrerà la fattispecie della raccolta del risparmio la raccolta di quattrini senza obblighi di rimborso (es. emissioni di azioni, emissioni di obbligazioni in capo all'emittente).

➔ *Destinazione al pubblico*, ovverosia, raccolta dovrà essere standardizzata.

Qualora difettesse dell'esercizio congiunto del credito, la raccolta del risparmio rimarrà in capo alla banca; tuttavia, non integrerà gli estremi della disciplina dell'attività bancaria.

2. *Esercizio del credito, impiego dei fondi raccolti nel finanziamento del prestatore finale.* In tale fattispecie non vi rientrerà soltanto il mutuo, ma anche il creditore di forma (fideiussione e prestazione di garanzie).

Qual è la specificità di tali attività? Un soggetto che acquisisce fondi presso il pubblico con l'obbligo di restituzione e al contempo eroga credito nei confronti dei più disparati soggetti.

Qual è la peculiarità della banca? La peculiarità sta nel fatto che oltre che ad **esercitare il credito**, la banca assume su di sé il **rischio di insolvenza** del

prenditore finale del credito.

La caratteristica *peculiare* è quello di trasformare rischi individuali in rischi collettivi (es. emissione di obbligazioni vs finanziamento bancario).

In ragione di ciò, la disciplina non potrà far altro che fare perno sulla **stabilità e contenimento del rischio** (esigenza centrale); questa stessa esigenza non è presente nell'attività di mercato mobiliare, in ragione dell'assenza della mancanza di taluni fattori peculiari dell'attività bancaria; si limitano ad agevolare un'operazione in cui si lascia il rischio in capo al singolo investitore.

Il secondo elemento in **positivo** è individuabile nel fatto che tutte le **attività mobiliari** ruotano intorno alla definizione di **strumento finanziario- art.1 DRAGHI, co. 2-** in forza del quale la definizione sarà individuabile nell'**ALLEGATO 1, Sezione C**, secondo cui la definizione di strumento finanziario è definita per *elencazione* (11 categorie).

Per capirci qualcosa, è opportuno suddividerla in due macrogruppi:

- i. Strumenti finanziari **NON derivati** (1,2,3).
- ii. Strumenti finanziari **derivati** (4-11).

Per sapere se uno strumento sia o meno uno strumento finanziario non basta interrogarsi sugli indici di finanziarietà, occorre vedere se sia possibile incasellarlo in una di queste categorie.

Questo modo di strutturare la definizione (elencazione) distanzia la nozione di strumento finanziario dalla nozione di **prodotto finanziario** (art.1 co.1 lettera U DRAGHI).

I prodotti finanziari sono gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria (criterio *atipico*); non costituiscono prodotti finanziari i *depositi bancari o postali* non rappresentati da *strumenti finanziari*.

Qual è il rapporto?

La nozione di prodotto finanziario è **generale**, ovvero, rientreranno tutte le categorie nell'ALLEGATO 1 sezione C, nonché, (da qui il criterio generale della nozione), quegli strumenti che supereranno un **test di finanziarietà**.

Come dobbiamo usare queste definizioni?

È importante capire quale sia l'approccio del legislatore, ovvero, un approccio **prescrittivo** (applicare o meno una data disciplina); sono definizioni che hanno la loro funzione nell'applicazione o disapplicazione di una data disciplina, ovvero, trattasi di una nozione *relativa* a quella specifica fattispecie.

Pertanto, non sarà possibile applicare la medesima definizione al di fuori del contesto finanziario. **Principio di relatività.**

Perché abbiamo due concetti simili ma diversi?

La differenza sta nella proiezione di questi concetti sulla disciplina, ovvero, servono ad applicare in modo diverso la disciplina (nozione).

Nell'ambito della disciplina degli intermediari la nozione di **strumento finanziario** ha una specifica rilevanza *normativa*; quindi, per poter ricostruire la fattispecie delle attività rilevanti dobbiamo a monte conoscere la nozione di strumento finanziario (es. **art.1 co.5-** "servizi e attività di investimento", nozione che poggia su un presupposto, ovvero, strumento finanziario).

In ragione di ciò, qualificare un'attività in funzione dello strumento finanziario, amplierà/restringerà la nozione di attività rilevante.

Allo stesso modo potremo parlare della *gestione collettiva del risparmio* (**art.1 co.1 lettera n**, GESTIONE DI OICR, ovverosia, risalire alla **lettera k**: secondo cui l'attività della OICR consiste nella raccolta del *risparmio* tra una pluralità di investitori mediante l'emissione di **titoli- strumenti finanziari**; medesimo discorso nell'attività di impiego: investire in *strumenti finanziari*.

Capiamo bene che entrambe le attività rilevanti ruotano attorno la fattispecie **strumento finanziario**.

Fatta tale premessa, andiamo ad analizzare la nozione di **strumento finanziario** (**art.1 co.2** Draghi rinvio all'**Allegato 1 sezione C**).

Per semplificare lo studio della nozione, come detto, ebbene suddividere tale elenco in due macro-gruppi:

i. **Strumenti finanziari non derivati** (1-2-3)

Tale macro-gruppo si suddivide in tre sottocategorie:

- 1. Valori mobiliari**
- 2. Strumenti del mercato monetario**
- 3. Quote di un OICR**

Almeno le prime due sottocategorie hanno un'ulteriore definizione nell'**art.1 co. 1-bis** (*valori mobiliari*) / **co.1 ter** (*strumenti del mercato monetario*) -DRAGHI.

Per il terzo punto, definizione ricavabile dalla medesima nozione di *OICR*.

VALORI MOBILIARI- Art.1 bis co. 1: "Per "valori mobiliari" si intendono categorie di valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali, quali ad esempio:

- a) azioni di società e altri titoli equivalenti ad azioni di società, di partnership o di altri soggetti e ricevute di deposito azionario;
- b) obbligazioni e altri titoli di debito, comprese le ricevute di deposito relative a tali titoli;
- c) qualsiasi altro valore mobiliare che permetta di acquisire o di vendere i valori mobiliari indicati alle lettere a) e b) o che comporti un regolamento a pronti determinato con riferimento a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, merci o altri indici o misure."

I *valori mobiliari* sono cosiddetti **titoli di massa**, ovverosia presentano la presenza di un emittente che emette i titoli come frazioni uguali di un'operazione collettiva di raccolta (capitale di **rischio/ debito**).

Quali sono i modelli di questi titoli? **Azioni** di società (raccolta di capitale di rischio) / **obbligazioni** (raccolta di capitale di debito).

Incipit del comma 1-art. 1 bis ulteriore requisito: "Devono essere **negoziabili**" - *requisito potenziale* ("Possono"), il che significa che i valori mobiliari sono strumenti finanziari NON sempre ma quando sussiste questo requisito potenziale della negoziazione.

Ciò aggiunge un ulteriore requisito, ovverosia, il **luogo di negoziazione**: mercato dei **capitali**.

Quindi per la prima sottocategoria (valori mobiliari) si tratterà di titoli di massa che rappresentano una frazione unitaria di una raccolta più complessa (obbligazioni e azioni) purché siano negoziabili anche al di fuori delle sedi regolamentate di negoziazione.

La *nozione* valori mobiliari affianca alle azioni, obbligazioni, i **titoli equivalenti** alle azioni/ obbligazioni.

Quali sono questi titoli *casualmente* equivalenti alle azioni?

Strumenti finanziari partecipativi:

- **art. 2346** (quasi azionari) - "Emissione delle azioni", ultimo comma: lo Statuto può prevedere l'emissione di strumenti finanziari partecipativi muniti di diritti patrimoniali e amministrativi; equivalenti perché partecipano al **rischio di impresa**. Diversi dalle azioni perché non rappresentano una parte del capitale sociale.

- **art.2411** (quasi obbligazionari) - "Diritto degli obbligazionisti", ultimo comma: emessi strumenti finanziari che subordinano il rimborso del capitale all'andamento economico della società. Casualmente equivalenti alle obbligazioni (prestito) ma che ne differiscono perché la **restituzione** del capitale è condizionato all'andamento economico della società- titoli di debito partecipativi.

Ciò dimostra come la nozione di strumento finanziario del Codice civile differisca graniticamente dalla nozione medesima nella DRAGHI.

STRUMENTI DEL MERCATO MOBILIARE- Art. 1 ter co.1: "Per "strumenti del mercato monetario" si intendono categorie di strumenti normalmente negoziati nel mercato monetario, quali, ad esempio, i buoni del tesoro, i certificati di deposito e le carte commerciali."

Gli strumenti del mercato monetario vengono distinti dalla prima categoria in ragione della **negoziabilità** (elemento **usuale** e non potenziale); ciò per essere strumenti finanziari devono essere strumenti negoziati, nonché *normalmente* negoziati.

QUOTE DI UNA OICR- Art.1 co.1 lettera k: "'Organismo di investimento collettivo del risparmio" (Oicr): l'organismo istituito per la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, il cui patrimonio è raccolto tra una pluralità di investitori mediante l'emissione e l'offerta di quote o azioni, gestito in monte nell'interesse degli investitori e in autonomia dai medesimi nonché investito in strumenti finanziari, crediti, inclusi quelli erogati, a favore di soggetti diversi da consumatori, a valere sul patrimonio dell'OICR, partecipazioni o altri beni mobili o immobili, in base a una politica di investimento predeterminata."

Quote di un organo di investimento collettivo, con cui inserire i titoli per i tramite dei quali avviene la raccolta di patrimonio nell'ambito dell'attività della gestione collettiva del risparmio.

Il numero tre qualifica come strumenti finanziari le quote delle OICR; tuttavia, come visto, la raccolta avviene per il tramite di **quote** quando la gestione è strutturata come *fondo comune di investimento* & per il tramite di **azioni** (SICAV, SICAF).

Come mai manca il riferimento a quest'ultime? Perché sono titoli rappresentativi di capitale di **rischio** già strumenti finanziari in base alla prima sottocategoria: strumenti finanziari se negoziabili nel mercato dei capitali.

Quello che alla fine caratterizza la *nozione* di strumento finanziario è il requisito della **negoziabilità** (normale negoziazione sul mercato dei capitali/ monetario); questo requisito è l'**indice principale di finanziarietà**.

Prendiamo ad *esempio* le azioni di società per vedere come si intende in concreto l'idoneità alla negoziazione (astrattamente idoneo alla negoziazione, anche se nel

concreto non è negoziato).

Come interagisce il regime di circolazione delle azioni con l'idoneità alla negoziazione?

Il principio di fondo, stabilito dall'**art 2355/ 2355 bis**, è quello della **libera circolazione**; ciò significa che nel modello **legale** l'azione è uno strumento finanziario. Tuttavia, come noto, questa regola (libera circolazione) può essere *derogata/ esclusa* dallo **Statuo** (limitazioni che avranno efficacia reale).

Quali sono le clausole tipiche atte a limitare la circolazione delle azioni?

1. **Divieto di circolazione**, esclude la circolazione delle azioni in base ad una previsione statutaria (per un massimo di cinque anni). Tali titoli non saranno strumenti finanziari.

2. **Clausola di gradimento**, trasferimento subordinato al previo gradimento di un organo sociale (consiglio di amministrazione).

All'interno del gradimento avremo due fattispecie:

- **gradimento ordinario**, concessione subordinata a requisiti predeterminati e non rimessa al mero arbitrio dell'organo tenuto a pronunciarsi sul merito;

- **mero gradimento**, diniego/concessione rimessa all'arbitrio dell'organo che si esprime (efficacie sola laddove lo Statuto preveda un correttivo: diritto di recesso del socio nel caso in cui il gradimento sia negato).

3. **Diritto di prelazione**, serve a selezionare il potenziale acquirente, ovverosia, a parità di condizioni con il terzo sono preferiti i soci.

Queste clausole impediscono o meno la negoziabilità? Sarà necessario effettuare un distinguo:

diritto di prelazione non preclude la libertà alla negoziazione (di conseguenza, il titolo sarà senz'altro uno strumento finanziario); il **mero gradimento** preclude la libertà alla negoziazione, mentre, il **gradimento ordinario** non sembrerebbe apporre un limite al principio precedentemente enunciato (di conseguenza, il titolo sarà uno strumento finanziario).

Come noto, le società che emettono azioni non sono solo le SPA; quali sono le altre società: **società cooperative**.

Le **società cooperative**, ai sensi degli **articoli 2511 & seguenti**, sono società con scopo *mutualistico* e che dal punto di vista strutturale costituiscono un tipo a sé stante, modellato sulla disciplina della SPA.

Chiaramente, questa struttura (disciplina organizzativa della SPA) deve essere modellata sulla fattispecie della società cooperativa (scopo mutualistico).

La *prima* regola tipica nella SPA che viene meno nella cooperativa è: il **principio di fissità del capitale** (modifica dell'atto costitutivo) derogato per consentire il **principio della porta aperta** (entrata & uscita dei soci agevolata).

La *seconda* deroga è in ragione della **partecipazione sociale- art.2530**: "La quota o le azioni dei soci cooperatori non possono essere cedute con effetto verso la società, se la cessione non è autorizzata dagli amministratori" che prevederà un **gradimento legale**.

Le azioni di società cooperativa sono strumenti finanziari? No, perché di regola le azioni del socio cooperatore non sono negoziabili (in base all'art.2530) ma non rappresentano neppure una forma di investimento di natura finanziaria (l'obiettivo è ottenere un vantaggio economico), e quindi di regola non sono né strumenti finanziari né prodotti finanziari.

Questa conclusione va' misurata in relazione alla diversità tipologica e normativa delle varie forme di società cooperativa.

In primo luogo, le società cooperative possono emettere anche azioni non caratterizzate dallo scopo mutualistico- **art.2526**, *azioni lucrative* (“Strumenti finanziari”) con finalità tipiche di investimento (obiettivo finale: rendimento). Per quel che riguarda le azioni lucrative quest’ultime non saranno assoggettate al mero gradimento (applicheremo la disciplina delle azioni della SPA), saranno liberamente trasferibili salvo clausole statutarie (discorso analogo per la SPA, precedentemente fatto).

Accanto alle cooperative di diritto comune avremo le cosiddette **cooperative di diritto speciale** alle quali applicheremo un regime speciale in relazione alla peculiare attività svolta: **cooperative bancarie**.

Infatti, anche le banche possono costituirsi in società cooperative.

Quali sono le categorie di società cooperative?

- **Banche di credito cooperativo** (che non possono più esistere isolatamente, e che dovranno pertanto far parte di un Gruppo cooperativo in funzione della stabilità e contenimento del rischio).

- **Banche popolari** (alle quali è stata imposta la trasformazione in SPA).

Tralasciano gli aspetti più specifici avremo che le **Banche popolari sono cooperative soltanto nella struttura**, e che in realtà non avranno un vero e proprio scopo mutualistico;

per quel che riguarda le **Banche di credito cooperativo**, avranno struttura e scopo mutualistico (ciascuna Banca di credito cooperativo potrà agire esclusivamente in un dato ambito territoriale). Inoltre, si tratterà di cooperative a **mutualità prevalente**, ovvero, maggioranza degli impieghi deve esser fatta presso i soci.

Come queste caratteristiche vanno ad incidere sul nostro problema?

Le azioni di **banche cooperative**, se dovessimo guardare alla struttura, dovremo concludere che non saranno mai strumenti finanziari (varrà il **gradimento**, azioni non idonee ad esser negoziate).

Tuttavia, ciò non sarà vero per le **BP**, in ragione della loro particolare caratteristica funzionale, sono assoggettate alla disciplina contenuta nell’**art.30 del TUB** (“Diniego del gradimento di ammissione del nuovo socio nella BP comporta effetti dimezzati sui diritti dell’acquirente”): diniego che non ostacolerà la componente **patrimoniale**, ma intaccherà esclusivamente la componente **amministrativa**. Le azioni di **BP** saranno non soltanto strumenti finanziari (gradimento non ostacola la negoziabilità), ma anche prodotti finanziari (la partecipazione rappresenta una forma di investimento di natura finanziaria).

Le **BCC** avendo effettivamente una funzione *mutualistica* prevedono un’applicazione piena del **gradimento (art.2530)**, pertanto, il diniego del gradimento determinerà una cesura tout-court della *libera circolazione*, pertanto, di regola, le azioni della BCC **NON** sono strumenti finanziari (non idonei ad essere negoziati).

Saranno prodotti finanziari? Dipende dall’entità dell’investimento effettuata nella BCC (dal 2016 in poi la CONSOB ha affermato un principio in forza del quale, le azioni di BCC pur non essendo di regola strumenti finanziari, a certe condizioni, sono prodotti finanziari).

ii. **Strumenti finanziari derivati** (4-11)

Occorre individuare l’ottica nella quale la *nozione* di **strumento finanziario** guarda al concetto di *derivato*. L’obiettivo è di selezionare all’interno di questo fenomeno quei

contratti che hanno struttura derivata che rappresentano degli indici di finanziarietà tali da inserirli nella nozione di strumento finanziario.

In altre parole non troveremo una *elencazione* dei derivati ammissibili (ci sono derivati non compresi in questa **elencazione**), l'obiettivo è eseguire una cernita di quegli strumenti che hanno certe caratteristiche tali da renderli strumenti finanziari.

Per comprendere questa *elencazione* è necessario prendere coscienza di una necessaria distinzione all'interno del fenomeno dei derivati:

- **STRUTTURA** del *contratto* che lo rende un derivato
Contratti che strutturalmente sono derivati ma che possono svolgere *finalità* e *modalità* di esecuzione molto diversi tra loro; allo schema strutturale del derivato fanno capo diverse funzioni non tutte di natura finanziaria.

Sotto tale profilo, il *contratto* può essere definito **derivato** nella misura in cui il valore delle prestazioni è connesso ad un valore sottostante, indipendente alla struttura del contratto; contratto caratterizzato dall'alea (**Rischio**). Questa *struttura* caratterizza il derivato nell'ambito della classificazione dei contratti come un **contratto** tipicamente **aleatorio** (rispetto ai contratti *commutativi-compravendita*, contratti in cui la prestazione delle parti è predeterminato o predeterminabile).

Il **contratto**, disciplinato dal Codice civile, tipicamente caratterizzato da alea è il **contratto di assicurazione** (oggetto del contratto è il rischio).

È evidente che la struttura del contratto derivato si colloca all'estremo dei contratti aleatori, tant'è vero che, taluna fattispecie, un tempo, è stata posta al di fuori dell'area contrattuale e inserita in un istituto disciplinato agli **art.1933- "Gioco e scommessa"** & seguenti, in ragione del quale non è un contratto quello inquadrabile in tale articolo (ciò giustifica la ragione per cui le fisce vanno poste sul tavolo verde nella roulette, poiché non vi è l'obbligatorietà a adempiere).

Questo schema è stato applicato ai derivati (specialmente quelli con finalità speculativa spinta) -fattispecie caratterizzante è quella dell' obbligazione **naturale**: prestazione irripetibile ma non vi è una pretesa all'adempimento.

Questa visione è stata così radicata, che la Draghi ha dovuto inserire una specifica disciplina per *escluderla* (**art.23 co.5**).

Questa struttura si presta a diverse *funzioni*.

- **FUNZIONE**, cioè la finalità propria del contratto.

Il contratto derivato è compatibile con diverse *finalità*; lo schema del derivato è stato utilizzato fin dai tempi antichi (vendita di un raccolto futuro riferito ad un certo anno che l'acquirente avrebbe comunque pagato prescindendo dall'esistenza e dalla quantità; finalità del contratto non è una finalità finanziaria, bensì, commerciale o produttiva). Esistono i cd. Futures sul vino (vedesi Brunello di Montalcino).

Quindi la struttura del derivato si presta anche a finalità non tipicamente finanziarie, ovvero, produttiva e commerciale; avremo altresì i contratti derivati di natura finanziaria.

All'interno di tale fattispecie avremo diverse finalità del contratto derivato:

- **Copertura del rischio**
- **Speculazione**

Come distinguere le due categorie?

Sicuramente dal **collegamento** con l'attività *sottostante*; tanto più è forte il collegamento del singolo contratto derivato con l'attività finanziaria sottostante (rischio da coprire) tanto maggiore sarà la finalità di copertura; in via **residuale** avremo la finalità *speculativa*.

Di questo argomento se ne è occupata anche la **CONSOB**: ha indicato alcuni criteri per individuare il derivato con finalità di copertura, qualora tali requisiti non venissero soddisfatti avremo la finalità speculativa (residuale).

Quali sono taluni requisiti?

Non è *sufficiente* un collegamento generico con il rischio sottostante (es. derivato diretto a coprire il rischio di cambio non è sufficiente per avere finalità di copertura), occorre che lo strumento derivato sia misurato nella quantità, scadenze e venga commisurato al rischio sottostante che deve coprire (es. imprese che esporta all'estero e in ragione di ciò, per coprirsi dal rischio di cambio, stipula un contratto derivato che dovrà altresì essere commisurato all'esborso che l'impresa effettivamente sostiene). Un derivato se è di copertura dovrebbe essere a **saldo zero** (esporto 10 mi copro per 10, e non per una cifra superiore, in caso contrario, avrò un fine speculativo del derivato stesso).

Di qui anche la *minore rischiosità* e pericolosità se effettivamente strutturato come derivato di **copertura**.

Tutto questo serve a capire una cosa: la struttura del contratto derivato prescinde dalla finalità; la struttura **neutra** è compatibile con finalità *commerciali e produttive*, nonché per finalità *finanziarie*.

Si comprende meglio qual è l'ottica con cui la definizione guarda ai derivati: selezionare nel fenomeno ben più ampio quei contratti che hanno caratteristiche per cui sia possibile inglobarli nel macro-gruppo degli strumenti finanziari.

Detto ciò, addentriamoci nelle varie categorie dettate dalla norma.

Questa *elencazione* non indica categorie di contratti, bensì, indica **indici di finanziarietà**; l'elemento selettivo non è la struttura del contratto, ma è la presenza nel contratto derivato di un indice di finanziarietà:

4. "Contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati (« future»), « swap», accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, quote di emissione o altri strumenti finanziari derivati, indici finanziari o misure finanziarie che possono essere regolati con consegna fisica del sottostante o attraverso il pagamento di differenziali in contanti".

La previsione del numero quattro NON attribuisce rilevanza alla struttura del contratto derivato; poiché menziona alcuni schemi di contratto derivato, e aggiunge la perifrasi "*altri contratti derivati*".

Nozione meramente esemplificativa e non seleziona il contratto per qualificarlo come strumento finanziario.

Individuiamo il **primo** indice di finanziarietà: connessione all'attività sottostante di natura finanziaria (valore mobiliare, valute, tassi di interesse, quote di emissione, ecc.).

Questo indice è l'indice *principale e assoluto*, desumibile dall'ultima parte del punto 4 (prescinde dalla **modalità** di esecuzione del contratto: saranno derivati sia se regolati con **consegna fisica** del derivato- modalità commerciale, sia se sia regolato con **differenziale in contanti**- modalità finanziaria).

Non è il solo indice, quest'ultimo dettato. Abbiamo infatti il punto 5.

5. "Contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati (« future»), « swap», contratti a termine (« forward»), e altri contratti su strumenti derivati connessi a merci quando l'esecuzione deve avvenire attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in contanti a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto".

L'indice di finanziarietà è individuabile nella **modalità di esecuzione** (principio *subordinato* al punto 4).

Tale nozione farà riferimento a **merci**:

- ➔ es. *future* sul Brunello di Montalcino- sarà uno strumento finanziario? In base all'indice principale, NO; in ragione del secondo indice, la risposta sarà in funzione della modalità di esecuzione).

Quindi in questo secondo criterio ha rilievo quello che il primo indice aveva assorbito, ovvero, la **modalità di esecuzione**: regolamento finanziario (differenziale in contanti).

Questa norma va' oltre e precisa quando è da considerarsi un indice di finanziarietà il **pagamento differenziale in contanti**: ciò significa che, sarà sicuramente derivato finanziario un contratto che prevede il **pagamento perentorio** per il tramite di quest'ultima modalità, o in alternativa, qualora venga posta in capo ad una delle due parti la **facoltà** di stabilire la modalità di esecuzione (consegna fisica o pagamento per differenziale in contanti).

Eccezione individuabile (prevista dall'ultima parte della disposizione) qualora la modalità di pagamento per differenziale in contanti venga prevista esclusivamente nel caso di **inadempimento** dell'obbligo di consegna della controparte (profilo *patologico*)- non sarà un indice di finanziarietà e in ragione di ciò non sarà derivato finanziario.

(Es. contratto stabilisce come modalità di esecuzione in via perentoria la consegna della merce e in via subordinata il pagamento per differenziale in contanti come rimedio al caso in cui la controparte sia inadempiente).

6. "Contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati (« future»), « swap» ed altri contratti su strumenti derivati connessi a merci che possono essere regolati con consegna fisica purché negoziati su un mercato regolamentato, un sistema multilaterale di negoziazione o un sistema organizzato di negoziazione, eccettuati i prodotti energetici all'ingrosso negoziati in un sistema organizzato di negoziazione che devono essere regolati con consegna fisica".

Prevederà un terzo indice di finanziarietà subordinato al primo e al secondo.

In ragione del quale il sottostante non sarà uno strumento finanziario, e la modalità di esecuzione prevederà la consegna fisica del bene; l'indice di finanziarietà è individuabile nel **luogo di negoziazione** (mercato regolamentato, sistema multilaterale di negoziazione, sistema organizzato di negoziazione).

7. “Contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati (« future»), « swap», contratti a termine (« forward») e altri contratti su strumenti derivati connessi a merci che non possono essere eseguiti in modi diversi da quelli indicati al numero 6, che non hanno scopi commerciali, e aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati”.

Indicherà il quarto e ultimo criterio di finanziarietà.

L'indice di finanziarietà è individuabile nelle **finalità**: sarà strumento finanziario ogni derivato che NON ha scopi commerciali; tutto ciò che non avrà finalità produttive e commerciali allora avrà caratteri finanziari.

I successivi punti indicano dei particolari contratti derivati oppure replicano (10) gli stessi criteri precedentemente dettati.

In estrema sintesi, criteri per individuare il contratto derivato finanziario:

- 1. Oggetto:** finanziario
In subordine:
- 2. Modalità** di esecuzione: finanziarie
In subordine:
- 3. Luogo** di negoziazione: finanziario
In subordine:
- 4. Finalità:** NON commerciali.

A queste condizioni il derivato ha natura di strumento finanziario!

Qual è l'elemento che si trae dalla nozione di strumento finanziario sia esso derivato o NON derivato?

Nell'ambito delle attività di mercato **mobiliare** avremo qualcosa di diverso dal punto di vista dell'**oggetto**, ovverosia, forme di *investimento* che avranno ad oggetto strumenti finanziari (il cui fine è ottenere un **rendimento** individuabile in un orizzonte temporale futuro).

Qual è l'esigenza, dunque, che nasce connesso all'oscurità dello strumento finanziario?

Tutelare il cliente con regole di **trasparenza** e **correttezza rafforzate**.

Di qui lo Statuto di attività di mercato mobiliare che dal punto di vista delle esigenze si sposta sulle regole di *trasparenza* e *correttezza*.

Qual è la **peculiarità** dell'attività di *mercato mobiliare*?

Mancanza del processo di trasformazione dei rischi da individuali a collettivi (ridotte esigenze di stabilità del sistema), ma dalle altre maggiori esigenze di *correttezza* e *trasparenza* dettate dalla finanziarietà dello strumento finanziario.

Attività rilevanti (art.18)

SERVIZI DI INVESTIMENTO- art.18 co.1

La fattispecie che regge la nozione è l'**attività** e non la *riserve di legge* “chiunque eserciti questa attività”.

L'**art.18** nel delineare la *riserva* ci dice che l'attività rilevante è: “l'esercizio

professionale nei confronti del pubblico dei servizi e attività di investimento (riservato alle SIM, alle imprese di investimento, alle banche italiane, alle banche UE, e alle imprese di paesi terzi)".

Scomponiamo la fattispecie in **tre** elementi principali:

- Esercizio professionale (**professionalità**)
- Nei confronti nel pubblico (**destinazione al pubblico**)
- Attività e servizi di **investimento**

Prima ancora di andare ad enucleare il significato dell'elemento centrale: attività e servizi di investimento, sarà necessario specificare cosa vogliono dire i requisiti della professionalità e della destinazione al pubblico.

La *nozione* in merito all'attività e servizi di investimento ci rimanda all'**art.1 co.5**. Tuttavia, per capire se ricorre l'attività **rilevante** è necessario capire il significato di questi ulteriori requisiti; sono due concetti che richiamano delle nozioni già note nell'ambito del *diritto dell'impresa*:

- **Professionalità (art.2082)**
Saremmo intuitivamente portati a chiederci cosa significa nel 2082 tale requisito: NON significa attività esercitata a titolo *principale* (sarà altresì impresa l'attività svolta in via sussidiaria: ente pubblico che esercita in via sussidiaria impresa); NON significa *abitualità* (considerazioni di tipo storico: Codice di commercio 1882 che qualifica come commerciante chiunque compisse atti di commercio per professione abituale); significherà, dunque, NON **occasionalità** (si ripete nel tempo anche se in modo non continuativo).
- **Destinazione al pubblico (art.10 TUB- "Attività bancaria")**
Attività bancaria dovrà essere rivolta al **pubblico** per il tramite di una forma di raccolta *standardizzata*.

Quesito *giuridico*: queste espressioni che compaiono nell'art.18 hanno un significato tecnico in contesti normativi vicini (Diritto dell'Impresa, Diritto della banca-TUB).

Possiamo noi prendere questi concetti e ribaltarli integralmente nel suddetto articolo?

In ragione del **principio della relatività**, chiaramente ciò non sarà possibile.

Dobbiamo pertanto sottoporre questi concetti ad una sorta di vaglio di *compatibilità*:

dal Codice civile, TUB, dovremo trasferirci nel nostro **TUF** e indicare alcuni elementi di sistema che ci possono aiutare ad individuarne il significato.

Tali elementi saranno individuabili dalla *derivazione* della **MIFID II**, norme e definizioni impiantate nella DRAGHI (in fase di attuazione della MIFID II):

- *Nozione* di **impresa di investimento (art.1 co.1 lettera d quater - DRAGHI)**:
"impresa la cui occupazione o attività abituale consiste nel prestare uno o più servizi di investimento a terzi e/o nell'effettuare una o più attività di investimento a titolo **professionale**".

Abbiamo che l'attività dell'impresa di investimento deve essere **abituale**, nonché, deve essere prestata a titolo **professionale**.

Ciò cosa significa? Significa che una caratteristica dell'attività rilevante è l'abitualità e quindi l'esercizio **continuativo** dell'attività (stabilità del tempo); in aggiunta a tale

requisito avremo che l'attività debba essere esercitata a titolo professionale. Ci sarà un'altra norma che assume rilievo, "**Esenzioni**" - **art.4 terdecies**, in particolare:

- alla **lettera b** stabilisce che la disciplina (statuto speciale) non si applica ai soggetti che prestano servizi di investimento all'interno del medesimo gruppo (giuridicamente plurima ma economicamente unitaria, diretta & coordinata da una capogruppo) di società. Questa esenzione è direttamente collegata al requisito della destinazione al pubblico.
- Alla **lettera c** (che si riconnette alla professionalità) stabilisce che lo Statuto speciale non si applica alla prestazione di servizi a titolo *accessorio* nell'ambito di un'attività professionale.

Tiriamo le fila da queste norme.

Cosa significano professionalità e destinazione al pubblico?

Partiamo dalla **professionalità**.

Prima domanda: professionalità, nell'art.18, può significare non occasionalità (come nel 2082)?

No. Perché? Perché la nozione di impresa di investimento già presuppone l'abitudine che è un requisito che assorbe la NON occasionalità.

Seconda domanda: cosa significa, dunque nell'art.18?

Attività svolta in via continuativa? Professionalità significa abitudine. Rispetto a tale visione è necessario considerare la nozione di impresa di investimento secondo cui: "l'impresa che svolge attività abituale e consiste nel prestare uno o più servizi di investimento a titolo professionale"; quindi la professionalità è un requisito che si aggiunge all'abitudine.

Quindi per dare un significato sia all'abitudine che assorbe il concetto di NON occasionalità (art.2082) sia all'ulteriore requisito a titolo professionale, dobbiamo distaccare il significato della professionalità rispetto all'abitudine; quindi è evidente che a titolo professionale non significhi neanche a titolo abituale.

Cosa significherà in definitiva? Attività svolta in via **principale**- e ciò è deducibile dall'"Esenzione" lettera c dell'art.4 terdecies.

Passiamo al secondo requisito: **destinazione al pubblico**.

Anche qui non possiamo trasporre il significato dell'art10 TUB, perché dall'esenzione dell'art.4 terdecies lettera b emerge un significato diverso della destinazione al pubblico; nell'art. 18 significa attività destinata a **terzi**.

Concetto di terzo spiegato nella suddetta lettera b: terzietà da intendersi da un punto di vista **economico**, cioè si applica laddove l'attività sia rivolta al di fuori della sfera, in senso economico, del prestatore del servizio.

Quindi l'attività svolta all'interno dello stesso gruppo (sfera di operatività circoscritta alla stessa società) non è un'attività rientrante nella fattispecie delle attività rilevanti.

Passiamo all'analisi della fattispecie dei **servizi & attività di investimento** (nozione: **art. 1 co.5- DRAGHI**: "Per "servizi e attività di investimento" si intendono i seguenti, quando hanno per oggetto strumenti finanziari [nozione art.1 co.2- DRAGHI]"). Analizziamone l'elenco:

1. **Attività di negoziazione** (lettera a & b):
 - a. Negoziazione per conto proprio
 - b. Negoziazione per conto terzi
2. **Collocamento di strumenti finanziari**
 - c. Collocamento con garanzia
 - c-bis. Collocamento senza garanzia
3. **Gestione di portafogli di investimento** (gestione individuale contrapposta alla gestione collettiva del risparmio) - d
4. **Ricezione & trasmissione di ordini** (attività esecutiva) - e
5. **Consulenza in materia di investimenti- f**
6. **Gestione di sedi di negoziazione alternative** (rispetto alla gestione dei mercati regolamentati- riservata alle società di gestione dei mercati)
 - g. Gestione di sistemi multilaterali di negoziazione
 - g-bis. Gestione di sistemi organizzati di negoziazione

Partiamo dalla prima categoria: **negoziazione**; è composta, come visto, da due sottocategorie:

1. Negoziazione per conto proprio (a)- **art.1 co. 5-bis**: "Da intendersi l'attività di acquisto & vendita di strumenti finanziari in contropartita **diretta**"
2. Negoziazione per conto dei clienti (b)- **art. 1 co. 5 septies punto 1**: "Conclusione di accordi acquisto & vendita di strumenti finanziari per conto di clienti e si aggiunge la conclusione di accordi (...) riporta la nozione".

Queste nozioni si sovrappongono alla nozione europea (MIFID II- **art.4 punto 6**: si definisce la negoziazione per conto proprio: "contrattazione ai fini della conclusione di operazioni riguardanti uno o più strumenti finanziari nelle quali il negoziatore impegna capitale proprio").

Qual è la differenza fra le due modalità di *negoziazione*?

La nozione di negoziazione fa riferimento alla conclusione di accordi (bilaterali- mentre la direttiva parla di operazioni in strumenti finanziari) con due possibilità modalità:

- *Conto proprio*
- *Esecuzione di ordini per conto dei clienti*

In cosa consiste la **differenza**?

La differenza è nell'assunzione del **rischio**: *contropartita diretta*: caratterizza la negoziazione in conto proprio e difetta nella negoziazione per conto dei clienti.

Cosa significa "**contropartita diretta**"?

È un'espressione non *giuridica*, derivata dalla prassi dei mercati: **intermediario** è la

controparte del **cliente** nell'operazione di acquisto/ vendita; qualora difettesse tale caratteristica avremo un'esecuzione di ordini per conto dei **clienti**, nel qual caso, la controparte del cliente è il **mercato** (altro cliente o investitore): **intermediario** in senso *tecnico*.

Se questa è la differenza si spiega anche la nozione di negoziazione per conto proprio derivata dalla direttiva **MIFID II**: "contrattazione ai fini della conclusione di operazioni riguardanti uno o più strumenti finanziari nelle quali il negoziatore impegna capitale proprio".

Questa differenza determina anche un diverso grado di rischio di queste due attività rispetto all'esigenza della **stabilità & contenimento del rischio**.

L'attività per *conto proprio* presuppone un maggiore profilo di rischio; infatti, per le imprese di **investimento** la IFRS prevede un regime più rigido di requisiti prudenziali rispetto alla mera esecuzione di ordini.

Quali sono le caratteristiche generali della *negoziazione* (individuare le caratteristiche essenziali)?

In tutte le definizioni finora viste (art.1 Draghi & art.4 MIFID II) le attività di negoziazione hanno in comune il fatto di consistere in attività dirette a concludere accordi su operazioni in strumenti finanziari (caratteristica comune al **collocamento**).

Ci dovremo chiedere, pertanto, le caratteristiche proprie della negoziazione con cui distinguerla dal collocamento.

Per essere negoziazione (offerta su strumenti finanziari) dovrà avere due caratteristiche fondamentali:

1. Offerte **NON standardizzate** (personalizzata/ bilaterale); qualora fosse standardizzata saremo nel contesto del **collocamento**. -La MIFID II parla di *contrattazione*-
2. Tipologia di offerta relativi agli strumenti finanziari (mercato nel quale l'offerta può essere inserita)
Peculiarità del nostro sistema rispetto alla direttiva comunitaria UE. Potremo distinguere due mercati ai quali l'offerta può essere destinata:
-**mercato primario**: strumenti finanziari di *prima emissione*- "**offerta di sottoscrizione**".
-**mercato secondario**: investitore che ha già sottoscritto in contropartita con l'emittente e fa circolare il titolo (emessi & sottoscritti) - "**offerta di acquisto/ vendita**".

Per aversi *negoziazione* l'offerta riguarda quali di questi due mercati? Solo offerte di acquisto/vendita o anche offerte in sottoscrizione?

Se andiamo a vedere la **Direttiva** dovremo concludere che il concetto individuabile assume una portata *ampia*, ovvero, l'offerta riguarderà ambedue le modalità (in ragione del sostantivo "**operazione**" - *neutra*).

Nel nostro ordinamento, invece, la nozione di *negoziazione* è un po' più complessa. Guardiamo le due nozioni di:

- *negoziazione per conto proprio*: rif. **mercato secondario** (parrebbe esclusa l'offerta in sottoscrizione);
- *negoziazione per conto terzi*: rif. **mercato secondario**, tuttavia, c'è un ultimo inciso in sede di attuazione della MIFID II: "la conclusione di accordi per la sottoscrizione o la compravendita di strumenti finanziari emessi da un'impresa di investimento o da una banca al momento della loro emissione".

Ci sono due casistiche nelle quali assumerà rilevanza anche l'**offerta di sottoscrizione**:

1. Strumenti finanziari emessi da un'*impresa di investimento* (in fase di emissione).
2. Strumenti finanziari emessi da una *banca* (in fase di emissione).

Quindi, riassumendo, abbiamo un'attività che consiste nella contrattazione di operazioni avente ad oggetto strumenti finanziari, prescindendo dalla *modalità* di contrattazione.

Questa *modalità* di contrattazione deve avere due caratteristiche: **personalizzata/offerta di acquisto & vendita** (esclusa, di regola, offerta in **sottoscrizione**, con talune eccezioni: strumenti finanziari emessi da imprese di investimento & banche).

Qual è il senso di questa deviazione? Estendere le tutele ordinariamente previste per i servizi di investimento a un caso particolare: distribuzione diretta di strumenti finanziari da parte di soggetti **qualificati**.

Questa estensione della fattispecie *negoziazione* all'**emissione** è una conseguenza di una evoluzione normativa, partita nel 2005, che intendeva estendere queste garanzie di tutela di *trasparenza* e *correttezza* anche all'offerta sul mercato **primario** a soggetti particolarmente rilevanti.

Questa esigenza è stata in prima battuta soddisfatta nel nostro ordinamento una norma ad hoc: **art.25 bis**.

Art. 25 bis si dedicava all'offerta di prodotti finanziaria emesse dalle banche e imprese di assicurazione.

Art.25 bis rimodulato: distribuzione di strumenti finanziari immessa nella nozione servizi di investimento.

Figure speciali di negoziazione per *conto proprio*; due figure:

1. Internalizzatore sistematico (**art. 1. co. 5-ter**: Per "internalizzatore sistematico" si intende l'impresa di investimento che in modo organizzato, frequente, sistematico e sostanziale negozia per conto proprio eseguendo gli ordini dei clienti al di fuori di un mercato regolamentato, di un sistema multilaterale di negoziazione o di un sistema organizzato di negoziazione senza gestire un sistema multilaterale).

È un negoziatore per conto proprio ma per *sistematicità, frequenza e organizzazione* rappresenta un'alternativa alle sedi ufficiali di negoziazione (disciplinato nella parte terza).

Questa norma prova ad individuare dei parametri con cui individuare tale fattispecie:

- *Frequento & sistematico*: se il numero di operazioni di negoziazione supera una certa soglia.
- *Modus sostanziale*: numero di operazioni rapportate al mercato globale di un dato strumento.

“Il modo frequente e sistematico si misura per numero di negoziazioni fuori listino (OTC) su strumenti finanziari effettuate per conto proprio eseguendo gli ordini dei clienti. Il modo sostanziale si misura per dimensioni delle negoziazioni OTC effettuate dal soggetto su uno specifico strumento finanziario in relazione al totale delle negoziazioni effettuate sullo strumento finanziario dal soggetto medesimo o all'interno dell'Unione europea”.

2. **Market maker (art. 1 co. 5- quarter:** Per “market maker” si intende una persona che si propone, nelle sedi di negoziazione e/o al di fuori delle stesse, su base continuativa, come disposta a negoziare per conto proprio acquistando e vendendo strumenti finanziari in contropartita diretta ai prezzi dalla medesima definiti).

Qui, il *market maker* è negoziatore per *conto proprio* (servizio di investimento), la cui funzione non è creare un mercato alternativo (come visto precedentemente) ma creare un meccanismo di **liquidità** all'interno delle sedi di negoziazione e dichiarandosi disponibile (alla contrattazione) a determinati prezzi serve a dare liquidità al mercato di un determinato titolo.

Per vengono isolate tali fattispecie?

Perché queste figure sono assoggettate ad una disciplina *speciale*: parte terza dei mercati.

Funzioni che si collocano all'interno della disciplina delle sedi di negoziazione alternativa alle sedi di negoziazione ufficiali.

Passiamo all'analisi del **collocamento**.

Il *collocamento* è la seconda categoria (**lettera c/ c bis co.5 art.1**).

Per prassi consolidata consiste in un'attività diretta a formulare offerte nell'operazione di strumenti finanziari (elemento **comune** alla negoziazione).

Elementi di **differenziazione**:

1. Offerta *standardizzata* (non vi è una contrattazione) - differenza essenziale.
2. Offerta rilevante in ambedue i mercati: mercato **primario**- offerta di *sottoscrizione*/ mercato **secondario**- offerta di *vendita* (e non di **acquisto**).
3. Attività svolta per *conto terzi*: il collocamento per essere servizio di investimento deve essere un servizio prestato nei confronti di un terzo sulla base di un accordo (intermediario non colloca titoli proprio ma si limita ad agevolare il collocamento di titoli terzi).

Non è di regola **collocamento** il c.d. *auto collocamento/ collocamento in proprio* (**art.2411 Codice civile**).

Occorre fare una precisazione che deriva da quella particolarità caratterizzare la negoziazione nella fase di emissione (imprese di **investimento & banche**).

Sarà necessario estendere tale *eccezione* anche a taluna fattispecie (per **simmetria** rispetto alla fattispecie *negoziazione*- carattere personale).

Distinzione tra le due tipologie di *collocamento*, differiscono tra loro per ragioni simili alla distinzione tra la negoziazione per conto proprio ed esecuzione di ordini:

- 1- Collocamento con **garanzia: rischio** del mancato *integrale* collocamento grava sull'**intermediario**.

Potrà realizzarsi in due diversi modi (menzionate nella lettera **c**):

- *Assunzione a fermo*: risultato di traslare il rischio è realizzato **ex-ante** (prima dell'inizio del collocamento- rischio assunto dall'intermediario prima del collocamento).
- *Collocamento sulla base di un impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente*: modalità **ex-post** (intermediario non acquista il titolo a fermo ma rimane a disposizione dell'emittente/ venditore) in funzione della quale, previa clausola, l'intermediario si obbligherà a riacquistare i titoli non sottoscritti.

E' con ciò viene in **analogia** la distinzione interna alla negoziazione & la distinzione con il collocamento: elemento comune **RISCHIO**.

Collocamento con garanzia & negoziazione per conto proprio fattispecie di rilievo, in ragione dell'elevato grado di rischio che le caratterizza.

- 2- Collocamento *senza garanzia: rischio* del mancato *integrale* collocamento grava sull'**emittente/ venditore**.

Passiamo all'analisi della **gestione di portafogli (lettera d)**.

Rappresenta la prima tipologia di servizio *decisorio*: caratteristica che la accomuna con un altro servizio di investimento- "consulenza in materia di investimenti" (lettera f).

In entrambi i casi la decisione di investimento è adottata dall'intermediario:

- mandato conferito dal cliente: **gestione di portafogli**;
- indotta dall'intermediario, per effetto di una raccomandazione: **consulenza**.

Sotto il profilo della trasparenza & correttezza del comportamento (protezione dell'investitore), i servizi più pericolosi saranno i c.d. servizi **decisori** (consulenza & gestione di portafogli). Perché?

Perché essendo l'intermediario ad indurre l'investimento si apre un altro scenario che implica l'esigenza di proteggere in modo rafforzato il cliente dinanzi una scelta riferibile all'intermediario.

Non a caso questi due servizi sono assoggettate ad una regola speciale:

adeguatezza- *capacità del cliente di sopportare i rischi & coerenza dell'investimento alle proprie esigenze*.

In cosa consiste la nozione di nozione individuale?

Art.1 co.5 quinquies: "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".

Il nostro compito è quello di prendere questa fattispecie e scomporla nei suoi elementi costitutivi (portata selettiva- se ricorrono tutti questi requisiti avremo la gestione di portafoglio, qualora ne difettasse uno, saremo dinanzi ad un altro servizio di investimento):

- Gestione sulla base di un **mandato** conferito dal cliente.

Quando si parla di gestione parleremo di una serie di atti coordinati fra di loro finalizzati necessariamente ad uno scopo produttivo.

Cosa significa scopo produttivo? Appoggiandosi sul requisito della *produttività* (**art.2082**) è necessario che generi nuove utilità; da ben notare che non è necessario che tali nuove utilità vengano effettivamente prodotte, basterà, meramente, la programmazione alla creazione di nuove utilità.

Perché è rilevante? Perché qualora non optassimo per questa visione, escluderemo dal novero degli intermediari, le imprese in **perdita**.

Lo scopo *produttivo* della gestione consente di differenziare la fattispecie della gestione individuale dalla c.d. fattispecie delle **società fiduciarie**.

Cosa sono le società fiduciarie? Sono una forma di attività tipica che ha il compito di gestire (in senso **statico**) beni o anche strumenti finanziari (es. attività tipica potrebbe essere quella di diventare titolare di azioni- normalmente strumenti finanziari- sulla base di un mandato attribuito da un altro soggetto. Eserciterà in nome proprio i diritti derivanti dal titolo, ma lo farà in conto del terzo).

Anche la società fiduciaria gestisce un patrimonio composto da uno più strumenti finanziari.

Cosa distanzia la gestione individuale dalla società fiduciaria? La gestione della società fiduciaria è una gestione **statica**, di **godimento**; difetta del requisito della produttività.

- **Discrezionalità** (potere discrezionale).

Elemento **CENTRALE!**

Quando si parla di discrezionalità si fa riferimento ad un potere di un determinato soggetto: intermediario, di assumere determinazioni per conto del cliente scegliendo tra le diverse alternative possibili compatibili con lo scopo.

Da non confondersi con l'**arbitrio** (senza render conto alla clientela).

Potremmo far riferimento a due concetti astratti della discrezionalità:

- ➔ **Tecnica**, tipicamente esecutiva, cioè, quella scelta fra le alternative possibili che rimessa all'intermediario nell' eseguire una decisione di investimento che rimane però in capo al cliente (presente in tutti i servizi di investimento: esecuzione di ordini, ecc.).

Cosa deve scegliere quando il cliente gli impartisce l'ordine?

Dove, i tempi di esecuzione, in funzione dei criteri tecnici.

Questo ambito della discrezionalità non viene prese in considerazione dalla fattispecie della gestione individuale.

- ➔ **Decisoria** (intermediario esegue la scelta di investimento), individuabile nella c.d. **best execution** (conseguire al cliente il miglior risultato possibile).

Quindi la discrezionalità non è sufficiente per avere la gestione individuale, bensì, sarà necessario un *quid pluris*, attribuendo all'intermediario la decisione di investimento/disinvestimento.

In assenza di tale requisito, non vi sarà la gestione individuale (da qui la portata selettiva di questo requisito).

Nella prassi della CONSOB sono state analizzate delle fattispecie **border line**:

GESTIONE CON PREVENTIVO ASSENSO, ogni decisione relativa all'investimento è proposta dall'intermediario ma è soggetta alla preventiva *autorizzazione* scritta del cliente.

Strumento per evitare l'assoggettamento dell'attività alle regole più ferree della gestione individuale: escludere la *discrezionalità*.

Il problema è: assenso preventivo esclude la discrezionalità decisoria o no?

Prima che fosse attuata la MIFID I l'elenco dei servizi di investimento era più ristretto di quello attuale.

Cosa mancava all'epoca? Manca la lettera **f**- "**Consulenza in materia di investimenti**", definito come servizio *accessorio*, non era pertanto, un'attività **riservata**.

L'assenza di taluna voce aveva creato un problema rilevante di *qualificazione* delle GESTIONI CON PREVENTIVO ASSENSO: se non dovesse rientrare nella gestione individuale (difetta del requisito della discrezionalità),

qual è l'alternativa qualificatoria? Sarebbe quantomeno una **consulenza**.

Giungere a tale affermazione, prima della MIFID I, avrebbe comportato la **fuoriuscita** di questa attività dalle attività *riservate* (esercitabile, pertanto, da chiunque).

Di conseguenza, la CONSOB, prima della MIFID I, con una sorta di interpretazione **orientata** alle *conseguenze*, ha sempre ritenuto che la gestione con preventivo assenso fosse una gestione individuale.

Questa era un modo per far rientrare tale fattispecie nella gestione individuale: interpretazione che in termini formali non è sostenibile.

La potremo comprendere soltanto analizzando il dato **sostanziale** (obiettivo di questa interpretazione): interpretazione *alternativa*, negare il requisito della discrezionalità, avrebbe collocato questa attività fuori dalla disciplina dei servizi di investimento, con annesse e connesse conseguenze catastrofiche per il sistema.

Esigenza venuta meno dopo la **MIFID I**, che ha introdotto la **consulenza** in materia di investimento.

Quindi il problema qualificativo ha perso quella rilevanza centrale che aveva prima dell'entrata in vigore della MIFID I.

Qual è oggi l'alternativa? La consulenza (che oggi è un servizio di investimento) assoggettata al medesimo regime di adeguatezza previste per la gestione individuale.

Sembrerebbe, pertanto, logico concludere che tale fattispecie difetti della **discrezionalità** e che, in conclusione, debba essere qualificato come servizio di consulenza e non tanto gestione individuale (necessario che sia una gestione con preventivo assenso vera).

In parallelo, avremo la gestione **mascherata** (profilo *patologico*): discrezionalità occultata.

Strutturalmente privi della discrezionalità, palesata, tuttavia, nei fatti.

Es. promotori finanziari (ora consulenti finanziari) che non può svolgere in sé servizi di investimento, agente dell'intermediario; capitava che alcuni facessero dati contratti con i clienti attraverso cui mascherare una vera e propria gestione individuale.

Pertanto, non ci si potrà fermare alla *formalità* della struttura, ma sarà necessario analizzare il profilo **sostanziale** (ulteriore dimostrazione di come la disciplina si regga sull'attività e non sul soggetto).

- **Gestione individuale** (anche qualora vengano utilizzate metodologie standardizzate per categorie omogenee di clienti).

Elemento della gestione che serve a distanziare questo servizio di investimento dalla **gestione collettiva del risparmio** (ha alla base la nozione di **OICR**, ci accorgiamo che l'attività di investimento è svolta dall'intermediario in autonomia dagli investitori, tuttavia, cambia il parametro di riferimento: Gestione avviene A MONTE- nell'interesse collettivo).

Perché è necessaria questa precisazione? **Individuale** è il parametro di valutazione del comportamento dell'intermediario, cioè, non è necessario che l'intermediario gestisca in modo unitario, individuale il cliente per aversi gestione individuale.

- **Oggetto: portafoglio di investimento.**

Oggetto della gestione individuale è parzialmente diverso rispetto agli altri servizi di investimento: avranno ad oggetto strumenti finanziari; viceversa, la gestione individuale avrà ad oggetto un **patrimonio** che dovrà avere degli elementi di *finanziarietà* (qualora avesse ad oggetto un patrimonio immobiliare non sarà strumento finanziario).

Il problema si sposta su un altro piano: qual è il minimo di finanziarietà per qualificare un patrimonio dato in gestione come portafoglio di investimento?

1. Patrimonio NON composto da strumenti finanziari (saremo al di fuori della nostra fattispecie).
2. Patrimonio composto solo da strumenti finanziari (saremo all'interno della fattispecie).

Il problema è individuabile nella situazione *intermedia*.

Perché un patrimonio possa dirsi finanziario è necessario che ci sia la prevalente composizione finanziaria o è sufficiente anche una composizione NON prevalente?

È sufficiente anche un **minimo** di finanziarietà [Appiglio formale: "uno o più strumenti finanziari"].

Quindi un patrimonio diviene un portafoglio di investimento se l'oggetto dato in gestione è ANCHE uno strumento finanziario anche se in misura NON prevalente.

Specifica: il servizio di investimento non si svolge in attuazione in funzione di un ordine del cliente, ma si svolge nell'ambito di un mandato per la gestione del

patrimonio; questo passaggio evidenzia come la gestione del portafoglio si colloca in una dimensione nuova (es. esecuzione di ordine per conto dei clienti: decisione del cliente di acquistare o vendere in relazione ad una singola operazione; intermediario come mero esecutore).

Nell'ambito della gestione individuale, viceversa, non vi è più alcun riferimento all'ordine, bensì, ad un mandato a gestire un patrimonio e quindi compiere le varie operazioni attuative del mandato.

Ciò evidenzia la natura decisoria del servizio di investimento: compiere una serie di operazioni per conseguire un obiettivo. Passiamo alla dimensione del singolo atto alla dimensione dell'attività che implica un potere discrezionale dell'intermediario.

Passiamo all'analisi della **ricezione e trasmissione di ordini (lettera e)**.

Rientra nell'ambito dei servizi *esecutivi* (servizi diversi dai servizi decisori).

Ricezione & trasmissione di ordini ha una sua nozione all'**art1. Co.5 sexies**

(precisazione sull'estensione di questa fattispecie): "Il servizio di cui al comma 5, lettera e), comprende la ricezione e la trasmissione di ordini nonché l'attività consistente nel mettere in contatto due o più investitori, rendendo così possibile la conclusione di un'operazione fra loro (mediazione)".

Avrà due anime:

- **Ricezione & trasmissione di ordini** in senso proprio, che consiste in un'attività diretta a raccogliere ordini del cliente (ricezione) senza eseguirli, bensì, trasmetterli all'intermediario che lo esegue per conto proprio o come esecuzione di ordini.
Attività che si colloca nella prima fase della decisione di investimento.
- **Mediazione.**

Ebbene tenere presente questa *nozione* per due ragioni:

1. Di carattere *sistematico*: norma di chiusura del sistema. Perché inserire nei servizi di investimento la **trasmissione & ricezione di ordini** è funzionale a evitare l'aggiramento della *riserva dell'attività* con riguardo agli altri servizi di investimento.
Perché se un soggetto in modo professionale nei confronti del pubblico raccoglie ordini per poi rimmetterli nelle mani di un altro è evidente che il rischio, se questa attività non fosse servizio di investimento, è quello di applicare la disciplina dei servizi di investimento ad un soggetto che è lontano dal cliente (schema trilatero). Il rapporto diretto con il cliente si avrà nell'attività di raccolta dell'ordine: se questo primo passaggio fosse un'attività libera, ci troveremmo con un soggetto che ha rapporti immediati con il cliente che non è tenuto ad osservare alcuna regola di tutela per il cliente, mentre, lo sarà il soggetto che esegue l'ordine.
2. Rappresenta lo schema alla base di un'attività che in qualche modo è ai confini dei servizi di investimento, cioè, il c.d. **crowdfunding** (raccolta di capitali per conto di PMI, tramite una piattaforma online). Il **gestore** della piattaforma (che

agevola la raccolta di capitale di rischio) opera normalmente secondo lo schema della *ricezione e trasmissione di ordini*.

Questo schema, se il gestore della piattaforma si limita alla ricezione e trasmissione, usufruisce di una serie di esenzioni rispetto alla disciplina generale dei servizi di investimento.

Passiamo all'analisi della **consulenza (lettera f)**.

Entrata fra i servizi di investimento dopo la MIFID I (prima era un servizio accessorio, non era un'attività riservata- esercitabile da chiunque).

Secondo aspetto da ricordare è che la consulenza non solo è stata introdotta tra i servizi di investimento, ma rientra altresì tra i servizi **decisori** (decisione indotta/condizionata da un consiglio dell'intermediario- discrezionalità indiretta) - assoggettata pertanto a delle regole più ferree: **adeguatezza**.

Ulteriore aspetto è che la nozione di consulenza dettata nei servizi di investimento non coincide con il significato del linguaggio comune: nozione più ristretta/tecnica; non basta il mero consiglio generico, ma dovrà essere un consiglio tale da indurre il cliente all'azione.

Nozione **art.1 co.5 septies**: "Per "consulenza in materia di investimenti" si intende la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative a strumenti finanziari".
Ulteriori elementi che contribuiscono a restringere l'ambito della consulenza (investimento indotto):

1. **Personalizzazione** della raccomandazione.
2. **Profilo decisorio**: cliente o intermediario. È un requisito selettivo? NO, perché chi prende l'iniziativa è elemento neutro.
3. **Determinatezza**: operazioni in strumenti finanziari.

La consulenza è il servizio di investimento che presenta le maggiori difficoltà. Perché? Perché si ha consulenza non solo qualora l'attività venga svolta in via principale, ma anche qualora sia prestata in via incidentale (es. intermediario svolga una mera esecuzione di ordini- cliente vuole comprare obbligazioni dell'ENI- l'intermediario esegue una decisione del cliente, tuttavia, potrebbe consigliare l'acquisto di un'altra tipologia di obbligazione: **consulenza incidentale**).

Qualora non vi sia consulenza non sarà prevista la disciplina rafforzata: vaglio di adeguatezza).

Questi due requisiti trovano ulteriori specificazioni (personalizzazione e determinatezza): **regolamento UE 565/2017- art.9/ considerando 14, 15**

Il regolamento UE è un regolamento delegato adottato dalla CE in attuazione dei principi contenuti nella direttiva **MIFID**.

Abbiamo due elementi nel regolamento utili a spiegare il significato dei due requisiti poc'anzi citati:

- **Art. 9** (immediatamente applicabile).
Partiamo dalla **personalizzazione**, in ragione del quale l'**art. 9** detta due

criteri con cui individuarne le fattispecie:

→ Elemento in **positivo**: prima parte del suddetto articolo: “Ai fini della definizione di «consulenza in materia di investimenti» di cui all'articolo 4, paragrafo 1, punto 4, della direttiva 2014/65/UE, una raccomandazione personalizzata è una raccomandazione fatta ad una persona nella sua qualità di investitore o potenziale investitore o nella sua qualità di agente di un investitore o potenziale investitore. Detta raccomandazione è presentata come adatta per tale persona, o è basata sulla considerazione delle caratteristiche di tale persona”.

Per aversi raccomandazione personalizzata è necessario che la stessa sia rivolta ad un **soggetto**: investitore/ soggetto che sta per diventare un investitore/ mandatario/ agente; questo **esclude** quando la raccomandazione è fatta per scopi di pura **cortesia**, per legami familiari.

Ciò che caratterizza l'elemento in positivo è il fatto che la raccomandazione per essere personalizzata deve essere presentata come **adatta**, ovvero, l'intermediario nel dare il consiglio abbia **prospettato all'investitore l'adeguatezza del consiglio, anche se nel concreto il consiglio non è adatto**. Ciò che conta è la rappresentazione di adeguatezza e non l'effettiva adeguatezza.

Sul piano della disciplina, integrata la fattispecie consulenza, andremo a vedere se chi ha rappresentato come adeguato il consiglio lo abbia fatto correttamente o meno (**regola di adeguatezza**).

Il senso della consulenza è quello dell'investimento indotto dall'intermediario, quindi è sufficiente che l'intermediario presenti un consiglio come adatto per creare quell'effetto induttivo rispetto all'investimento/ disinvestimento.

È pertanto necessario tener distinta la **fattispecie** consulenza (rappresentazione adeguata della consulenza- es. “Secondo me è opportuno che tu acquisti FCA”) dalla **disciplina** consulenza (verificare, in concreto, se adatta- es. “Successivamente analizzeremo se tale consiglio sia coerente con il proprio profilo di rischio, e delle fattispecie di adeguatezza & appropriatezza dell'investimento”).

→ Elemento in **negativo**: ultimo comma del suddetto articolo: “Una raccomandazione non è considerata una raccomandazione personalizzata se è rivolta **esclusivamente** al pubblico”.

Dobbiamo concentrare l'attenzione sull'avverbio “**esclusivamente**”: raccomandazione non sia idonea a indurre uno specifico investitore.

Elemento in **negativo** specificato dal **considerando 14**:

“I pareri sugli strumenti finanziari destinati al vasto pubblico non dovrebbero essere considerati raccomandazioni personalizzate ai fini della definizione di «consulenza in materia di investimenti» di cui alla direttiva 2014/65/UE. Considerato il crescente numero di intermediari che forniscono raccomandazioni personalizzate attraverso l'uso di canali di distribuzione, è opportuno chiarire che una raccomandazione pubblicata, anche in modo esclusivo, attraverso canali di distribuzione come internet potrebbe costituire una raccomandazione personalizzata. Pertanto, le situazioni in cui, ad esempio, venga utilizzata una corrispondenza di posta elettronica per fornire raccomandazioni personalizzate a una specifica persona, invece di rivolgere le informazioni al vasto pubblico, possono costituire una forma di consulenza in materia di investimenti”.

Ciò che esclude in negativo la personalizzazione non è il numero dei destinatari (canale di distribuzione) ma il fatto che si tratti di un consiglio **standardizzato** (costruito in modo *impersonale* e *destinato* ad un vasto pubblico).

Laddove la raccomandazione sia comunque *personalizzata*, il requisito della personalizzazione non è escluso dall'utilizzo dei **canali di distribuzione**- tecniche multiple & impersonali (non è utile lo strumento a discernere tale fattispecie).

La seconda caratteristica è quella della **determinatezza** (avere ad oggetto- **art.1 co.5 septies**: "una o più operazioni relative a strumenti finanziari").

Non deve avere ad oggetto genericamente strumenti finanziari, bensì, **operazioni** in strumenti finanziari.

Anche qui avremo maggiori indicazioni nel suddetto regolamento all'**art.9** che ci dice in cosa possono consistere queste operazioni (parola volutamente neutra): *alienazione, sottoscrizione, esercizio dei diritti (...)*.

L'art. 9 detta **due** categorie di azioni attraverso cui aversi determinatezza:

- a. Casi di **alienazione** dello strumento finanziario- comprare: acquistare nel mercato secondario, vendere: disinvestire nel mercato secondario, sottoscrivere: acquistare nel mercato primario, scambiare: es. aderire ad un'offerta pubblica di scambio, riscattare, detenere un determinato strumento finanziario o assumere garanzie nei confronti dell'emittente rispetto a tale strumento.
E' raccomandazione **determinata** non solo il consiglio di acquistare, vendere, ecc., ma anche quella di detenere un dato strumento finanziario (es. detieni per altri 3 mesi il titolo)- **NON FAR NULLA, NEL MF E' UN'OPERAZIONE**.
Da tale categoria potremo desumere una serie di operazioni **dinamiche**.
- b. Lettera che riguarderà il profilo **statico**: il consiglio potrà guardare anche l'esercizio dei **diritti** incorporati nello strumento finanziario (es. esercizio del diritto di opzione, laddove, qualora l'intermediario ne consigli la sottoscrizione, avremo la fattispecie del consiglio determinato/ casistica delle obbligazioni convertibili, entro certe finestre temporali, convertibile in azioni in ragione di un dato rapporto di cambio; il consiglio di esercitare il diritto di convertire (o non esercitare) potrebbe essere una raccomandazione integrante la fattispecie della consulenza).

L'oggetto operazioni in SF ha un raggio molto ampio; pertanto, ciò che importa per aversi **determinatezza** ce lo dice il **considerando 15**: "I pareri generici riguardo a un tipo di strumento finanziario non sono considerati consulenza in materia di investimenti".

Cosa si intende per "tipo"? Riferimento ad una categoria di strumenti finanziari: azioni, obbligazioni, ecc.; se il consiglio riguarda genericamente la categoria non abbiamo consulenza ma avremo un parere generico.

Si ha consulenza quando la raccomandazione riguarda specificamente uno o più strumenti finanziari.

Dovrebbe essere chiaro che vi è una distanza netta tra ciò che si intende per consulenza con riguardo al linguaggio giuridico: raccomandazioni integrabile come consulenza qualora:

- sia adatta;
- abbiano ad oggetto su specifici strumenti finanziari.

All'interno di tale fattispecie, in attuazione della **MIFID II**, è stata introdotta una distinzione tra due *species* di consulenza (**art. 24 bis**):

1. consulenza su base **indipendente**;
2. consulenza su base **non indipendente**.

Cos'è che le distingue? Risposta nel suddetto articolo (mera **dichiarazione** dell'intermediario): intermediario che ha l'obbligo di dichiarare se la consulenza è fornita su base indipendente o meno; quando viene dichiarato che la consulenza avviene su base indipendente è assoggettato ad **obblighi suppletivi** (non vevoli qualora la consulenza sia non indipendente).

Obblighi suppletivi determinati dal **co.2 art.24 bis**: "Nella prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti su base indipendente, si applicano le seguenti regole:

a) è valutata una congrua gamma di strumenti finanziari disponibili sul mercato, che siano sufficientemente diversificati in termini di tipologia ed emittenti o fornitori di prodotti in modo da garantire che gli obiettivi di investimento del cliente siano opportunamente soddisfatti e non siano limitati agli strumenti finanziari emessi o forniti:

i) dal prestatore del servizio o da entità che hanno con esso stretti legami, o

ii) da altre entità che hanno con il prestatore del servizio stretti legami o rapporti legali o economici, come un rapporto contrattuale talmente stretto da comportare il rischio di compromettere l'indipendenza della consulenza prestata;

b) non sono accettati e trattenuti onorari, commissioni o altri benefici monetari o non monetari pagati o forniti da terzi o da una persona che agisce per conto di terzi, ad eccezione dei benefici non monetari di entità minima che possono migliorare la qualità del servizio offerto ai clienti e che, per la loro portata e natura, non possono essere considerati tali da pregiudicare il rispetto del dovere di agire nel migliore interesse dei clienti. Tali benefici non monetari di entità minima sono chiaramente comunicati ai clienti."

- a. prospettare una gamma di scelte alternative non circoscritte ai prodotti offerti dall'intermediario stesso o dal gruppo di cui fa parte (dovere di **diversificazione**);
- b. non deve avere incentivi indiretti (divieto di ricevere **incentivi**).

Taluni doveri ulteriori verranno meno qualora la consulenza sia NON indipendente. Tutela per il cliente sul **profilo informativo**.

Il perché di questa distinzione è comprensibile facendo riferimento alla fattispecie delle banche che prestano servizi di investimento: convocazione in filiale per ottenere un consiglio in materia di investimento, è capitato che le banche (per una sorta di prassi) si limitassero a prospettare ai clienti soltanto prodotti propri o ad essa collegati (es. partnership con una società di assicurazione- prospettati soltanto polizze finanziarie di quest'ultima). Ciò ha causato un serio problema: molti clienti hanno

avuto un portafoglio fortemente concentrato sull'emissione di prodotti bancari della banca che attua come consulente.

L'**art.24 bis** serve per porre un freno alla c.d. **consulenza in house**.

Ciò sarà ammissibile soltanto se si dichiara che la consulenza avvenga su base NON indipendente.

In definitiva, la distinzione è meramente in funzione di una dichiarazione da parte dell'intermediario, in conseguenza della quale applicheremo una disciplina parzialmente diversa.

Ultima categoria dei servizi di investimento è quella indicata nelle ultime lettere dell'art.1 co.5 g & g bis: **gestione di sistemi multilaterali di negoziazione & gestione di sistemi organizzati di negoziazione**.

Entrambi i tipi di attività ci portano dalla parte II-INTERMEDIARI alla parte III- MERCATI.

Sedi organizzate alternative rispetto ai c.d. mercati regolamentati (non riconosciuti come tali).

La nozione- **art.1 co.5-octies**: "Nel presente decreto legislativo si intendono per:

a) "sistema multilaterale di negoziazione": un sistema multilaterale gestito da un'impresa di investimento o da un gestore del mercato che consente l'incontro, al suo interno e in base a regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti conformemente alla parte II e alla parte III;

b) "sistema organizzato di negoziazione": un sistema multilaterale diverso da un mercato regolamentato o da un sistema multilaterale di negoziazione che consente l'interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a obbligazioni, strumenti finanziari strutturati, quote di emissioni e strumenti derivati, in modo da dare luogo a contratti conformemente alla parte II e alla parte III;

c) "sede di negoziazione": un mercato regolamentato, un sistema multilaterale di negoziazione o un sistema organizzato di negoziazione."

Qual è la distinzione tra le due fattispecie?

Avremo due definizioni:

- **lettera a**: MTF è la gestione integra l'attività di gestione di un sistema che consente al suo interno l'incontro di interessi multipli (acquisto/ vendita) in modo tale da dar luogo ai contratti.
La caratteristica è individuabile nella NON **discrezionalità** (avvicina dal punto di vista funzionale al *mercato regolamentato*).
- **lettera b**: qui siamo ad un livello inferiore dal punto di vista dell'*oggettività* e *trasparenza* nella formazione del prezzo.
Cosa NON c'è in comune? Non compare il requisito della **discrezionalità**: non significa che il gestore possa far incontrare la domanda e l'offerta come meglio crede, ma in ragione di requisiti **discrezionali** (avvicinamento all'internalizzatore sistematico).
Oltretutto, il sistema organizzato potrà aversi soltanto per specifici strumenti finanziari (NON comprese le **azioni**).
Cosa c'è in comune rispetto al MTF? La fattispecie del **contratto**.

Gestione dei mercati regolamenti per i quali occorre costituirsi in una società ad hoc-**SGM**; talune fattispecie, invece, potranno essere esercitate anche dai c.d. *soggetti abilitati*, nonché esercitate dalle stesse *SGM* (gestirà qualsiasi sede di negoziazione).

Per chiudere sulla fattispecie servizi e attività di investimento è necessario un cenno ad una nozione che è quella del **co.6 art.1** (in diretta connessione con l'elenco del **co.5**) - nozione di **servizio accessorio** (esercitate da chiunque, non rientrano nella riserva di attività dell'art 18): "Per "servizio accessorio" si intende qualsiasi servizio riportato nella sezione B dell'Allegato I".

Qual è la rilevanza normativa del concetto di servizio accessorio se non è quello di integrare la fattispecie della riserva dell'attività?

Leggendo l'art,18-DRAGHI ci accorgiamo che le attività definite come servizi accessori che la SIM potrà prestare in aggiunta all'attività & al servizio di investimento (**art.18 co. 4**).

La nozione non serve a delimitare la riserva di attività, serve a scolpire l'attività esercitabile da una SIM:

NON potrà esercitare attività che non siano servizi di investimento & servizi accessori (oggetto sociale **esclusivo**: attività indicata per settore prevista in una clausola dell'atto costitutivo, come l'attività programmata per una società. Liberamente determinabile dai soci: settore in cui operare; o in sede di costituzione o per atti di modifica dell'atto costitutivo; liberi altresì di indicare una serie di attività tra loro eterogenee- NON vige un *principio di esclusività* dell'oggetto sociale).

Principio che subisce forte limitazioni quando la società esercita un'attività che coinvolge interessi collettivi: consentire ai soci di aggiungere qualsiasi altra attività significherebbe creare dei rischi ulteriori **atipici** per l'intermediario; di conseguenza, nelle società che esercitano **servizi di investimento & attività bancaria** è previsto un **principio di esclusività dell'oggetto sociale**: dovrà indicare *esclusivamente* la **prestazione di gestione collettiva del risparmio** (SGR, SICAV, SICAF, troveremo che l'oggetto sociale deve essere esclusivo- espressamente previsto dalla legge)/ servizi di investimento (SIM, non espressamente previsto il principio di esclusività, tuttavia, tale principio lo si desume indirettamente dalla norma sui servizi accessori).

Perché lo si desume indirettamente dalla norma sui servizi accessori? Perché se l'oggetto sociale fosse stato di libera decisione non avrebbe avuto alcun senso la specifica contenuta nella nozione di servizio accessorio.

Soffermiamoci su alcune attività che ruotano attorno ai servi di investimento; fenomeni che si avvicinano ai servizi di investimento in due possibili direzioni (*attività interferenti con i servizi di investimento*):

1. attività finanziarie che NON sono servizi di investimento, tuttavia, sono assoggettate per analogia di esigenze a un regime di tutela degli investitori identico o analogia a quello dei servizi di investimento.

Disciplina dei servizi di investimento espansiva:

→**Art. 25 bis**- PRODOTTI FINANZIARI EMESSE DALLE BANCHE.

→**Art. 25 ter**- PRODOTTI FINANZIARI EMESSE DALLE IMPRESE DI ASSICURAZIONE.

Applicare a talune fattispecie la medesima disciplina dei servizi di investimento, purché, tale distribuzione abbia i caratteri della finanziarietà.

Perché queste due attività NON sono servizi di investimento (trasparenza, correttezza, tutela del cliente)?

NON sono servizi di investimento perché non hanno ad oggetto strumenti finanziari (Allegato 1- SEZIONE C): NON rientrano all'interno dell'**art.18**.

Come mai, dunque, viene estesa la disciplina?

In ragione di esigenze di tutela.

Quando la raccolta bancaria e assicurativa necessitano di una tale tutela?

Quando effettuata per il tramite di forme di investimento assimilabili ai prodotti finanziari.

2. Attività finanziaria che è un servizio di investimento, ma che, per esigenze diverse e ulteriori, è esentata in parte dalla disciplina dei servizi di investimento.

Disciplina dei servizi di investimento restrittiva:

→**Art. 50 quinquies-TUF: CROWFUNDING (GESTIONE DI PORTALI PER LA RACCOLTA DI CAPITALI PER LE PMI & IMPRESE SOCIALI).**

Svolgerebbero attività di investimento, tuttavia, a certe condizioni, taluni gestori saranno esentati dalla disciplina dei servizi di investimento (**esonero**).

L'**art. 50-quinquies** delinea il regime peculiare del c.d. **Equity crowdfunding**: gestione di portali per la raccolta di PMI & impresa sociale (gestione di portali).

Il suddetto articolo definisce in primo luogo, il **soggetto** (in ragione dell'attività svolta) - **co.1** (quando esercitata con certe *modalità* l'attività è esonerata dalla disciplina dei servizi di investimento- **art.18**).

Per comprendere la fattispecie e la relativa disciplina occorre analizzare tre aspetti:

1. Le **ragioni** di una siffatta esenzione.

Questa disciplina è stata introdotta nel 2012 da un Decreto-legge **179/2012** caratterizzato da un gruppo di disposizioni dirette ad agevolare delle imprese particolarmente meritevoli dal punto di vista del sistema economico (meritevoli di essere incentivate).

Queste imprese meritevoli nella prima versione del suddetto decreto erano le sole **start-up**, esteso, tendenzialmente, a tutte le **piccole- medie imprese**.

Categorie di imprese ritenute meritevoli di un regime di favore estrinsecabile nella:

- Disciplina di *diritto societario* (applicabile alle SRL & SPA che abbiano la caratteristica di essere PMI).
SRL PMI potrà emettere **categoria** di *quote* (nel Codice civile invece utilizzeremo il **diritto particolare del socio**, afferente alla persona titolare della partecipazione; cosicché in sede di circolazione il diritto si estingue. Diversificazione dei diritti incompatibile con il mercato, perché la partecipazione non è fungibile quella munita del diritto particolare e in ragione di ciò non circola di negoziazione sul mercato secondario: in tale prospettiva, il suddetto Decreto-legge stabilisce che le SRL potranno emettere categorie di azioni (partecipazioni diversificate nei diritti) cosicché da diversificare la propria offerta di capitale di rischio- emettendo quote senza voto, ecc.).
In connessione con taluna modifica cade nella **SRL- PMI** cade il divieto che caratterizza la SRL "*normale*", ovvero, il divieto (**art.2468**) di rappresentare le quote di partecipazioni con le azioni e l'impossibilità di offrire le suddette al pubblico indistinto (attingere al mercato del *capitale di rischio*).

Disciplina del *mercato finanziario* (raccolta di capitale di **rischio**).

L'**art.50- quinquies** rappresenta il completamento della disciplina di favore che il *Decreto-legge* (citato) sul piano societario sul piano del diritto dei **mercati finanziari**.

Perché introduce per le *PMI & Imprese sociali* un nuovo canale diretto ad agevolare, tramite l'offerta online (**portale**), la raccolta di *capitale di rischio*. Questo nuovo canale (gestione di portali che consentono la raccolta per il tramite della ricezione di ordini) è agevolato nel senso che ne è consentito l'esercizio di questa attività anche a soggetti diversi dai soggetti **abilitati** ai servizi di investimento (a certe condizioni) e a taluni (**gestori**) non si applicherà la disciplina a tutela dell'investitore di correttezza e trasparenza.

Entrambe queste discipline di favore hanno lo scopo di agevolare l'attività delle PMI, eliminando dei vincoli tipici del diritto societario e liberando un nuovo canale di raccolta del capitale di rischio: **crowdfunding**.

Chiaramente se non ci fosse il **50-quinquies** si tratterebbe di un'attività: **servizi di investimento**. L'attività diretta a raccogliere gli ordini/ collocarli presso il pubblico rientrebbe nella **riserva di attività**; questa disciplina del 50-quinquies prevede una **deroga**: favorire l'accesso al mercato del capitale di rischio le imprese ritenute meritevoli.

2. La **fattispecie** (quando e cosa si intende per gestione dei portali- **art.1 TUF- co. 5 novies**).

Il 50-quinquies si limita a stabilire le regole di *disciplina*, rimandando ad un regolamento CONSOB per le regole di **dettaglio**.

La nozione di **gestione di portali** è individuabile **art.1 TUF- co. 5 novies** (medesimo comma nel quale è definito l'elenco dei servizi di investimento): "Per "portale per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali" si intende una piattaforma on line che abbia come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitale di rischio da parte delle piccole e medie imprese, come definite dall'articolo 2, paragrafo 1, lettera (f), primo alinea, del regolamento (UE) 2017/1129, delle imprese sociali e degli organismi di investimento collettivo del risparmio o di altre società che investono prevalentemente in piccole e medie imprese nonché della raccolta di finanziamenti tramite obbligazioni o strumenti finanziari di debito da parte delle piccole e medie imprese".

Proviamo a ricostruire questa **fattispecie**.

È evidente che si tratta di un'attività atta ad agevolare la raccolta di capitali; raccolta che per essere gestione di portali deve avere una serie di caratteristiche (almeno 3):

- **Modalità della raccolta**: attuata tramite un mezzo tecnico preciso, ovverosia, **piattaforma online**. Non si rientra in questa esenzione qualora l'attività di facilitazione sia ricondotta a tecniche diverse rispetto alla piattaforma online e si ritornerà alla disciplina dei servizi di investimento.
- **Oggetto della raccolta** (titoli- strumenti finanziari): titoli rappresentativi di **capitale di rischio**- azioni ^" di partecipazione (esclusa la raccolta di *obbligazioni*- si rientrerà nell'**art.18**).

- **Emittente della raccolta:** titoli emessi da particolari categorie di imprese, ovverosia:

PMI (fulcro del sistema creato dal DL 2012- in questa norma non ha un significato atecnico, ma ha una precisa nozione giuridica desumibile dal **Regolamento UE 1129/2017 art.2, paragrafo 1, lettera f, prima linea:**

“Società che in base al loro più recente bilancio annuale o consolidato soddisfino almeno due dei tre criteri seguenti:

- **numero dei dipendenti nel corso dell’esercizio inferiore a 250**
- **totale dello Stato patrimoniale (attivo) non superiore a 43.000.000**
- **fatturato netto (ricavi) annuale non superiore a 50.000.000.”**

Imprese sociali- categoria di impresa ibrida che persegue finalità di utilità sociale mediante l’organizzazione di un’attività imprenditoriale. Disciplinata dal **D.lgs. 112/2017** costituite in forma di società di capitali o di società di cooperativa (ritenuta meritevole a prescindere dalla sua **dimensione** ma in ragione delle sue **finalità**).

Società di investimento/ OCR, società di secondo grado che investano prevalentemente (in ragione di un vincolo statutario) in PMI.

L’attività di **gestione dei portali** può seguire due diversi schemi:

- i. Attività di gestione dei portali **ordinaria:** il soggetto che gestisce il portale *raccoglie l’ordine e lo esegue* (tramite la negoziazione).
Rapporto **bilaterale:** gestore & investitore che impartisce l’ordine online.
 - ii. Attività di gestione dei portali **esecutiva:** corrisponde ad un altro servizio di investimento, *ovverosia, ricezione e trasmissione di ordini* (soggetto che gestisce il portale raccoglie l’ordine online e lo trasmette ad un soggetto abilitato).
Rapporto **trilaterale:** investitore che impartisce l’ordine online, il gestore del portale che lo riceve e lo trasmette, e l’intermediario che esegue l’ordine.
3. La **disciplina** (regime particolare della gestione di *portale*).
Disciplina che varia sensibilmente a seconda che si tratti di un’attività di *gestione ordinaria/esecutiva*; ciò lo si desume dal **co.2 art.50 quinquies:**
“L’attività di gestione di portali per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali è riservata alle Sim, alle imprese di investimento UE, alle imprese di paesi terzi diverse dalle banche autorizzate in Italia, ai gestori di cui all’articolo 1, comma 1, lettera q-bis), limitatamente all’offerta di quote o azioni di OICR che investono prevalentemente in piccole e medie imprese e alle banche, autorizzati ai relativi servizi di investimento, nonché ai soggetti iscritti in un apposito registro tenuto dalla Consob, a condizione che questi ultimi trasmettano gli ordini riguardanti la sottoscrizione e la compravendita di strumenti finanziari rappresentativi di capitale esclusivamente a banche, Sim, imprese di investimento UE e imprese di paesi terzi diverse dalle banche, e gli ordini riguardanti azioni o quote degli OICR ai relativi gestori. Ai soggetti iscritti in tale registro non si applicano le disposizioni della parte II, titolo II, capo II e dell’articolo 32.”

Tale norma sembrerebbe non fare altro che ribadire un concetto già noto- **riserva di attività**; tuttavia, la parte rilevante è nella sua *seconda parte*: attività di gestione dei

portali, di regola, è riservata ai soggetti **abilitati**, tuttavia, potrebbe esser svolta da soggetti (diversi: in ragione di quel “*nonché*”) iscritti in un apposito registro tenuto dalla CONSOB: **gestori di portali**.

Quand'è che la riserva si estende anche ai gestori dei portali?

Qualora l'attività abbia ad oggetto l'attività di gestione dei portali **ordinaria**- attività sarà **riservata** ai soggetti **abilitati**; viceversa, quando l'attività assume i connotati meramente **esecutivi**, allora la riserva di attività si amplia ad un altro soggetto: gestore del portale.

Quando la gestione è meramente esecutiva?

Quando segue questo schema: gestore si limiti a trasmettere gli ordini (sottoscrizione & compravendita) a Banche, Imprese di investimento (ecc.).

Dal punto di vista della disciplina separa in due l'attività di gestione dei portali:

- Attività ordinaria- **art.18** (riservata ai soggetti abilitati ai servizi di investimento)
- Attività esecutiva- assoggettato ad un regime speciale sotto due profili:
Deroga alla riserva di attività: esercitata anche dai gestori dei portali.
Disciplina di correttezza & trasparenza (titolo II, capo II) & **disciplina degli intermediari** (parte II), NON applicabile ai gestori dei portali (si applicano le regole meno rigide stabilite dal *regolamento CONSOB Crowdfunding*).

Dentro questo schema (trilatero) le regole sui servizi di investimento sono totalmente disapplicate?

La risposta è no; non si applicano nella fase a valle (gestione meramente esecutiva-raccolta & trasmissione- non applicabile al **gestore del portale**).

Qual è la domanda che viene spontanea in relazione alla gestione dei portali meramente **esecutiva**: all'intermediario-soggetto abilitato-che esegue l'ordine si applicheranno le regole sui servizi di investimento?

La risposta di regola è sì; il gestore dei portali è *esonerato*, tuttavia, l'intermediario che esegue l'ordine, in ragione dell'**art.17 co.3 Reg. CONSOB CROWDFUNDING** dovrà seguire le regole di *tutela del cliente e dell'investitore*.

Conclusione meritevole di una **specificata**: in talune casistiche, la disciplina dei servizi di investimento non è applicabile all'intermediario (disciplina non applicabile né al gestore né all'intermediario):

1. **art.17 co.3 Reg. CONSOB CROWDFUNDING- a)/ b)**: “I soggetti che ricevono e perfezionano gli ordini operano nei confronti degli investitori nel rispetto delle disposizioni applicabili contenute nella Parte II del Testo Unico e nella relativa disciplina di attuazione, qualora ricorrano le seguenti condizioni:
 - a) gli ordini siano impartiti da investitori-persone fisiche e il relativo controvalore sia superiore a cinquecento euro per singolo ordine e a mille euro considerando gli ordini complessivi annuali;
 - b) gli ordini siano impartiti da investitori-persone giuridiche e il relativo controvalore sia superiore a cinquemila euro per singolo ordine e a diecimila euro considerando gli ordini complessivi annuali.”

Ordini impartiti sulla piattaforma abbiano un controvalore inferiore a certe soglie:

→ inferiore a € **500** per singolo ordine o € **1000** gli ordini complessivi annuali (considerando le persone **fisiche**);

→ inferiore € **5000** per singolo ordine & € **10000** considerando gli ordini complessivi annuali (considerando le persone **giuridiche**).

2. **art.17 co.4 Reg. CONSOB CROWDFUNDING:** “Le disposizioni contenute nel comma 3 non si applicano quando il gestore effettua direttamente la verifica prevista dall’articolo 13, comma 5-bis82. “- qui abbiamo una situazione diversa dalla rilevanza quantitativa minima dell’ordine; rilevanza qualitativa legata al comportamento del **gestore** di portali (colui che è di fronte al cliente che riceve l’ordine e lo trasmette).

Per capire qual è questa opzione occorre andare all’**art.13 co.5-bis:** “Al di fuori degli investimenti effettuati dai soggetti indicati all’articolo 24, comma 2-quater, lettera c), il gestore verifica, per ogni ordine di adesione alle offerte ricevuto, che il cliente abbia il livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere le caratteristiche essenziali e i rischi che l’investimento comporta, sulla base delle informazioni fornite ai sensi dell’articolo 15, comma 2, lettera b). Qualora il gestore ritenga che lo strumento non sia appropriato per il cliente lo avverte di tale situazione, anche attraverso sistemi di comunicazione elettronica”.

L’**art.13** (con riferimento al comportamento del gestore del portale) codifica una regola simile a quella che vedremo essere la regola di **appropriatezza** delle operazioni: gestore verifica se il cliente abbia la capacità di comprendere i rischi inerenti all’investimento.

Qualora questa verifica dia esito negativo, non ha un effetto bloccante, bensì il gestore deve informare il cliente che l’operazione è inappropriata (obbligo **informativo**).

Art.13 co.5-ter: “Qualora il gestore non effettui direttamente la verifica prevista dal comma 5-bis, si applica l’articolo 17, comma 3”.

Evidentemente, questa verifica per il **gestore di portali** è *opzionale* (all’interno della gestione meramente esecutiva); gestore potrebbe eseguirla:

- **direttamente** (co.5-bis): all’**intermediario** negoziatore (art.17 co.5) non si applica la disciplina dei servizi di investimento.
- **indirettamente** (co.5-ter): all’**intermediario** applicheremo il (co.3 art.17), in ragione del quale, applicheremo le regole sui servizi di investimento al suddetto soggetto.

Nei casi in cui l’intermediario deve fare lui il controllo di **appropriatezza** (applicheremo le regole sui servizi di investimento) da dove prende le informazioni per capire se l’operazione sia appropriata (non ha un confronto diretto con il cliente)? È il **gestore** che deve raccogliere le informazioni e fornirle all’intermediario negoziatore. Attività che è evidentemente un servizio di investimento, tuttavia, nella sua modalità di **mera esecuzione** è assoggettata ad una disciplina particolare: estensione della riserva di legge & disapplicazione della disciplina dei servizi di investimento.

Passiamo alla **seconda** categoria di attività interferenti: NON sono attività & servizi di investimento (non hanno ad oggetto strumenti finanziari, ma tutta al più prodotti finanziari), ciò nonostante, sono assoggettate a regole analoghe. Si tratterà delle fattispecie individuate agli articoli:

i. **Art.25 bis- “Distribuzione di prodotti bancari”:** **co.1:** Gli articoli 21, 23 e 24-bis si applicano all’offerta e alla consulenza aventi ad oggetto depositi strutturati e prodotti finanziari, diversi dagli strumenti finanziari, emessi da banche. Rimane fermo quanto stabilito ai sensi dell’articolo 3 del decreto legislativo 15 febbraio 2016, n. 30.

co.2: In relazione ai prodotti di cui al comma 1 e nel perseguimento delle finalità di cui all’articolo 5, comma 3, la Consob esercita sui soggetti abilitati e sulle banche non autorizzate all’esercizio dei servizi o delle attività di investimento, ferme restando le attribuzioni delle autorità competenti degli Stati membri di origine, i poteri di cui all’articolo 6, commi 2, 2-bis e 2-quater; all’articolo 6-bis, commi 4, 5, 6, 7, 8, 9 e 10; all’articolo 6-ter, commi 1, 2, 3 e 4; all’articolo 7, ad eccezione dei commi 2, 2-bis e 3; all’articolo 7-bis, fermi restando i poteri della Banca d’Italia previsti dal medesimo articolo. I poteri previsti dall’articolo 6, comma 2, lettera b), numero 2, non si applicano ai depositi strutturati”.

Al **comma 1** viene dettata la disciplina della distribuzione dei **prodotti finanziari bancari** richiamando con riguardo a questa fattispecie gli articoli **21** (“Criteri generali di comportamento”) / **23** (“Sui contratti”) / **24 bis** (“Sulla consulenza”) rappresentano il nucleo essenziale della disciplina di trasparenza & correttezza.

In più al **comma 2** alla distribuzione di prodotti bancari si estende (oltre che gli obblighi degli intermediari) la vigilanza della CONSOB.

Dal punto di vista della disciplina si vede mutuata la disciplina generale individuabile nei **servizi di investimento**, con riferimento alla *trasparenza & correttezza dei comportamenti*.

Questo nucleo di norme (trasparenza & correttezza) si applica all’offerta e alla consulenza aventi ad oggetto **depositi strutturati, prodotti finanziari** diversi dagli strumenti finanziari emessi dalle banche.

Attività che consente genericamente nella distribuzione di prodotti finanziari emessi dalla banca e di depositi particolarmente rischiosi; non è un servizio di investimento (co.1) prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari (allora saremo nell’**art.18**).

Quali sono questi beni diversi dagli strumenti finanziari?

- **Depositi strutturati** (per loro natura non sono *prodotti finanziari*)- **art.1 co.6 decies:** “Per “deposito strutturato” si intende un deposito quale definito all’articolo 69-bis, comma 1, lettera c), del T.U. bancario che è pienamente rimborsabile alla scadenza in base a termini secondo i quali qualsiasi interesse o premio sarà rimborsato (o è a rischio) secondo una formula comprendente fattori quali:
 - a) un indice o una combinazione di indici, eccetto i depositi a tasso variabile il cui rendimento è direttamente legato a un tasso di interesse quale l’Euribor o il Libor;
 - b) uno strumento finanziario o una combinazione degli strumenti finanziari;
 - c) una merce o combinazione di merci o di altri beni infungibili, materiali o immateriali;
 - d) un tasso di cambio o una combinazione di tassi di cambio”.

Se andiamo all’**art.69- bis** il deposito non è altro che il credito relativo a fondi acquisito dalle banche con obbligo di restituzione.

Caratteristiche proprie del *deposito strutturato*:

- ➔ Deposito perché rappresenta un credito con obbligo di rimborso.
- ➔ Interesse a scadenza dipende da una combinazione di fattori.

Evidente che, pur non trattandosi di un prodotto finanziario, è un qualcosa di radicalmente diverso rispetto al deposito *bancario*.

- **Prodotti finanziari** (esclusi gli strumenti finanziari) - **art.1 co.1 lettera u TUF**: “prodotti finanziari: gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria; non costituiscono prodotti finanziari i depositi bancari o postali non rappresentati da strumenti finanziari”.

Qualsiasi titolo/ contratto che rappresenta una forma di investimento diversa dallo strumento finanziario rientra nel **art. 25 bis** se oggetto di distribuzione. Tuttavia, NON costituiscono prodotti finanziari i **depositi bancari**.

- ii. **Art.25 ter- “Distribuzione di prodotti assicurativi”**: **prima** del **2018** era la copia dell’**art.25- bis**, tuttavia, si faceva riferimento all’emissioni di prodotti finanziari emesse dalle imprese di assicurazione. Prendeva la disciplina dei servizi di investimento (**art.21/ 23/ 24 bis**) e la trasferiva nella raccolta assicurativa (tramite prodotti finanziari assicurativi). Questo modo di disciplina ha creato una serie di problemi di coordinamento: la raccolta assicurativa ha già una sua disciplina di trasparenza & correttezza contenuta nel **Codice delle assicurazioni** e conteneva una disciplina rafforzata per i prodotti finanziari assicurativi e attribuiva all’IVASS la vigilanza; sullo stesso fenomeno avevamo l’applicazione delle regole di trasparenza & correttezza previste dalla Draghi sia quelle regole previste dal Codice delle assicurazioni. Sotto il profilo della vigilanza avevamo una sovrapposizione: CONSOB & IVASS. Da ciò, il nuovo **art.25-ter** con il medesimo significato del vecchio, tuttavia, risolve questi problemi di coordinamento: distribuzione dei prodotti finanziari assicurativa è disciplinata dal **Titolo del D.lgs. 209/ 2005**: sceglie quale disciplina applicare, ovverosia, disciplina del **Codice delle assicurazioni**. Distinzione di vigilanza per soggetto: IVASS vigila sulle *assicurazioni* , CONSOB vigila sulle SIM, ...

A che attività si applica questa disciplina?

Distribuzione **dei prodotti di investimento assicurativi**; distribuzione che comprende qualsiasi forma di offerta.

La valenza selettiva è nell’**oggetto**: prodotti assicurativi che possono qualificarsi come prodotti di investimento.

Cosa si intende per prodotto di investimento assicurativo?

La nozione è individuabile nell’**art.1 co. 1 lettera w bis .3**: “prodotto di investimento assicurativo: un prodotto ai sensi dell’articolo 4, numero 2), del regolamento (UE) n. 1286/2014. Tale definizione non include:

- 1) i prodotti assicurativi non vita elencati all'allegato I della direttiva 2009/138/CE;
- 2) i contratti assicurativi vita, qualora le prestazioni previste dal contratto siano dovute soltanto in caso di decesso o per incapacità dovuta a lesione, malattia o disabilità;
- 3) i prodotti pensionistici che, ai sensi del diritto nazionale, sono riconosciuti come aventi lo scopo precipuo di offrire all'investitore un reddito durante la pensione e che consentono all'investitore di godere di determinati vantaggi;
- 4) i regimi pensionistici aziendali o professionali ufficialmente riconosciuti che rientrano nell'ambito di applicazione della direttiva 2003/41/CE o della direttiva 2009/138/CE;
- 5) i singoli prodotti pensionistici per i quali il diritto nazionale richiede un contributo finanziario del datore di lavoro e nei quali il lavoratore o il datore di lavoro non può scegliere il fornitore o il prodotto pensionistico”.

Definisce il prodotto di investimento assicurativo adottando due criteri:

1. Rinvio alla nozione dettata dal **Regolamento 1286/ 2014 UE- art.4 n.2:**
“prodotto di investimento assicurativo»: un prodotto assicurativo che presenta una scadenza o un valore di riscatto e in cui tale scadenza o valore di riscatto è esposto in tutto o in parte, in modo diretto o indiretto, alle fluttuazioni del mercato.”

Si tratta di un prodotto assicurativo che ha come sua caratteristica che il valore di rimborso o di riscatto è variabile direttamente o indirettamente alle fluttuazioni di mercato.

Per individuare meglio la nozione abbiamo il secondo elemento del suddetto articolo.

2. Definizione in **negativo**, ovverosia, i prodotti diversi dal ramo vita non potranno mai essere prodotti di investimento assicurativi.

Esclusi contratti di assicurazione che hanno finalità **previdenziali** (collegate all'evento morte, malattia, disabilità- prestazioni dovute nel caso dell'evento pregiudizievole- *ramo vita classico*).

Esclusi i prodotti che hanno finalità **pensionistica**.

Troveremo, pertanto, in tale nozione le c.d. **polizze vita index linked** (connotazione con carattere *finanziario*).

GESTIONE COLLETTIVA DEL RISPARMIO

Disciplina contenuta all'**art. 32 quater**: “1. L'esercizio in via professionale del servizio di gestione collettiva del risparmio è riservato alle Sgr, alle Sicav, alle Sicaf, alle società di gestione UE che gestiscono OICVM italiani, ai GEFIA UE e ai GEFIA non UE che gestiscono un FIA italiano, secondo le disposizioni del presente titolo.

2. Le disposizioni del presente titolo non si applicano:

a) alle istituzioni sovranazionali, quali la Banca centrale europea, la Banca europea per gli investimenti, il Fondo europeo per gli investimenti, le istituzioni europee di finanziamento allo sviluppo e le banche sviluppo bilaterali, la Banca Mondiale, il Fondo Monetario Internazionale, e le altre istituzioni sovranazionali e organizzazioni internazionali analoghe, quando tali istituzioni o organizzazioni gestiscono FIA per finalità di interesse pubblico;

b) alle Banche centrali nazionali;

c) agli Stati, agli enti pubblici territoriali e agli altri enti che gestiscono fondi destinati al finanziamento dei regimi di sicurezza sociale e dei sistemi pensionistici;

d) alle società di partecipazione finanziaria, intese come società che detengono partecipazioni in una o più imprese, con lo scopo di realizzare strategie imprenditoriali per contribuire all'aumento del valore nel lungo termine delle stesse, attraverso l'esercizio del controllo, dell'influenza notevole o dei diritti derivanti da partecipazioni e che:

1) operano per proprio conto e le cui azioni sono ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato dell'Unione europea; oppure 2) non sono costituite con lo scopo principale di generare utili per i propri investitori mediante disinvestimenti delle partecipazioni nelle società controllate, sottoposte a influenza notevole o partecipate, come comprovato dal loro bilancio e da altri documenti societari;

e) ai regimi di partecipazione dei lavoratori all'impresa o ai regimi di risparmio dei lavoratori;

f) alle società di cartolarizzazione dei crediti;

g) alle forme pensionistiche previste dal decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252. "

A monte della disciplina della Draghi abbiamo la **Direttiva UCTS IV (Direttiva 65/2009)** la quale delinea la fattispecie e disciplina dei c.d. OCVM (ORGANISMI DI INVESTIMENTO COLLETTIVI IN VALORI MOBILIARI **art.1 co.1 lettera m-** fondo comune d'investimento o SICAV rientranti nell'ambito dell'applicazione della Direttiva 65/2009).

OCVM è un modello di OCR necessariamente **aperto** tipizzata dalla *direttiva UCTS IV* (delinea le caratteristiche che un OCR deve avere per essere qualificato come OCVM).

Vantaggio: commercializzare le quote delle OCR in regime di *libera prestazione dei servizi* in ambito di tutto il territorio europeo.

Valenza, pertanto, non è vietare la costituzione di OCR con caratteristiche diverse da quelle delineate dalla direttiva, ma delineare la struttura di una OCR che può usufruire di un siffatto vantaggio (fattispecie che se ha quelle caratteristiche gode di quel vantaggio).

La disciplina è completata da una seconda direttiva: Direttiva sugli OCR alternativi **Direttiva AIFMD (Direttiva 61/-2011)** - disciplina i c.d. OCR alternativi (FIA).

Qual è la caratteristica?

La nozione è presente all'**art.1 co.1 lettera m-quater** sono quei OCR non costituiti come quei OCVM (carattere *alternativo* rispetto alla fattispecie delineata dalla precedente direttiva indicata).

A valle di talune Direttive abbiamo la disciplina della Draghi (**art.33 & seguenti**), nonché la disciplina regolamentaria italiana (fonti **secondarie**) - **art. 39 DRAGHI**. Due sono le fonti principali (rispetto ai servizi di investimento la struttura regolamentare delle OCVM spetta a BI):

1. Regolamento di BI sulla gestione collettiva: **regolamento 15 gennaio 2015**.
2. Decreto del M&F: **5 marzo 2015 n. 30** che stabilisce la struttura delle OCR.

Passiamo a delineare meglio l'attività **rilevante**: costante riferimento agli indirizzi maturati in ambito europeo (*linee guida dell'ESMA*- in materia di OCR alternativi).

L'**art. 32- quater** delinea la fattispecie di *gestione collettiva del risparmio* in **positivo** al primo comma & al secondo comma in **negativo** (tramite la definizione della società

Partiamo dal primo comma: demarcazione in positivo della fattispecie.

Come noto, la norma rinvia alla nozione di **gestione collettiva del risparmio**, sita all'**art.1 co. 1 lettera n**: "Gestione collettiva del risparmio": il servizio che si realizza

attraverso la gestione di OICR e dei relativi rischi”, definizione che si traduce in un ulteriore rinvio, ovverosia,

art.1 co.1 lettera k: “Organismo di investimento collettivo del risparmio” (OICR): l'organismo istituito per la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, il cui patrimonio è raccolto tra una **pluralità di investitori** mediante l'emissione e l'offerta di **quote o azioni, gestito in monte nell'interesse degli investitori** e in autonomia dai medesimi nonché investito in strumenti finanziari, crediti, inclusi quelli erogati, a favore di soggetti diversi da consumatori, a valere sul patrimonio dell'OICR, partecipazioni o altri beni mobili o immobili, in base a una politica di investimento predeterminata”.

Nozione che si attesta sul piano funzionale: funzione che può essere realizzata per il tramite di diverse strutture: fondo di investimento (patrimonio autonomo suddiviso in quote) oppure società di investimento (SICAV & SICAF- distinzione in ragione di un requisito funzionale: SICAV saranno OCR aperti/ SICAF possono assumere ogni altra tipologia di OCR).

Elementi da analizzare della nozione (medesima consapevolezza: ciascuno di questi elementi della fattispecie ha una sua portata **selettiva**, serve a dire quali fenomeni rientrano nella gestione collettiva- attività **riservata** & quali saranno invece esonerate dall'applicazione della disciplina, ovverosia: **Club deals/ Family officer**).

È evidente che l'attività di gestione collettiva si compone dell'unione di due attività (tra loro potenzialmente distinte):

1. Raccolta del risparmio.

Caratteristiche:

- raccolta del patrimonio avviene mediante un canale specifico: **azioni o quote**. Ciò significa che la raccolta deve avvenire mediante l'emissione di strumenti rappresentativi di capitale di **rischio**: tutti gli investitori siano soggetti al rischio comune dell'investimento.

Differenza tra la raccolta collettiva & raccolta bancaria?

Raccolta **bancaria** tipica (art. 10/11 TUB) acquisizione di fondi con obbligo di rimborso.

Raccolta **collettiva** NON prevede l'obbligo di rimborso (fattispecie riconducibile al **conferimento**).

Non si ha mai gestione collettiva del risparmio laddove il patrimonio da investire sia raccolto mediante l'emissione di strumenti che prevedano l'obbligo di rimborso.

-risparmio raccolto presso una **pluralità di investitori** (presente anche nella disciplina sulle OCR ALTERNATIVE).

Sul significato di “*pluralità di investitori*” intervengono le **linee guida dell'ESMA- (VIII- Paragrafo 17:** “Guidelines on number of investors”): è sufficiente che la raccolta di capitale avvenga presso più di UNO investitore.

Linee guide si occupano anche del caso **estremo: UNO solo**, in ragione del quale, in linea di principio, in una siffatta fattispecie non avremo gestione collettiva del risparmio; tuttavia, il **paragrafo 18** dice che, anche qualora sia presente un solo investitore potrebbe non escludersi la fattispecie della gestione collettiva del risparmio, allorché quest'unico investitore rappresenti l'interesse di una pluralità di investitori (investimento di secondo grado): si farà riferimento al caso, lettera a): *capitale raccolto presso più persone fisiche/giuridiche*, lettera b) *investimento strutturato a cui parteciperanno più investitori*.

Tale precisazione serve ad evitare che si aggiri la **riserva di attività** (SRL con socio unico che raccoglie il capitale presso uno o più investitori).

Il concetto di pluralità di investitori non va' inteso nel senso formale e giuridico, bensì, in senso **sostanziale** (pluralità di interessi di investimento direttamente/ indirettamente coinvolti nell'attività di gestione collettiva).

Le guidelines detta un ulteriore criterio per delimitare meglio la cerchia degli investitori presso cui è effettuata la raccolta del capitale nella gestione collettiva del risparmio (paragrafo 13 & seguenti):

- **Paragrafo 14:** criterio che serve a spiegare cosa si intenda per “**esercizio professionale**” secondo cui è **irrelevante** che la raccolta del patrimonio avvenga in un'unica occasione/ più occasioni o su base continuativa: NON È NECESSARIA L'ABITUALITA' della raccolta.
Sarà altresì irrilevante il tipo di **apporto**, ancorché, effettuato in denaro o in natura (Fondi/ OCR in cui è previsto istituzionalmente un conferimento diverso dal denaro).
- **Paragrafo 15/ 16:** fanno riferimento al caso in cui la raccolta sia effettuata presso una pluralità di investitori accomunati ad una caratteristica: far parte di un **gruppo preesistente**.
In questo caso, se l'investimento è fatto nell'**esclusivo** interesse dei partecipanti a questo gruppo preesistente, NON avremo gestione collettiva del risparmio.

Cosa si intende per gruppo preesistente?

Definizione: gruppo formato da membri della stessa famiglia (**family-officer**), prescindendo dal tipo di forma legale istituita fra loro per eseguire l'investimento; a condizione che, gli unici beneficiari di questa struttura legale siano ESCLUSIVAMENTE i membri della famiglia.

Per **family member** si intendono il *coniuge, convivente*, che abbiano relazioni su base *familiare & continuativa*.

Questa esenzione dalla gestione collettiva del risparmio riguarda quelle attività il cui patrimonio è raccolto **esclusivamente** presso i membri di questo gruppo familiare preesistente e che abbia come esclusivi beneficiari i medesimi; qualora, all'interno di tale struttura dovesse comparire un soggetto estraneo, ciò sarebbe sufficiente per ricadere nella gestione collettiva del risparmio.

Questa attività di raccolta di capitale, nella nozione di OICR, deve combinarsi con l'attività di investimento collettivo.

2. **Investimento collettivo** (in monte nell'interesse di tutti gli investitori).

Caratteristiche:

- Non è l'**oggetto** che ha funzione *selettiva*, bensì, altre caratteristiche proprie dell'investimento, ovverosia:

- i. **Gestione in monte** nell'interesse collettivo degli investitori.
- ii. **Gestione in autonomia** dagli investitori.
- iii. **Predeterminazione** della politica di investimento.

Su ciascuno di questi tre aspetti troviamo delle indicazioni nelle linee guida dell'**ESMA** (Paragrafo 12).

Paragrafo 12: la presenza delle seguenti caratteristiche dimostra che l'investimento è una gestione collettiva del risparmio ai sensi dell'**art. 32-quater**, ovverosia:

- **GESTIONE IN MONTE** (lettera b): cosa rende una gestione collettiva, e quindi in MONTE?
Generare un **vantaggio collettivo** (remunerazione estesa per tutti gli

investitori) - "**pool return**", ovvero, remunerazione generata dal rischio comune.

Quindi ciò che rende l'investimento collettivo è il fatto che ciascuno di essi sia assoggettato ad un rischio comune (sopporti il rischio dell'investimento).

Infatti, NON è rilevante la politica di remunerazione.

È un po' il concetto che nel diritto della società ha l'espressione di attività comune (comune soggezione al rischio- tramite il conferimento); l'attività sarà comune anche all'azionista di risparmio (benché non attribuito di diritti amministrativi) perché assoggettato al rischio d'impresa.

Medesima fattispecie nel servizio di investimento collettivo.

- **GESTIONE DELL'INVESTIMENTO IN AUTONOMIA:** deve trattarsi di una gestione **professionale**.

Non si ha gestione collettiva del risparmio qualora il patrimonio raccolto sia **autogestito** dagli investitori (non è un servizio, ma semplicemente l'espressione della libertà di iniziativa economica, es- **club deal**- difetta dell'autonomia).

Cosa significa autonomia? Si andrà nella dinamica tra investitore e gestore: fino a che punto le eventuali competenze decisore degli investitori precludono la configurazione del requisito dell'autonomia?

Ci dovrà essere un poter di gestire l'attività comune (tipico degli schemi societari verticistici, tipico della SPA).

Requisito che sarà in funzione della struttura della gestione collettiva:

- **FONDO COMUNE**, gestore soggetto **terzo** rispetto ai partecipanti (SGR che gestisce il fondo). Si realizzerà il massimo grado di autonomia del gestore.
- **SICAV/ SICAF**, il grado di autonomia è individuabile nel rapporto tra gli amministratori e gli azionisti.

Le linee guida ci danno un'indicazione a riguardo (stabilire il limite oltre il quale non si può più parlare di autonomia nella gestione):

Paragrafo 12, lettera c) stabilisce che per aversi autonomia è necessario che gli investitori non abbiano voce in capitolo nella gestione **operativa** dell'investimento, ovvero, il nucleo di autonomia minimo per aversi una gestione collettiva del risparmio riguarda la **gestione corrente dell'investimento** (gestione in senso stretto), questioni operative che riguardano la gestione quotidiana dell'investimento collettivo (in questo ambito non sono ammesse interferenze).

Tale definizione va' oltre e ci dice ciò che non intacca la gestione corrente dell'investimento ed è compatibile con la gestione collettiva, ovvero, non si ha un'intromissione nella gestione corrente qualora vengano esercitati i **poteri tipici** del socio mediante il **voto** in assemblea sulle operazioni/ decisioni di maggior rilievo (operazioni straordinarie: fusione/messa in liquidazione, nomina dell'amministratore, approvazione del bilancio).

- **PREDETERMINAZIONE DELLA POLITICA DI INVESTIMENTO**, ovvero, in caso contrario, **NON** avremo gestione collettiva del risparmio. Il senso di questa previsione è che la raccolta del capitale avvenga in funzione di un programma di investimento predeterminato.

Anche qui avremo delle indicazioni derivanti dalle guidelines dell'**ESMA**:

Paragrafo 20 (cosa si intende per politica di investimento predeterminata), in

funzione del quale vengono indicati una serie di fattori atti ad individuare la pre-determinatezza della politica di investimento:

- a. Al più tardi (prima che l'investitore si vincoli con l'investimento) dal momento in cui si sottoscrivono in via definitiva le azioni, la politica deve essere già predeterminata.
- b. In che modo deve essere predeterminata? **Lettera b:** politica di investimento definita in un documento che diventa parte delle regole e degli strumenti con cui è organizzato un investimento (politica predeterminata contenuta in un **documento**).
Nel Fondo comune tale documento è rappresentato dal **regolamento del fondo** (contiene la politica di investimento).
Nelle SICAV/ SICAF tale documento sarà lo **statuto**.
- c. Politica di investimento è predeterminata non solo rispetto all'ingresso, ma è contenuta in un documento che esprime un'**obbligazione** in senso tecnico-crea un vincolo giuridico in capo ai gestori.
- d. Politica di investimento sia costruita sulla base della combinazione di una pluralità di criteri:
OGGETTO, STRATEGIA, Limiti alla LEVA, (...).

Come detto, l'**art.32 quater** indica un elemento in negativo (la disciplina non si applica): **società di partecipazione finanziaria** (scopo industriale & commerciale).

Con riguardo allo SCOPO (lettera a): non dovrà avere uno scopo *commerciale/industriale*.

Scopo **finanziario** quello per cui si esegue l'investimento; infatti, la definizione di scopo commerciale/ industriale si avrà quando la finalità sarà quella di svolgere una business strategy che include come elemento predominante un'attività commerciale (acquisto, vendita, scambio di beni o servizi) o un'attività meramente industriale (produzione di beni o costruzione di valore di proprietà) o una combinazione di questi elementi.

Non si avrà, pertanto, gestione collettiva del risparmio, quando lo scopo sarà commerciale o finanziario.

Dentro questo elemento negativo della fattispecie si inserisce l'esenzione per le società di partecipazione finanziaria- **lettera d co.2:** "d) alle società di partecipazione finanziaria, intese come società che detengono partecipazioni in una o più imprese, con lo scopo di realizzare strategie imprenditoriali per contribuire all'aumento del valore nel lungo termine delle stesse, attraverso l'esercizio del controllo, dell'influenza notevole o dei diritti derivanti da partecipazioni e che:

1) operano per proprio conto e le cui azioni sono ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato dell'Unione europea; oppure 2) non sono costituite con lo scopo principale di generare utili per i propri investitori mediante disinvestimenti delle partecipazioni nelle società controllate, sottoposte a influenza notevole o partecipate, come comprovato dal loro bilancio e da altri documenti societari".

Finalità del programma di investimento: scopo **industriale** (de facto, una holding) - lungo termine carattere discriminante.

Esenzione; tuttavia, laddove la partecipazione sia finalizzata a rafforzare il valore nel lungo termine, è esentata la disciplina, a ricorrere di due condizioni alternative:

1. Società sia *quotata* in un **mercato regolamentato**.
2. Scopo principale di generare utili per i propri investitori mediante disinvestimenti (**dividendi**) delle partecipazioni nelle società controllate, nonché la valorizzazione delle azioni in funzione della dismissione seppur nel lungo periodo (**venture capital**).

Per completare il quadro sul fenomeno della gestione collettiva del risparmio occorre andare oltre la fattispecie e addentrarci in alcuni elementi della disciplina: è necessario tenere distinti due profili:

- i. Profilo **strutturale**: la gestione collettiva del risparmio può essere strutturata secondo due diversi modelli (neutri rispetto all'attività):
 - **Fondo comune d'investimento** (patrimonio **autonomo**): disciplinato dall'**art.1 co.1 lettera j**: "OCR costituito in forma di **patrimonio autonomo**, suddiviso in quote, istituito e gestito da un gestore".
 - **SICAV/ SICAF** (società di **investimento- SPA**): disciplinati dall'**art.1 co.1 lettera i/ i-bis**: "società di investimento a capitale variabile" (Sicav): l'OICR **aperto** costituito in forma di 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 di proprie azioni"/ "società di investimento a capitale fisso" (Sicaf): l'OICR **chiuso** costituito in forma di società per azioni a capitale fisso con sede legale e direzione generale in Italia avente per oggetto esclusivo l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante l'offerta di proprie azioni e di altri strumenti finanziari partecipativi".

Distinzione in ragione di una caratteristica **funzionale** (SICAV & SICAF): tipo di OICR che può essere costituito in una di queste due forme- OICR **aperto** (SICAV)/ OICR **chiuso** (SICAF).

E ciò a differenza del *Fondo comune di investimento* strutturato nella forma del patrimonio autonomo costituito nella forma dell'OICR aperto/ chiuso.

Profilo strutturale non può essere compreso senza analizzare l'ulteriore profilo determinante nel fenomeno della gestione collettiva del risparmio, ovvero, il profilo funzionale.

- ii. Profilo **funzionale** (attività svolta dagli OCR)- all'interno della fattispecie OICR abbiamo diversi tipi di OICR a seconda di come viene predeterminata la **politica di investimento** (elemento costitutivo della fattispecie OICR e quindi dell'attività della gestione collettiva del risparmio)- tipi di OICR (art.2247- fattispecie società e all'interno avremo i tipi di società-CENNO):
 - **OICR aperto** disciplinato all'**art.1 co.1 lettera k-bis**
 - **OICR chiuso** disciplinato all'**art.1 co.1 lettera k-ter**
 - **OICR riservato** disciplinato nel **Regolamento del M&F 2005**

Profilo funzionale trasversale al profilo strutturale: ciascuno di questi tipi di OICR può essere costituita come società di investimento (SICAV/ SICAF) oppure nella struttura del patrimonio autonomo (Fondo comune di investimento).

Aspetti peculiari della gestione collettiva del risparmio possono essere ricondotte in termini di diversità all'attività svolta (predominante il profilo **funzionale**).

Per analizzare questo fenomeno dovremo fermarci su tre argomenti:

1. Profilo strutturale (società di investimento vs patrimonio autonomo)

Dal punto di vista della strutturale avremo un'unica esigenza: isolare il patrimonio raccolto per destinarlo all'investimento collettivo.

Isolarlo sotto il punto di vista della **responsabilità** patrimoniale (massa patrimoniale autonoma e distinta rispetto al patrimonio degli investitori- NON è una comunione); con le ovvie conseguenze in seno alla **responsabilità**.

Isolarlo in termini di **autonomia** gestionale (elemento centrale è che il patrimonio investito sia gestito autonomamente dai gestori).

Come si realizza questo obiettivo?

Tramite i due profili precedentemente elencati:

- Creazione di una società- **persona giuridica**: tecnica utilizzata per le società di investimento; in altre parole, in questo caso, l'esigenza di isolamento del patrimonio viene soddisfatta per il tramite dell'imputazione del patrimonio a nuovo soggetto giuridico: SICAV/ SICAF.

In questo caso abbiamo una vicenda **circolatoria**: diritti/ valori/ beni si trasferiscono da un soggetto a nuovo soggetto giuridico- SICAV/SICAF per il tramite del **conferimento**.

È evidente che taluno sia il modello più semplice per raggiungere il suddetto obiettivo: autonomia.

- Tuttavia, avremo un'analogia tecnica per raggiungere il medesimo risultato: **patrimonio autonomo** (**Cenno**: patrimonio destinato ad uno specifico affare- per isolare la gestione e la responsabilità- non si crea un nuovo soggetto giuridico, bensì, si articola il patrimonio della SPA esistente, per il tramite di una delibera del consiglio di amministrazione si destina ad uno specifico affare. **Regime di responsabilità**: creditori dello specifico affare potranno rifarsi esclusivamente sul patrimonio destinato).
Effetto bilaterale sulla responsabilità: creditori sul patrimonio autonomo potranno rifarsi esclusivamente su quest'ultimo; i creditori della società NON potranno rifarsi sul patrimonio **autonomo**.
Derogheremo ad un principio generale- PRINCIPIO DI UNIVERSALITA' DEL PATRIMONIO: **art.2740- debitore risponde delle obbligazioni con tutto il suo patrimonio**.

Laddove il patrimonio autonomo preveda una separazione bilaterale si produrrebbe il medesimo effetto previsto dalla precedente tecnica, tuttavia, senza creare una vicenda circolatoria (precedentemente illustrata).

Creazione di un **patrimonio autonomo** all'interno di un patrimonio già esistente di proprietà del gestore: esigenza soddisfatta articolando il patrimonio di un soggetto già esistente- FONDO COMUNE.

Come si realizza questa esigenza di autonomia nelle due diverse strutture nell'ambito della gestione collettiva del risparmio?

- **Fondo comune di investimento**: autonomia creata ad hoc da una norma di legge **art.36 TUF**: "Il fondo comune di investimento è gestito dalla società di gestione del risparmio che lo ha istituito o dalla società di gestione subentrata nella gestione, in conformità alla legge e al regolamento."

Patrimonio *autonomo* distinto rispetto a tutte le sfere giuridiche & patrimoniali che con esso interferiscono: in primo luogo sarà autonomo rispetto al patrimonio del gestore, nonché distinto dal patrimonio di ciascun partecipante, distinto rispetto a ogni

patrimonio gestito dal gestore. *Effetto di separazione creato senza una vicenda circolatoria.*

In cosa consiste questa autonomia dal punto di vista della responsabilità?

Art. 36 co.4- obbligazioni contratte per conto del fondo: "Ciascun fondo comune di investimento, o ciascun comparto di uno stesso fondo, costituisce patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della società di gestione del risparmio e da quello di ciascun partecipante, nonché da ogni altro patrimonio gestito dalla medesima società; delle obbligazioni contratte per conto del fondo, la **Sgr risponde esclusivamente con il patrimonio del fondo medesimo.**

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. La società di gestione del risparmio non può in alcun caso utilizzare, nell'interesse proprio o di terzi, i beni di pertinenza dei fondi gestiti".

Innanzitutto, ci dice che il patrimonio **autonomo** è un patrimonio che soggettivamente viene riferito alla SGR che la gestisce, nonché la SGR NON risponde delle obbligazioni del fondo con il restante patrimonio della SGR; quindi, i creditori relativi all'attività del fondo comune possono soddisfarsi esclusivamente sul patrimonio del fondo (primo elemento della separazione patrimoniale).

La separazione è **bilaterale** perché i creditori relativi al fondo possono soddisfarsi sul patrimonio del fondo, biunivocamente, i creditori altri (non hanno titolo nell'attività del fondo) non si possono mai soddisfare sul patrimonio del fondo, valevole per i creditori della SGR, creditori del depositario, creditori degli investitori che potranno agire sulle quote di partecipazione (titolarità individuale dell'investitore).

La legge integra anche il secondo elemento di autonomia: autonomia nella **gestione** (elemento caratteristico di tutti gli OICR- al più avranno poteri di nomina dei gestori, ma non la gestione operativa dell'investimento).

Autonomia gestionale deriva dalla stessa struttura e lo si evince dalla nozione di fondo comune di investimento- **art.1 co.1. lettera j:** "fondo comune di investimento": l'OICR costituito in forma di patrimonio autonomo, suddiviso in quote, istituito e gestito da un gestore". Il gestore sarà la **SGR**.

Nell'ambito del fondo comune di investimento si creerà un rapporto di natura **contrattuale:** investitori apportano valori al patrimonio da investire (patrimonio autonomo), a sua volta, quest'ultimo sarà gestito da un gestore terzo-SGR: il rapporto sarà assimilabile ad un mandato (investitori in base alle regole del fondo affidano la gestione ad un terzo). In ragione di ciò, in ambito europeo, vengono definiti OICR **contrattuali**.

Amministratori nominati dai soci della SGR (soggetti diversi dai quotisti del fondo comune di investimento) - autonomia massima dal punto di vista gestorio.

Queste stesse esigenze come le realizziamo nelle:

-**SICAV/ SICAF:** costituendo una nuova società- **SPA** (tramite un fenomeno *circolatorio*).

Non troviamo delle regole analoghe rispetto a quanto visto, ovvero, non troveremo nella disciplina dedicata dalla DRAGHI una norma analoga all'art.36. Perché? Perché questi effetti si produrranno in ragione dell'applicazione dei tratti propri del diritto societario

Partiamo dall'**autonomia patrimoniale: art. 2325** ("esclusivamente con il proprio patrimonio")- separazione bilaterale frutto della struttura prescelta.

Secondo aspetto, ovvero, **isolamento gestionale**: nella SICAV/SICAF abbiamo una situazione in cui la gestione dell'investimento collettivo potrebbe anche essere affidata ad un gestore terzo, ma di regola, è autogestita all'interno dell'organizzazione societaria- quel medesimo rapporto che nel fondo ha natura contrattuale sulla base del mandato- come si replica nella società: rapporto di tipo **organizzativo** fra gli investitori SICAV & amministratori (gestori) SICAV. Da qui il fatto che gli *amministratori* della SICAV gestiranno l'investimento in funzione delle politiche di investimento contenute nello **statuto**.

Pertanto, nella SICAV/ SICAF si usa la definizione di OICR **statutarie**.

Art.2380 bis rende chiaro siffatta fattispecie- l'amministrazione spetterà in via esclusiva agli *amministratori*.

2. Elemento **funzionale** (tipi di OICR)

Come detto, sotto il profilo funzionale, la fattispecie OICR definita dall'**art1. Co.1 lettera k** si suddivide in diversi tipi di OICR (non rappresentano diverse forme di organizzazione, bensì, diversi modelli predeterminati di politiche di investimento). Avremo tre modelli:

- **OICR aperto** disciplinato all'**art.1 co.1 lettera k-bis**
- **OICR chiuso** disciplinato all'**art.1 co.1 lettera k-ter**
- **OICR riservato** disciplinato nel **Regolamento del M&F 2005**

Dove si fa la scelta del tipo di OICR? **Regolamento/ Statuto.**

Il regolamento e lo statuto possono diversificare il tipo della politica di investimento all'interno del medesimo modello di OICR? Sì. **Statuto** e **Regolamento** possono articolare la politica di investimento a condizione che rispettino un limite: coerenza con il tipo.

Quali sono gli elementi determinanti che condizionano il tipo di OICR?

La risposta è individuabile all'**art.39- STRUTTURA DEGLI OICR ITALIANI**:

- co.1 delega la regolamentazione della struttura degli OICR ad un regolamento: **decreto n.30/2015 del M&F.**

Delega che non avverrà in bianco, ma ne detterà gli elementi determinanti:

- i. OGGETTO di investimento (tipologia di beni in cui l'OICR può investire).
- ii. MODALITA' di partecipazione (frequenza di rimborso & emissione delle quote) - **elemento centrale** che distingue il tipo aperto dal tipo chiuso.
- iii. DURATA.
- iv. CONFERIMENTO di beni (tipi di beni che possono essere apportati per ottenere in cambio una quota o un'azione dell'OICR).
- v. CATEGORIE di investitori (investitori a cui l'OICR può destinare l'offerta di quote o azioni).

Elementi dalla cui combinazione derivano i diversi tipi di OICR: si tratta elementi necessariamente **connessi**; la scelta fatta dal regolamento/statuto su uno di questi elementi si ripercuote automaticamente sugli altri.

Esempio: investimento in beni immobili (caratteristiche: investimento illiquido- NON facilmente smobilizzabile); una siffatta scelta sull'oggetto dell'OICR: possibilità di poter investire in beni illiquidi, si ripercuote sulla frequenza di rimborso delle quote (modalità di partecipazione). Perché una OICR che ha un patrimonio illiquido non può essere soggetto a richieste di rimborso frequenti. Tutto ciò, impatterà altresì sulla durata.

OICR **aperto:** non limitato il diritto di rimborso con la conseguenza che in termini di oggetto non può investire in strumenti illiquidi, oltre tutto, non sarà necessario stabilire una durata massima.

OICR **chiuso:** limitato il diritto di rimborso e allora si apre una maggiore discrezionalità nell'individuare l'oggetto dell'investimento, tuttavia, sarà necessario stabilire una durata massima.

OICR **riservato:** tipo che si sovrappone, perché si caratterizza per una scelta sulla categoria degli investitori (**professionali**)- disapplicare una serie di regole che normalmente valgono qualora l'OCR si rivolga ad investitori "comuni".

Quali sono i tipi di OCR?

1. **OICR aperto** (variante OICVM).
2. **OICR chiuso** (variante OICR immobiliari).
3. **OICR riservati**.

Disciplina contenuta all' **art.4 Decreto Ministeriale n.30/2015** individua la principale determinante del tipo di OICR, ovvero, i beni nei quali si può sviluppare l'investimento collettivo (art.39 lettera a).

Quali sono i beni nei quali può investire?

Elencazione:

Lettera a) & b) - strumenti finanziari; tuttavia, considerano come due categorie di beni diversi: *strumenti finanziari regolamentati nel mercato regolamentato (a) & strumenti finanziari NON regolamentati nel mercato regolamentato (b)*.

Qual è la differenza? Quelli regolamentati, inseriti in un mercato regolamentato, dovrebbero garantire la **liquidabilità** dello strumento finanziario stesso (mercato tendenzialmente liquido- sedi alternative che non hanno le stesse garanzie di liquidabilità).

Es. parallelo tra azione *non quotata* (assomiglierà ad un immobile) & azione *quotata* (assomiglierà più al denaro).

Lettera c) depositi bancari in denaro & lettera d) comprenderà tutto ciò che direttamente/ indirettamente avrà ad oggetto beni immobili (es. partecipazioni in società immobiliari- *strumento finanziario*- assorbito in siffatta lettera anziché nella lettera a)/ b) in ragione dell'oggetto: bene immobile).

Lettera e) crediti e titoli rappresentativi di crediti- bene che è considerato non di pronta liquidazione.

Lettera f) altri beni per i quali esiste un mercato e che abbiano un valore determinabile con certezza con una periodicità almeno semestrale- standard prudenziali minimi.

Elencazione atta a suddivere il bene oggetto dell'investimento in ragione del rischio- avremo due categorie di oggetto dell'investimento:

- Prontamente *liquidabile* (lettera **a-c**).
Lettera **b- ibrida**
- **Non** prontamente *liquidabile* (lettera **d-e-f**).

Co.2: "Il patrimonio dell'OICR è investito nelle categorie di beni di cui al comma 1 nel rispetto delle disposizioni del presente regolamento nonché dei criteri, dei divieti, e delle norme prudenziali di contenimento e di frazionamento del rischio, nonché delle altre disposizioni stabilite dalla Banca d'Italia ai sensi dell'articolo 6, comma 1, lettera c), del TUF." individua tre ordini di limiti:

1. **Oggetto** (investire solo nei beni di cui al co.1) - tutti i beni con le caratteristiche minime individuate dalla lettera f.
2. **Tipo di OICR**
3. **Regolamento** sulla gestione collettiva del risparmio.

OICR APERTO

Definito dall'**art.1 co.1-lettera k-bis** della Draghi: "Oicr aperto": l'Oicr i cui partecipanti hanno il diritto di chiedere il rimborso delle quote o azioni a valere sul patrimonio dello stesso, secondo le modalità e con la frequenza previste dal regolamento, dallo statuto e dalla documentazione d'offerta dell'OICR".

Per aversi OICR *aperta* è necessario che l'investitore abbia il diritto di richiedere il **rimborso** a valere sul patrimonio dell'OICR (grava, come onere, sul *patrimonio-rimborso* comporterà una riduzione del patrimonio).

Caratteristica che da un lato costituisce un elemento di maggiore attrattività dell'investimento, dall'altro crea un problema, da un punto di vista della stabilità-patrimonio soggetto periodicamente ad una possibile riduzione.

Vediamo come questa caratteristica è declinata nelle norme del regolamento e quali sono le conseguenze che cagionerà sulle altre determinanti (oggetto, durata, tipo di apporto).

Cosa significa diritto al rimborso?

Si tratta di una sorta di **diritto di recesso**-ad nutum- diritto di recedere dall'organizzazione e ottenere la liquidazione della quota; modo per il tramite del quale realizzare l'investimento, nonché un guadagno (differenziale tra il prezzo di sottoscrizione e valore del rimborso).

La nozione di OICR aperto afferma che vi deve essere tale diritto, tuttavia, non determina con quale frequenza- **art.9 co. del regolamento** precisa questo aspetto: *modalità e periodicità del rimborso sono stabili nei **regolamenti (fondi) & statuto (società di investimento)***.

Negli **OICVM**- OICR costituiti conformemente alla direttiva europea del 2009, mentre gli altri non sono vietati, ma semplicemente non saranno OICVM, definiti **OICR alternativi** (nel linguaggio della DRAGHI definiti FIA) - periodicità almeno annuale. Per gli **OICVM** la periodicità deve essere almeno ogni 15giorni.

Questa caratteristica si ripercuote sulle altre determinanti del tipo OICR:

1. **Oggetto dell'investimento- art. 8 DM 30/2015-** prevede per gli OICR aperti dei limiti aggiuntivi all'oggetto dell'investimento: OICR possono investire solo in una parte dei beni indicati nell'**art.4**, ovverosia, quella parte dei beni definita **liquida** (lettera c-a, nonché investire in *strumenti finanziari non quotati* con un limite quantitativo: **20% del patrimonio dell'OICR**). Siffatta limitazione non si applica qualora l'investimento sia: **partecipazione in altri OICR aperti- co.2:** essendo *aperti* c'è il rimborso almeno annualmente.
2. **Durata dell'OICR- art.6 DM 30/2015-** stabilisce al **co.1** delle regole generali vevoli per tutti gli OICR, ovverosia, la durata (termine oltre il quale l'OICR va in

liquidazione) deve essere determinata dal **regolamento/ statuto**.
Nel determinare questo elemento devono rispettare due regole generali:

- i. Coerenza con la **natura** dell'investimento.
- ii. Non può eccedere il **termine** di durata del *gestore*.

Il **co.2** stabilisce dei limiti di durata in funzione del tipo di fondo- **OICR chiusi**: durata non superiore a **50 anni**; per gli **OICR aperti** non dice nulla. Perché? Perché non vi è necessità di garantire il *disinvestimento collettivo* in ragione del fatto che è sempre garantito il *disinvestimento individuale* (investitore non rimarrà mai prigioniero del proprio investimento) - parallelo tra le *società a tempo determinato/ indeterminato*.

3. **Apporto** (tipologia di beni che l'OICR aperto può accettare in cambio della *quota/ azione*- diritto societario, **conferimento**) - **art.9 DM 30/2015**- l'apporto soffre gli stessi limiti che aggrediscono l'oggetto/beni di investimento, gli apporti ammissibili saranno:
 - i. Strumenti finanziari **quotati**.
 - ii. Depositi bancari- **denaro**.

Per aversi il conferimento di *strumenti finanziari quotati* saranno necessari ulteriori caratteristiche:

- previsto dal regolamento/statuto;
- volume di negoziazione sia rilevante
- frequenza degli scambi sia tale da consentire la formazione di prezzi significativi.

Non sarà necessaria la **stima** (diritto societario- SPA conferire senza relazione di stima gli strumenti finanziari quotati in un mercato regolamentato).

La struttura **aperta** è la struttura che caratterizza anche gli **OICVM**- (OICR aperti distinti in OICR alternativi & OICVM).

Perché vi sarà minor libertà negli OICVM? In ragione della periodicità del rimborso.

OICR CHIUSO

La disciplina è individuabile all'**art.1 co.1, lettera k-ter** (regole opposte rispetto all'OICR aperto): "Oicr chiuso": l'Oicr diverso da quello aperto."

Ogni OICR che non ha le caratteristiche dell'OICR aperto è incasellato nell'OICR chiuso: caratteristica è il diritto al rimborso a valere sul patrimonio del fondo (OICR aperto).

Viceversa, l'OICR chiuso è l'OICR in cui **non** è previsto il **diritto al rimborso** nel regolamento/Statuto.

Caratteristica che disincentiva l'investimento, ma dall'altro, garantisce una maggiore libertà (alcuni vincoli dell'OICR aperto tendono a cadere)- disinvestimento in funzione del disinvestimento collettivo.

L'OICR chiuso è il tipo **residuale**.

Caratteristiche:

- OICR chiuso deriva da una scelta inerente l'**oggetto di investimento- art.10 DM 30/2015**- secondo cui:

"Sono istituiti in forma chiusa i FIA italiani il cui patrimonio e' investito, nel rispetto dei limiti e dei criteri stabiliti dalla Banca d'Italia, ai sensi dell'articolo 6, comma 1, lettera c), del TUF, nei beni previsti dall'articolo 4, comma 1, lettere d), e), e f), ovvero nei beni indicati alla lettera b) dello stesso comma, diversi dalle quote o dalle azioni di Oicr aperti, in misura superiore al 20 per cento."- beni in cui l'OICR aperto non potrà investire, ovverosia, beni **scarsamente liquidabili**.

- Diritto al rimborso delle *azioni/ quote*- **art.11 DM 30/2015**- secondo cui:
"Le quote o le azioni di FIA italiani chiusi sono rimborsate ai partecipanti secondo le modalità indicate nel regolamento o nello statuto alla scadenza del termine di durata del FIA."- rimborso a **scadenza**.

Ci sono casistiche in cui sarà previsto un rimborso **anticipato**, ovverosia, qualora il rimborso non infici la stabilità dell'OICR. Le casistiche saranno:

- i. Iniziativa del **gestore**.
- ii. Richiesta dei **partecipanti** per un ammontare NON superiore alle somme acquisite attraverso nuove emissioni- limiti del valore acquisito con nuove emissioni (es. 10 quotisti valore di 1 milione, richiesta di rimborso soddisfatta esclusivamente laddove emetta (OICR) nuove quote/azione per un valore equivalente).

Queste caratteristiche si ribaltano sulle **determinanti**:

1. **Oggetto dell'investimento**- oggetto si espande a tutti i beni indicati dall'**art.4** (senza le limitazioni indicate nell'OICR aperta).
2. **Durata**- nell'OICR chiuso non sarà possibile individuare una scadenza eccessivamente lunga- **art.6 DM 30/2015**- regola speciale di tutela degli investitori: "Il regolamento del fondo o lo statuto della Sicav o della Sicaf fissa il termine di durata dell'OICR in coerenza con la natura degli investimenti. Nel caso di un fondo il termine non può in ogni caso essere superiore al termine di durata del gestore. 2. Fermo restando quanto previsto al comma 1, la durata degli Oicr chiusi non può essere superiore a cinquanta anni, escluso il periodo di proroga di cui all'articolo 11, comma 2".
3. **Apporto** segue le stesse regole di coerenza con l'oggetto dell'investimento viste con l'OICR aperto; tendenzialmente ammissibili non solo conferimenti in denaro e strumenti finanziari quotati, ma anche altri beni purché coerenti con la politica di investimento.

Una sottospecie di OICR chiuso sono gli **OICR immobiliari- art.1 co.1 lettera q DM 30/2015**: "FIA italiani immobiliari»: i fondi e le Sicaf che investono in beni immobili, diritti reali immobiliari, ivi inclusi quelli derivanti da contratti di leasing immobiliare con natura traslativa e da rapporti concessori, partecipazioni in società immobiliari, parti di altri FIA immobiliari, anche esteri", caratterizzati per la preminenza della componente **immobiliare** nell'oggetto dell'investimento (lettera d)

Quali sono le peculiarità?

Struttura: **OICR chiusa- art.12 DM 30/2015 co.1**

Oggetto: **art.12 DM 30/2015 co.2**- "investito nei beni di cui all'**art.4 co.1 lettera d** in misura non inferiore ai due terzi del valore complessivo lordo; valore raggiunto al massimo entro 24 mesi dall'inizio dell'attività.

Apporto: **art.12 DM 30/2015 co.4**- ammissibile il *conferimento in beni immobiliari diretti/ indiretti*.

L'esigenza è quella di **stimare** taluni beni immobili- **co.5** prevede di redigere una **relazione di stima** e stabilisce una regola simile al diritto azionario, ovverosia, "il valore complessivo delle quote emesse a fronte dei conferimenti non deve essere superiore al valore dei conferimenti stessi, come attestato dalla relazione di stima"- **principio di effettività**.

OICR RISERVATO

Il regolamento del 1999 prevedeva due ulteriori tipi di OICR (riservati & speculativi), oggi abolita la nozione di OICR speculativo (ricompresa nell'OICR riservato).

Cosa sono gli OICR riservati? **Art.1 co.1 lettera m-quater DRAGHI:** "FIA italiano riservato": il FIA italiano la cui partecipazione è riservata a investitori professionali e alle categorie di investitori individuate dal regolamento di cui all'articolo 39".

Scelta sulle **categorie di investitori** a cui è ammessa l'offerta di azioni/quote dell'OICR- offerta circoscritta a determinate *categorie*, in connessione con l'**art.14 DM 30/2015**, l'**art.1** individua due categorie di *riserve*:

- **RISERVA SOGGETTIVA**

Investitori professionali, ovverosia, **art.1 co.1 lettera m-undecies:**

"cliente professionale ai sensi dell'articolo 6". Da intendersi due possibili categorie:

- i. clienti oggettivamente qualificati- investitori professionali di diritto (es. società finanziarie e non finanziarie di grandi dimensioni);
- ii. clienti su richiesta- non rientrano nella sopra citata categoria, ma che richiedono, a ricorrere di certe condizioni, fanno richiesta di essere equiparati ai clienti professionali.

In questo caso, l'effettività della riserva è garantita dell'appartenenza nella siffatta categoria.

- **RISERVA OGGETTIVA**

Investitori non professionali, ma in questo caso è necessario creare una **riserva** in termini *oggettivi*: i soggetti diversi dagli investitori professionali sottoscrivano quote/azioni per un importo non inferiore a 500mila euro- elevare il livello soggettivo della capacità dell'investitore.

Penalizzata da una siffatta riserva; a fronte di tale limitazione, è il venir meno delle regole ordinarie riguardanti gli OICR non riservati. Parallelo con la **SRL** non può offrire le quote al pubblico, in ragione di ciò, tuttavia, godrà di una disciplina più "snella".

Nel caso di riserva **oggettiva**, non è possibile **frazionare** la quota; nel caso di riserva **soggettiva**, **art.14 DM 30/2015 co.7:** "Le quote o le azioni dei FIA italiani riservati non possono essere collocate, rimborsate o rivendute da parte di chi le possiede, (...) a soggetti diversi da quelli indicati nel regolamento o nello statuto del FIA".

C'è il divieto, ma mancherà la **sanzione**. Cosa accadrebbe in caso di violazione? Quantomeno la **nullità**.

3. **Collegamento tra i profili strutturali e funzionali** (comprenderemo la disciplina delle SICAV/ SICAF- rappresentano degli adeguamenti della disciplina organizzativa della SPA in funzione della peculiare attività svolta: OICR aperta/ chiusa, nonché il capitale variabile è una conseguenza dell'esigenza di attribuire all'OICR aperto delle regole idonee, adeguate ad accogliere la suddetta attività).

SICAV/ nozione contenuta all'**art.1 co.1 lettera i**: "'società di investimento a capitale variabile" (Sicav): l'Oicr aperto costituito in forma di 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 di proprie azioni".

SICAF nozione contenuta all'**art.1 co.1 lettera i bis**: "società di investimento a capitale fisso" (Sicaf): l'Oicr chiuso costituito in forma di società per azioni a capitale fisso con sede legale e direzione generale in Italia avente per oggetto esclusivo l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante l'offerta di proprie azioni e di altri strumenti finanziari partecipativi".

Dal punto di vista **strutturale** entrambe queste definizioni ci dicono che sono costituite nella forma della **SPA-** richiamo alla disciplina codicistica.

Diversità tra SICAV & SICAF individuabile nel **principio di fissità del capitale**: SICAV-deroga ad uno dei principi fondamentali del diritto della società, ovverosia, principio di fissità (capitale caratterizzato da un valore fisso indicato nell'atto costitutivo).

Dal punto di vista **funzionale** entrambe eserciteranno l'attività tipica dell'OICR: gestione collettiva del risparmio.

La diversità, tuttavia, sarà individuabile nel tipo di OICR che integreranno: SICAV- OICR **aperto** (diritto dell'azionista al rimborso dell'investimento con frequenza almeno annuale) / SICAF- OICR **chiuso** (assenza al diritto al rimborso delle azioni se non alla scadenza dell'OICR).

È evidente che ci si poni un problema di **collegamento** tra struttura e funzione: quello che domina, nell'ambito della ricostruzione di questa normativa, è la **funzione**, ovverosia, il tipo di attività svolta; le regole strutturali sono un insieme di norme dirette a adeguare una struttura base (SPA- diritto comune) al particolare tipo di attività svolta. Questa disciplina di diritto comune viene integrata e derogata dalle norme dettata dalla Draghi allo scopo di adeguarla alla specifica attività svolta.

Entrambe le società di investimento hanno una disciplina collocata su due livelli:

1. **Base-** SPA di diritto comune.
2. **Nucleo tipizzante-** insieme di regole che troviamo negli **art.35 quater & seguenti**.

Un primo gruppo di norme si applica alla SICAV/SICAF- base comune, ricollegabile alla funzione di **OICR**; un secondo gruppo di norme è un gruppo che separa la disciplina della SICAV dalla SICAF (in primo luogo il regime del capitale sociale) - nucleo diversificato ancorato alla diversità **funzionale**, OICR **aperto/chiuso**.

Partiamo dal primo gruppo di norme comune ad ambedue i profili: **partecipazione-**disciplina delle azioni- **art.35 quater-SICAV/ art.35 quinquies- SICAF**.

Per ambedue le società è previsto una particolare *tipologia* di circolazione delle azioni: saranno suddivise in due, ovverosia, **nominativa & al portatore**.

Dov'è la differenza rispetto alla SPA- art.2355? Nel Codice civile quando si parla di azioni *nominativa/ al portatore* faremo riferimento a due azioni diverse in ragione del *regime di circolazione*.

Nelle azioni **nominative** abbiamo che la partecipazione circola e il titolare si legittima in base al **possesso** del titolo, nonché la doppia intestazione sul registro dell'emittente e sul titolo, salvo la deroga sull'azione per cui non si renda necessaria l'intestazione sul registro dell'emittente (libro dei soci), ma in funzione di una serie continuativa di **girate**.

Nelle azioni **al portatore** è sufficiente avere il **possesso** del titolo. Nel diritto comune societario è sì prevista tale distinzione, tuttavia, attiene al regime di circolazione, non

sarà una distinzione che riguarderà il contenuto delle azioni; per questo sono state definite **tipi** di azioni e non di **categorie** di azioni.

Nelle **SICAV/SICAF** quanto detto subisce una *deroga*: la distinzione riguarderà non solo il *regime di circolazione*, ma anche il criterio con cui misurare i **diritti sociali-diritto di voto & amministrativi**.

In che modo? **Art.35 quater** (speculare all'**art.35 quinquies**): "Le azioni della Sicav possono essere nominative o al portatore secondo quanto stabilito dallo statuto. Le azioni al **portatore** attribuiscono un solo voto per ogni socio indipendentemente dal numero di azioni di tale categoria possedute".

Nominative: un'azione un voto (one share one vote).

In più è possibile stabilire limiti all'emissione di azioni nominative; particolari vincoli di trasferibilità delle azioni nominative.

Perché individuare una siffatta distinzione? Qual è il senso? Il senso è quello di attribuire il potere di controllo solo ai titolari delle azioni **nominative- socio gestore**; viceversa, i titolari delle azioni **al portatore** sono destinate agli azionisti investitori (coloro presso il quale viene raccolto il capitale per l'investimento collettivo) - parallelo con le **azioni di risparmio** (destinate a coloro che acquisiscono il titolo azionario per soli scopi di investimento).

Un modo per riprodurre quella separazione istituzionale presente nei *fondi comuni di investimento*.

Da questo punto di vista sembrerebbero postulare una **cooperativa**: condivide il principio del voto **capitario** per le azioni **al portatore**.

Nucleo diversificato: **art.35 quater/ art.35 quinquies** che introducono delle regole di *deroga*:

1. **Capitale variabile**- SPA capitale stabilito in una misura fissa indicato nell'atto costitutivo (non potrà essere inferiore al minimo legale); per poterne modificare il limite sarà necessaria la modifica dell'atto costitutivo, e un conseguente aumento di capitale.

Questo sistema della **fissità** del capitale è senz'altro compatibile con un'attività ordinaria; ma è compatibile con un'attività di una OICR (emissione di azioni tramite la quale si raccoglie il patrimonio da investire a monte)?

Risposta in funzione del tipo di OICR: principio di **fissità** compatibile con un OICR **chiuso** (non previsto il diritto al rimborso) - **art.35 quinquies** non introduce significative deroghe perché mantiene il suddetto principio (applicabili tutte le regole ordinarie in materia di capitale sociale- **disciplina del capitale nominale**).

Principio NON è *compatibile* con un OICR **aperto** (ingresso e uscita rappresenta un'attività ordinaria, non più un'operazione straordinaria, non sarà altro che la *gestione corrente*).

In che modo salta il principio di fissità nella SICAV? **Art. 35 quater**: non solo salta il suddetto principio, ma si stabilisce anche, in positivo, che il capitale è sempre uguale al **patrimonio netto**.

Nel diritto comune avremo le seguenti definizioni:

- **Patrimonio netto**= riserve+ utile/perdita+ capitale sociale (esprime tempo per tempo la differenza tra attivo & passivo) - esprime il valore della società progressivamente e che risente dell'utile/perdita d'esercizio.

- Capitale- disciplina basata sul raffronto tra *capitale fisso & patrimonio netto variabile*.

Dire che nella SICAV il capitale è sempre uguale al patrimonio che conseguenze porta? È evidente che avremo una *società senza capitale* (non è autonomo, bensì la replica del patrimonio netto).

Ci saranno altre società a *capitale variabile*: **cooperative**; variabilità del capitale, tuttavia, in funzione dell'ingresso di nuovi soci (soggetti con determinati requisiti- **principio della porta aperta**).

Conseguenza di quanto precedentemente detto, **art.35 quater co.2**: "Alla SICAV non si applicano gli articoli dal **2438** al **2447-decies**" - disciplina sul capitale. Analizziamone le conseguenze:

- *Aumento di capitale gratuito* (capitale incrementato mediante le riserve) non applicabile alla SICAV.
Non avremo le **riserve**: valore che eccede il capitale sociale, ma essendo quest'ultimo pari al *patrimonio netto*, non esisteranno.
- *Aumento di capitale a pagamento*: raccogliere il patrimonio destinato all'investimento collettivo- attività ordinaria (*gestione corrente*), non è un'operazione **straordinaria**.
- *Riduzione del capitale per perdite* (**art.2446**: impone la riduzione del capitale in caso di perdita **rilevante**, ovvero, superiore al terzo del capitale; in caso di perdita **grave**, capitale al di sotto del *minimo legale*, avremo una disciplina ben più stringente- **ricapitalizza o liquida-2447**)
Queste regole si applicheranno alle SICAV? Non avremo mai il concetto di **perdita di capitale** (minusvalenza del patrimonio netto rispetto al capitale).

Ai sensi dell'**art.35-octies** avremo una regola analoga al principio *ricapitalizza o liquida*: capitale si riduce al di sotto della misura stabilita da B.I, per un periodo superiore ai 60gg.

STATUTO SPECIALE

I profili che analizzeremo dello *statuto speciale* saranno:

1. Riserva di attività.

In base ad un principio di derivazione europea le attività e i servizi di investimento, e la gestione collettiva del risparmio sono attività **riservate**: riservata a determinati soggetti **abilitati**.

Vediamo com'è disciplinata la **riserva di attività- art.18 & seguenti** (servizi di investimento) / **art. 32-quater** (gestione collettiva del risparmio).

L'**art.18** distingue due soggetti:

- **soggetti con abilitazione piena (co.1)**

Soggetti che hanno l'abilitazione ad esercitare qualsiasi attività e servizio di investimento (**art.1 co.5 DRAGIH**).

Taluni soggetti saranno:

i. **SIM**: imprese di investimento con sede e direzione generale in Italia; oltre quest'ultime avremo le *imprese UE & imprese di paesi terzi*.

ii. **BANCHE**.

Dire che un soggetto è abilitato significa che ha titolo a richiedere l'*autorizzazione* ad accedere al mercato.

- **soggetti con abilitazione parziale (co.2)**

Taluni soggetti saranno:

i. SGR: attività tipica la *gestione collettiva del risparmio*, tuttavia, la stessa è abilitata ad esercitare alcune attività (servizio) di investimento: gestione di portafogli (lettera d) & consulenza in materia di investimento (lettera f) & ricezione e trasmissione di ordini (lettera e).

ii. Intermediari parabancari (art.106 TUB): intermediari che svolgono un'attività simile all'attività bancaria senza tuttavia integrare la fattispecie dell'**art.10- raccogliere risorse con obbligo di rimborso**.

Al ricorrere di talune caratteristiche saranno assoggettate alla *vigilanza prudenziale* di B.I.

Potranno svolgere alcuni **servizi di investimento**: negoiazione per conto proprio altrui- strumenti derivati (lettera a-b) & collocamento con o senza garanzia (lettera c- c bis).

Questa regola della **riserva di attività**, con riferimento ai servizi di investimento, subisce delle deroghe:

- **Gestore dei portali del crowdfunding:** gestione del portale meramente esecutiva (ricezione & trasmissione degli ordini).
- **Attività di consulenza- art. 18 bis/ ter:** consulenza in materia di investimento (lettera f) di regola può essere esercitata dai soggetti di cui all'**art.18**; tuttavia, potrà essere svolta da **consulenti finanziari persone fisiche** (art.18 bis) nonché dalle **società di consulenza finanziaria- SRL & SPA** (art. 18 ter).

Deroga che implica delle precisazioni: non è una qualsiasi attività di consulenza che sarà demandata a taluni soggetti, bensì quando si limita ad avere un oggetto specifico: **valori mobiliari & quote di organismi d'investimento collettivo** (OICR).

Non potrà riguardare gli *strumenti finanziari derivati, mercato monetario*.

Questi soggetti saranno soggetti *vigilati* a cui sono dedicate delle norme in materia di organizzazione e requisiti patrimoniali di indipendenza (**Regolamento M&F**).

Con riferimento alla **gestione collettiva del risparmio- art.32 quater** riserva tale attività a determinati soggetti:

- **soggetti con abilitazione piena** → **SGR** che possono esercitare la gestione di OICR a 360° (propria istituzione e altrui istituzione e potranno gestire patrimoni di SICAV/SICAF);
- **soggetti con abilitazione parziale** → **SICAF/ SICAV** non possono gestire OICR di terzi, ma semplicemente potranno gestire il patrimonio raccolto. **NON** saranno gestori universali.

2. Vigilanza sull'attività. (RIVEDI LA LEZIONE 13)

Vigilanza attribuita alla **CONSOB & Banca d'Italia**.

Disciplinata agli **articoli 5 & seguenti**.

Abbiamo la disciplina della vigilanza che può suddividersi in due ambiti:

- **Organizzazione della vigilanza (art.5)**: disciplinate le finalità e i destinatari della vigilanza.
- **Modalità operative (art.6- 12)**: poteri attribuite alle autorità di vigilanza allo scopo di esercitare le proprie funzioni. Ambito che potrà essere ulteriormente suddiviso in quattro modalità di intervento delle autorità di vigilanza (poteri funzionali affinché le autorità di vigilanza dispongano compiutamente di un armamentario giuridico con cui affrontare l'attività di vigilanza).

Questi poteri si sono molto estesi nel corso degli anni: poteri che vanno oltre la sfera dell'organizzazione aziendale del soggetto abilitato e possono andare a colpire anche una serie di soggetti che ruotano attorno la sfera dell'intermediario- punto di vista **soggettivo**.

Estesi anche dal punto di vista **oggettivo**: ambito normativo.

Quali sono queste quattro modalità:

1. Poteri **regolamentari** (art.6).
2. Poteri **ispettivi, informativi** e di **indagine**- ampiamente oggettivo (art. 6-bis "Poteri informativi e di indagine", 6-ter "Poteri ispettivi", 8 "Doveri di segnalazione").
3. Poteri di **intervento** (art.7, art.7- ter, art.7- quater).
4. **Vigilanza sui gruppi** (art.11 & 12): modalità trasversale poiché non introduce nuovi poteri di vigilanza, bensì, adegua i poteri di vigilanza esistenti al fenomeno del GRUPPO D'IMPRESA.

Partiamo dalla norma generale su cui si fonda l'intero sistema della vigilanza sugli intermediari: **art.5**.

Co.1-2-3: finalità dell'attività di vigilanza. Specifica rilevanza normativa perché l'attività dell'autorità di vigilanza non è libera nei fini ma è vincolata nelle finalità predeterminate dalla legge.

Cosa succede se nell'esercizio dei poteri di vigilanza non si vincolino alle finalità predeterminate?

L'atto compiuto sarà invalidabile tramite un ricorso al giudice amministrativo- rilevanza *amministrativa*.

Superato il dogma dell'irresponsabilità risarcitoria, BI & Consob, potranno subire l'annullamento dell'atto (come visto) nonché ricorrere in un giudizio risarcitorio derivante da una **responsabilità da lesione** di un interesse degli investitori che l'attività si attenga alle finalità dettate dalla legge- rilevanza *civilistica*.

Quali sono le finalità?

Co.1: finalità **ultime**- "*salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario, tutela degli investitori, stabilità e buon funzionamento del sistema finanziario, competitività del sistema finanziario, osserva delle disposizioni in materia finanziaria*"

Co.2/3: finalità **immediate**- "*contenimento del rischio, stabilità patrimoniale e la sana e prudente gestione degli intermediari; (co.3) trasparenza e correttezza dei comportamenti*".

Strumenti attraverso cui conseguire le finalità ultime del co.1.

Delineate le finalità, l'art.5 detta una disciplina atta a ripartire le **competenze** tra Banca d'Italia & Consob (potere autonomo e indipendente- tecnico finalizzato a raggiungere gli obiettivi dettati).

I **criteri di ripartizione** potrebbero essere due (in astratto):

i. Modello di ripartizione per **soggetti**: in cui le funzioni di vigilanza sarebbero ripartire in base al soggetto intermediario (su un gruppo vigilerebbe BI-es. competenza generale sulle Banche e su un altro la Consob-es. imprese di investimento).

VANTAGGIO: eliminare in radice le *sovrapposizioni* (ciascun intermediario avrà come referente un'unica autorità).

SVANTAGGIO: in termini di *specializzazione* delle competenze- l'ambito di vigilanza è eterogeneo, e quindi avere un'autorità che svolge le medesime funzioni non agevola la specializzazione.

ii. Modello di ripartizione per **finalità** (modello adottato dal nostro ordinamento in ragione del precedente svantaggio indicato): **co.2-** "Competenza di Banca d'Italia": *"Per il perseguimento degli obiettivi di cui al comma 1, la Banca d'Italia è competente per quanto riguarda contenimento del rischio, stabilità patrimoniale e la sana e prudente gestione degli intermediari"*.

Co.3- "Competenza della Consob": *"Per il perseguimento degli obiettivi di cui al comma 1, la Consob è competente per quanto riguarda la trasparenza e correttezza dei comportamenti"*.

Ciascuna autorità ha poteri regolamentari, di intervento, informativi e ispettivi esercitati in due ambiti diversi, come visto precedentemente.

A questa suddivisione segue quella ripartizione della disciplina sullo svolgimento dell'attività: diritto interno (organizzazione patrimoniale e amministrativa) - competenze di BI & diritto esterno- competenze della Consob.

VANTAGGIO: sviluppare al massimo la **specializzazione** delle competenze dell'autorità di vigilanza.

SVANTAGGIO: corrisponde al vantaggio del modello di ripartizione per soggetti-coordinamento delle autorità di vigilanza, in ragione del quale potrebbe comportare delle *sovrapposizioni* (materie border-line: es. disciplina dei conflitti degli interessi-intermediario esegue l'operazione in ragione di un interesse personale derivanti da rapporti bancari con l'emittente di quello strumento finanziario. Disciplina che attiene alla trasparenza e correttezza ma che ha dei riflessi sulla stabilità e contenimento dei rischi).

Svantaggio individuabile nel potenziale incremento dei costi.

Per far fronte a questo inconveniente l'**art.5** detta dei doveri di coordinamento delle autorità di vigilanza:

Co.5- *"La BI & 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"*.

Co.5 bis- stipulano un protocollo d'intesa

RIPORTO

1. Poteri regolamentari- art.6. Dettare norme generali e astratte dirette a disciplinare l'esercizio dell'attività di vigilanza (norme non di rango legislativo, bensì, nell'ambito del quadro stabilito dalla legge, norme *regolamentarie di rango secondario*). Potere di emanare **regolamenti**.

Art.6: peculiarità di questa norma sta nell'intenzione del legislatore di dettare con riguardo al potere regolamentario delle regole di ulteriore dettaglio rispetto a quelle dettate dall'art.5 in materia di finalità della vigilanza e ripartizione delle competenze.

Regole di dettaglio il cui fine sarà quella di evitare sovrapposizioni e un incremento ingiustificato degli oneri a capo degli intermediari.

Con riguardo alle **finalità** il **co.01** detta ulteriori finalità:

- **lettera a):** *“Valorizzazione dell’autonomia decisionale dei soggetti abilitati”;*
- **lettera b):** *“Proporzionalità, intesa come criterio di esercizio del potere adeguato al raggiungimento del fine, con il minore sacrificio degli interessi dei destinatari”* - principio del **minimo mezzo**.

Stabilire questi principi lascia trasparire il timore che una materia così regolamentata possa giungere a compromettere l’autonomia decisionale.

Con riguardo alle **ripartizioni delle competenze** il **co.1** (dettagliare: individuare singoli argomenti) - competenze attribuite a B.I.:

- **lettera a):** *“adeguatezza patrimoniale, contenimento del rischio nelle sue diverse configurazioni e partecipazioni detenibili”;*
- **lettera b):** *“modalità di deposito e di sub-deposito degli strumenti finanziari e del denaro di pertinenza della clientela”;*
- **lettera c):** *“le regole prudenziali applicabili agli OCR italiani”* - in attuazione dell’**art. 39 DRAGHI & Regolamento M&F 2015**.
- **lettera c-bis)-** Governance degli intermediari: *“gli obblighi dei soggetti abilitati relativi alla prestazione dei servizi e delle attività di investimento e alla gestione collettiva del risparmio”.*

La competenza in questi quattro ambiti non è soggetta a criteri di gradazione della disciplina in relazione alle esigenze coinvolte.

Con riguardo alle **ripartizioni delle competenze** il **co.2** (dettagliare: individuare singoli argomenti) - competenze attribuite alla Consob:

- **lettera a):** *“trasparenza”;*
- **lettera b):** *“correttezza dei comportamenti”;*
- **lettera b-bis):** *“prestazione dei servizi e delle attività di investimento e gestione collettiva del risparmio”* - procedure di controllo; al **numero 6:** *“gestione dei conflitti”.*

Diversificare la disciplina in relazione alle esigenze degli investitori (inciso **co.2:** *“tenuto conto delle differenti esigenze di tutela degli investitori connesse con la qualità e l’esperienza professionale dei medesimi”*).

Rischierebbe di essere una tutela difettosa per l’investitore comune ed eccessiva per l’investitore professionale; distinzione in ragione del cliente **professionale/ al dettaglio**.

Co.2- bis: avrà ad oggetto la c.d. **competenza concertata** avente ad oggetto quelle materie border-line con riferimento alle quali è necessario un coordinamento tra le autorità di vigilanza.

La competenza di ciascuna autorità può essere esercitata previo coordinamento con la controparte (consenso dell’altra). Non avremo un regolamento congiunto.

Quali sono queste materie?

Con riguardo alla competenza di B.I. sono le materie indicate al **co.1 lettera c-bis, numeri 1), 2), 3), 7), 8):**

- 1- governo societario;**
- 2- sistemi di remunerazione e di incentivazione;**

- 3- continuità dell'attività;**
- 7- responsabilità dell'alta dirigenza;**
- 8- esternalizzazione di funzioni operative essenziali o importanti.**

Con riguardo alla competenza della Consob sono le materie indicate al **co.1 lettera b-bis, numero 6)**:

6- alla gestione dei conflitti di interesse potenzialmente pregiudizievoli per i clienti.

2. Poteri ispettivi, informativi e di indagine- ampiamente oggettivo: **art. 6-bis** "Poteri informativi e di indagine", **6-ter** "Poteri ispettivi", **8** "Doveri di segnalazione"). Accomunati dal fatto di essere strumenti per acquisire i documenti necessari a svolgere l'attività di vigilanza.

Poteri vincolati nei fini: quando può DEVE agire.

Esercitabili oltre che nei confronti del soggetto abilitato, nei confronti del **personale** dei soggetti abilitati- **art.1 co.1 lettera i-ter)**: "*i dipendenti e coloro che comunque operano sulla base di rapporti che ne determinano l'inserimento nell'**organizzazione aziendale**, anche in forma diversa dal rapporto lavoro subordinato*"; nei confronti di **imprese esterne**- esternalizzato funzioni essenziali.

Suddivideremo questi poteri in due ambiti:

- *Poteri delle autorità di vigilanza*, presuppone l'attivazione dell'autorità di vigilanza.
Entreranno in tale categoria:
Art. 6-bis: Potere informativo e di indagine: "*richiedere agli intermediari la comunicazione di dati e notizie e la trasmissione di atti e documenti con le modalità e nei termini dalla stessa stabiliti*".
Crea una netta asimmetria tra i poteri di B.I. e Consob.
Alla Consob sono attribuiti poteri informativi e di indagine sensibilmente più ampi rispetto a quelli di B.I

Ai sensi dei **co.1-2-3** la B.I. ha dei poteri esclusivamente di tipo informativo (non avrà poteri di indagine): *trasmissione di documenti e comunicazione di dati*.

Destinatari di queste richieste saranno: intermediari, personale, soggetti presso i quali siano state esternalizzate funzioni essenziali e il personale di quest'ultimo.

Ai sensi del **co.4** alla Consob (in funzione della tutela degli investitori) saranno attribuiti poteri **soggettivi** (più ampi): estensione dei destinatari del potere informativo (lettera a) co.4: "*chiedere a **chiunque** la comunicazione di dati e notizie e la trasmissione di atti e documento con le modalità e nei termini dalla stessa stabiliti*". Si potrà rivolgere ai clienti, soggetti collegati, ecc; nonché maggiori poteri **oggettivi**: poteri di **indagine- co.5 lettera a-i**: "*procedere a **perquisizioni**, richiedere le **registrazioni** esistenti, richiedere le registrazioni detenute da un operatore di telecomunicazioni, richiedere la comunicazione di dati personali (in deroga alla disciplina sulla privacy), procedere al **sequestro** dei beni*" - **(autorizzazione del procuratore).**

Art 6-ter: Potere ispettivo: *“effettuare ispezioni e richiedere l’esibizione dei documenti e il compimento degli atti ritenuti necessari”*.

B.I. potrà esercitare il potere ispettivo nei confronti dei soggetti abilitati, personale, soggetti presso cui siano state esternalizzate funzioni essenziali.

Consob potrà esercitarlo presso i soggetti che hanno un particolare collegamento con l’intermediario.

Co.2: *“soggetti, diversi da quelli indicati, che abbiano intrattenuto rapporti di natura patrimoniale o professionale con il soggetto abilitato”*.

- *Doveri e sistemi di segnalazione alle autorità di vigilanza*, presuppone una posizione passiva dell’autorità di vigilanza; flussi informativi che prescindono da una richiesta.

L’**art.8** pone degli specifici obblighi di segnalazione ai titolari delle funzioni di *controllo* all’interno degli intermediari (SPA): **collegio sindacale, soggetto incaricato della revisione legale dei conti** (separato dal controllo sulla legalità della gestione), avranno l’obbligo tempestivo di comunicare eventuali irregolarità:

- Obbligo più ampio per il *collegio sindacale* (riguarderà anche la legalità della gestione).
- Obbligo più ristretto per la *società incaricata della revisione legale dei conti*.

A questi doveri affiancheremo i sistemi di segnalazione- **art.4-undecies:** *“i soggetti abilitati adottano procedure specifiche per la segnalazione al proprio interno, da parte del personale, di fatti o fatti che possano costituire violazioni delle norme disciplinati l’attività svolta”*.

Caratteristiche del *modello di segnalazione*:

-Riservatezza.

-Tutela adeguata del soggetto segnalante contro condotte ritorsive.

-Canale **specifico, indipendente, e autonomo.**

3. Potere di intervento- **art.7**

L’art.7 riguarda gli interventi sui *soggetti abilitati* italiani.

Complessivamente, i poteri di intervento sui soggetti abilitati sono un insieme di poteri che si collocano a valle rispetto ai poteri ispettivi e di vigilanza.

Comune presupposto sarà l’esigenza di porre rimedio a situazioni patologiche.

Interventi sui soggetti abilitati suddivisibili in due gruppi:

1. **Moral-suasion:** non impongono atti o comportamenti ma si limitano a indurre la tenuta di certe condotte.

Indicati dal **co.1 art.7: a.** convocare (presso di sé; tenuti a presentarsi all’audizione richiesta dall’autorità di vigilanza) gli amministratori, sindaci, personale; **b.** potere di ordinare ai soggetti competenti di procedere alla **convocazione** degli organi collegiali fissandone l’ordine del giorno: indicare le materie oggetto di discussione; **c.** potere direttamente alla convocazione degli organi collegiali quando gli organi competenti non abbiano ottemperato a quanto previsto nella lettera b.

2. **Coercitivi**: funzione inibitoria, in ragione del principio della libertà imprenditoriale, l'autorità di vigilanza potrà, laddove rinvenga situazioni patologiche, avrà poteri coercitivi di natura inibitoria (impedire l'adozione di dati provvedimenti).

Diverse tipologie di intervento che potranno intaccare:

- **attività, co.1 quater**: la **Consob** (co.1 quater) può adottare provvedimenti inibitori con il fine di imporre l'impossibilità posta in capo ai soggetti abilitati di avvalersi dell'attività professionale di un soggetto ove possa essere di pregiudizio per la *trasparenza e correttezza dei comportamenti*;

co.2: la **BI** può inibire lo svolgimento di un dato servizio all'interno dei servizi a cui l'intermediario è abilitato, avendo riscontrato delle irregolarità (consulenza, collocamento, ecc.) oppure inibire l'attività all'interno di uno specifico servizio, nonché su specifiche operazioni e sulla struttura territoriale.

Potrà altresì vietare la distribuzione degli utili per esigenze di stabilità dell'intermediario, nonché fissare limiti all'importo totale della parte variabile delle remunerazioni nei soggetti abilitati.

- **organizzazione, co.2 bis/ter**: potere di removal, ovverosia, disporre la **revoca** degli esponenti aziendali degli intermediari. Per esponenti aziendali intenderemo coloro ai quali sono demandate funzioni di amministrazione, direzione, controllo.

4. Vigilanza sul gruppo- art.11/12

L'**art.11** dedicato alla composizione del gruppo (fattispecie di gruppo finanziario)- fattispecie.

L'**art.12** atto a stabilire i principi fondamentali in materia di vigilanza dei gruppi finanziari- disciplina.

Qual è il senso di questa disciplina? Il senso è quella di adeguare i poteri di vigilanza al peculiare fenomeno che deriva dall'organizzazione di gruppo: potere **direzione & coordinamento** (Codice civile).

Non si verifica una traslazione del potere gestorio, ma vi è un'impresa definita *capogruppo* che ha, in forza di *vincoli partecipativi* o di altro genere, che determinano la titolarità del potere di controllo su altre società, ha il potere di indirizzare e coordinare l'attività di altre imprese, formalmente *indipendente* (giuridicamente **autonoma**- propri soci e propri debitori) ma economicamente connesse all'organizzazione di gruppo.

La *vigilanza* per essere effettiva deve necessariamente adeguarsi a questa diversa struttura imprenditoriale.

I suddetti articoli rappresentano il completamento della disciplina del TUB in materia di *gruppi bancari*.

Colmare una **lacuna**: assoggettare a vigilanza su base consolidata quei gruppi finanziari che non rientrano nella nozione di gruppo bancario- **art.59/60 TUB**: abbiamo due fattispecie di gruppo bancario:

1. Gruppo *soggettivamente bancario*: a capo del gruppo vi è una **banca** e vi sono società bancarie/ finanziarie controllate. A prescindere dall'attività svolta, che potrebbe anche essere non bancaria, il solo fatto che la capogruppo sia una banca, lo attrae nella nozione di Gruppo del TUB.

2. Gruppo *oggettivamente bancario*: capogruppo sarà una **società finanziaria**, in questo caso, occorre andare a individuare la **prevalenza** delle attività del gruppo che deve essere incentrata sull'attività bancaria.

Entrambe queste fattispecie rientrano nella nozione del TUB che di conseguenza integrano la nozione di gruppo bancario e sono assoggettate alla vigilanza su base consolidata in base al TUB e non al TUF; tuttavia, siffatta nozione non esaurisce tutto il possibile ambito dei gruppi finanziari (attività esercitata **rilevante**: bancaria, servizi di investimento e gestione collettiva del risparmio).

Quale gruppo finanziario rimane fuori?

- Gruppo finanziario che *non abbia una banca come capogruppo*.
- Gruppo che *non ha una banca come capogruppo e non esercita un'attività in via prevalente bancaria*.

Gli articoli (**art.11 & art.12**) colmeranno tale lacuna.

Analizziamo il contenuto:

Art.11: "1. La Banca d'Italia, sentita la Consob:

- a) determina la nozione di gruppo rilevante ai fini della verifica dei requisiti previsti dagli articoli 19, comma 1, lettera h), e 34, comma 1, lettera f);
a-bis) individua le disposizioni di cui al Capo II del presente Titolo applicabili alle società che controllano una Sim o una società di gestione del risparmio, individuate ai sensi della lettera b);
- b) emana disposizioni volte a individuare l'insieme dei soggetti da sottoporre a vigilanza su base consolidata tra quelli esercenti attività bancaria e servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio, nonché altre attività finanziarie o attività connesse e strumentali, come individuate ai sensi dell'articolo 59, comma 1, lettera b) e lettera c), del T.U. bancario".

Demanda la pretesa di individuare la nozione di gruppo a BI.

Diversa proiezione della disciplina su tali fattispecie (ciascuna nozione servirà ad applicare norme diverse) - **principio della relatività della fattispecie rispetto alla disciplina**.

Delinea due fattispecie di gruppo:

a) Gruppo a fini autorizzativi.

La nozione di gruppo è rilevante a quali scopi?

Ai fini della verifica dei requisiti previsti dagli:

- **Art.19, co.1, lettera h:** autorizzazione all'esercizio delle attività da parte delle **SIM-** di competenza della CONSOB. Dettati una serie di requisiti: **lettera h)**, che impone alla Consob, prima di concedere l'autorizzazione, che la struttura del gruppo di cui è parte la società non sia tale da pregiudicare l'effettivo esercizio della vigilanza sulla società- presuppone a monte che sia individuato il perimetro del gruppo, individuabile all'**art.11 lettera a**.
A fini autorizzativi la nozione di gruppo comprende qualsiasi società che sia legata da vincoli di controllo con una SIM/SGR a prescindere dall'attività svolta. Nozione che non ha niente a che fare con l'**art.12**.
Delimitare l'ambito dei soggetti ai quali si può estendere l'indagine della Consob.
- **Art.34, co.1, lettera f:** autorizzazione all'esercizio delle attività da parte delle SGR.

b) Gruppo ai fini della vigilanza: unica nozione di gruppo che si proietta sull'**art.12**. Nozione più ristretta. L'insieme del gruppo è selezionato sulla base del controllo e l'esercizio dell'attività bancaria, servizi di investimento, gestione collettiva del risparmio, e altre attività ad esse connesse/ strumentali.

Perché è più ristretta? Perché la società che esercita attività industriale non viene inglobata, stavolta, rispetto alla lettera a), non viene inglobata nell'attività di controllo?

Perché cambierà il contesto normativo, le esigenze di disciplina, e la nozione di gruppo.

Siffatta nozione completa la nozione di gruppo finanziario.

Art.12: "1. La Banca d'Italia impartisce alla società posta al vertice del gruppo individuato ai sensi dell'articolo 11, comma 1, lettera b), disposizioni riferite al complesso dei soggetti individuati ai sensi del medesimo articolo, aventi ad oggetto le materie dell'articolo 6, comma 1, lettera a), e lettera c-bis), numeri 1), 2), 3), 4) e 6), e comma 1-bis. Ove lo richiedano esigenze di stabilità, la Banca d'Italia può emanare nelle stesse materie disposizioni di carattere particolare

1-bis. In armonia con la disciplina comunitaria, la Banca d'Italia individua le ipotesi di esenzione dall'applicazione delle disposizioni adottate ai sensi del comma 1303.

2. La società capogruppo, nell'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento, emana disposizioni alle singole componenti del gruppo individuato ai sensi dell'articolo 11, comma 1, lettera b), per l'esecuzione delle istruzioni impartite dalla Banca d'Italia. Gli organi amministrativi delle società del gruppo sono tenuti a fornire ogni dato e informazione per l'emanazione delle disposizioni e la necessaria collaborazione per il rispetto delle norme sulla vigilanza consolidata".

Quali sono i principi in materia di adeguamento delle disposizioni sulla vigilanza al fenomeno del gruppo?

Disciplina della vigilanza si adegua alla struttura verticistica del gruppo.

Questa norma farà riferimento al potere **regolamentare** della **BI**.

E la **Consob**? Non avrà ad oggetto poteri regolamentari, perché, l'esigenza di adeguare la struttura al fenomeno del gruppo sarà rilevante dal punto di vista dell'esigenza della **stabilità complessiva & contenimento del rischio**, nonché **sana e prudente gestione** del fenomeno preso ad oggetto.

Viceversa, la vigilanza regolamentare posta in capo alla Consob non ha necessità di essere adeguata al fenomeno del gruppo, perché l'esigenza di **trasparenza e correttezza** (rapporti esterni) sarà indifferente rispetto al fatto che l'intermediario faccia parte o meno ad un gruppo.

Principi di adeguamento:

1. Potere di **vigilanza regolamentare** di B.I. è esercitato con riferimento al *complesso dei soggetti facenti parte del gruppo*. I requisiti patrimoniali saranno valutati su base consolidata.
2. Unico referente della BI (unico destinatario delle disposizioni di BI) è la **capogruppo** (soggetto che detiene il *potere di direzione & coordinamento*).
3. La **capogruppo** ha il potere-dovere di trasmettere le regole di vigilanza all'interno del gruppo e far sì che le stesse siano osservate; corollario: organi amministrativi delle società facenti parti del gruppo hanno uno specifico dovere di **collaborazione** ai fini dell'attuazione delle disposizioni di vigilanza.

3. Poteri di **intervento: art.7, art.7- ter, art.7- quater.**

4. **Vigilanza sui gruppi- art.11 & 12:** modalità trasversale poiché non introduce nuovi poteri di vigilanza, bensì, adegua i poteri di vigilanza esistenti al fenomeno del GRUPPO D'IMPRESA.

Ulteriore aspetto dello statuto speciale: **Accesso all'attività**, non faremo riferimento all'abilitazione, bensì, all'abilitazione in concreto che per effetto di un principio (imposto dalla disciplina europea) che subordina l'accesso al mercato da parte dei soggetti abilitati ad un vaglio di idoneità organizzativa demandato alle autorità di vigilanza: non è un controllo di **merito** (azzerato dalle direttive europee); controllo di **legalità** sulla base dei requisiti stabiliti dalla legge.

L'**accesso al mercato** segue due modelli diversi di controllo delle autorità di vigilanza:

1. Modello *generale*- **autorizzazione all'inizio dell'attività** (intermediari NON UE & italiani): rilascio di un provvedimento (autorizzazione) che impone una preventiva verifica della presenza dei requisiti organizzativi stabiliti dalla legge (art.19 SIM/ art.32 SGR).

2. **Comunicazione di inizio attività** (intermediari UE): autorizzati in un altro Stato dell'UE; infatti, vige il principio del **mutuo-riconoscimento**.

Art.27- imprese di investimento, Art.42 bis- società di gestione UE esonerano l'intermediario al vaglio dell'autorità di vigilanza e subordinano l'inizio dell'attività ad una comunicazione fatta dall'autorità di vigilanza del paese di origine dell'intermediario.

Perché vi sarà tale esenzione? Essendo la disciplina armonizzata in tema di requisiti organizzativi richiesti; quindi, assoggettare al modello autorizzativo un soggetto già autorizzato significherebbe duplicare un controllo.

Approfondiamo il primo modello: **modello autorizzativo**.

1. Autorità di vigilanza competente: **art.19-SIM, art.34-SGR, art.35-SICAV & SICAF**.

L'autorizzazione alla:

- *gestione collettiva del risparmio* è di competenza di **BI** (SGR, SICAV, SICAF).
- *servizi di investimento*, di regola, l'autorità competente è la **Consob**; sicuramente abilitati per i soggetti che sono SIM e imprese di investimento non UE.

Per gli altri soggetti abilitati: *Banche, SGR, intermediari art.106 TUB* sarà competente la **BI**. Perché? Perché l'autorizzazione all'attività principale è rilasciata da BI sentita la Consob.

2. Procedimento autorizzativo: tante discipline quanti sono i *soggetti abilitati*.

Argomenti trasversali:

- **ambito del controllo:** il controllo demandato all'autorità di vigilanza in sede di autorizzazione è un controllo sui requisiti (controllo di legalità).

Controllo di legalità che sarà:

- i. meramente formale
- ii. sostanziale: implichi una valutazione discrezionale sulla presenza o meno di un requisito.

Analizzando l'**art.19** ci rendiamo conto che elencando una serie di requisiti necessari all'accesso all'attività detterà requisiti *meramente formali* (forma SPA, capitale non inferiore a quello determinato da BI), a cui affiancheremo dei requisiti *sostanziali* a contenuto discrezionale (valutazione sul programma di attività- **lettera e**, struttura non sia pregiudizievole- **lettera h**).

Il fatto che il vaglio autorizzativo presupponga requisiti formali e a contenuto discrezionale induce a ritenere che si tratti di un controllo di legalità **sostanziale**.

- **natura dell'autorizzazione:** autorizzazioni all'esercizio dell'attività e non alla costituzione del soggetto società; ovvero, l'autorizzazione ai servizi di investimento e gestione del risparmio non è un'autorizzazione per la costituzione e quindi non deve esser presente in fase costitutiva.

Sarà richiesta da una società esistente ed iscritta nel registro delle imprese.

Eccezione: SICAV & SICAF autorizzazione alla costituzione del soggetto!

- **effetti dell'autorizzazione:** regolati da un principio di **tipicità**- autorizzazioni concesse per singoli servizi.

L'impresa è autorizzata (pur avendo un'abilitazione piena) per i singoli servizi.

La disciplina dell'attività rilevante possiamo distinguere in un:

- nucleo *esterno*- **tutela della correttezza e trasparenza dei comportamenti** e quindi in questo ambito troveremo (il primo segmento) la competenza della CONSOB, il Regolamento intermediari della CONSOB e a monte la MIFID II e il Regolamento 565/2017. Accanto a tali normative avremo norme inerenti al profilo organizzativo aziendale: **Product Governance** (Regole sull'immissione di prodotti finanziari) & **Qualificazione del personale**. Accanto a questi due segmenti abbiamo un terzo segmento rappresentato (contenuto ibrido: aspetti organizzativi e tutela degli obblighi dell'intermediario nei confronti dell'investitore) dalla disciplina del **Conflitto di interessi**.
- nucleo *interno*- Regolamenti della BI, Direttive e Regolamenti europei che stabiliscono i requisiti prudenziali degli intermediari.

Partiamo dalla disciplina **esterna**- riferimenti normativi: DRAGHI- **art.21** (Articolo principale di riferimento) / **art.25**- Regole di comportamento degli intermediari. Argomento di carattere preliminare: **graduazione della tutela dell'investitore** (graduazione sulle regole di trasparenza e correttezza in ragione delle caratteristiche dell'investitore) - **art.6 DRAGHI**. Attuato tramite l'individuazione di diversi tipi di clienti:

- Cliente **professionale**.
- Cliente **al dettaglio**.

Partiamo dall'**art.6-DRAGHI** che avrà ad oggetto "I poteri regolamentari della CONSOB e BI": nel delineare le competenze della CONSOB, al comma 2, inserisce un inciso: "la CONSOB deve disciplinare le materie di trasparenza e correttezza dei comportamenti tenuto conto delle differenti esigenze di tutela degli investitori connessi con la qualità e l'esperienza professionale dei medesimi"- diversificazione della disciplina in relazione al diverso tipo di cliente (**Need of Protection** misurato in relazione alla capacità dell'investitore di comprendere i rischi connessi all'investimento).

Articolo 6 che impone un principio di *diversificazione*: poiché i clienti non sono tutti eguali (clienti professionali in grado di autotutelarsi) e clienti comuni (sprovvisti di tale capacità) allora stabilire una disciplina standard improntata ad un criterio medio di tutela sarebbe l'unica soluzione per stabilire una disciplina unitaria non diversificata creerebbe dei problemi: eccesso di tutela (incremento dei costi) per gli investitori muniti di competenza e esperienza, tuttavia, disciplina standard rischierebbe di

peccare di difetto di tutela per il cliente comune. Di qui, l'**art.6 co.2** stabilisce un principio di **diversificazione**.

Il problema è stato individuato nel modo in cui tale principio è stato attuato. In funzione della linea di demarcazione tra cliente capace & incapace di tutelarsi cambia la risposta dell'ordinamento; se questa linea di demarcazione fosse determinata in modo erroneo il rischio sarebbe quello di inserire clienti che hanno bisogno di tutela in una categoria di clienti caratterizzati da un minor rigore di tutela. Com'è stato attuato tale principio nel nostro ordinamento?

Dopo l'entrata in vigore della DRAGHI, il principio è stato attuato dalla CONSOB all'**art.31 Regolamento intermediari/1998**. Attuato inserendo un concetto che è quello di **operatore qualificato**; la distinzione, infatti, in origine era attuato attribuendo una tutela, quasi azzerata, a chi era inserito in siffatta categoria. Dopo l'attuazione della **MIFID I** (dal 2007), questo modo di attuare il principio di diversificazione è stato modificato. Alla nozione di operatore qualificato è stata sostituita un'altra nozione: **cliente professionale/ al dettaglio/ controparte qualificata**.

Partiamo dall'epoca *pre-MIFID*: **Regolamento CONSOB/ 1998**.

Art.31: operatore qualificato, co.1- DISCIPLINA: quali erano le tutele che venivano meno nel caso in cui ci fosse un operatore qualificato; **co.2-** FATTISPECIE: nozione di operatore qualificato (chi sono).

Co.1- Qual era l'effetto ad essere operatore qualificato? Disapplicava quasi tutta la disciplina a tutela dell'investitore- *principi di diritto contrattuale comune applicati*, non si applicava la normativa speciale stabilita dal TUF (*Regole di trasparenza e correttezza- Obblighi informativi, forma scritta del contratto, Verifica dell'adeguatezza*).

Dinanzi ad una conseguenza, in punto di disciplina, così grave, una persona di comune diligenza cosa si sarebbe aspettato di trovare nella nozione di operatore qualificato-co.2? Una nozione rigida o elastica?

Una nozione **rigida**- disciplina applicabile ai soli investitori effettivamente qualificati per esperienza e competenza.

Leggendo il comma 2, tuttavia, abbiamo una sorpresa- individua due categorie di operatore qualificato:

1. operatori **oggettivamente** qualificati- *imprese operanti professionalmente nei mercati finanziari*: INTERMEDIARI AUTORIZZATI, SGR, SICAV, FONDI PENSIONE, COMPAGNIE DI ASSICURAZIONE.

Se la nozione si fosse fermata qua sarebbe stata un modo di attuare la graduazione delle tutele congruo e adeguato, tuttavia, la nozione non si ferma qua.

2. Operatore **soggettivamente** qualificato- *qualsiasi società/ persona giuridica* (Fondazioni e Associazioni) / *enti pubblici in possesso di una specifica esperienza e competenza in materia di operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante*.

Cliente è inserito in tale nozione non in ragione di una valutazione legislativa, bensì in funzione dei poteri attribuiti al legale rappresentante (Presidente del CDA) - **autodichiarazione**.

Quindi era operatore qualificato non solo la banca, l'impresa di assicurazione, la Sicav, i fondi pensioni, tutte le imprese finanziarie ma anche qualsiasi società o persona giuridica il cui legale rappresentante dichiara all'intermediario di avere le competenze

e le conoscenze in materia di operazioni su strumenti finanziari. Bastava questa autodichiarazione per ricadere nella nozione di operatore qualificato perdendo così ogni tutela, venivano disapplicate le regole sulla forma dei contratti, sull'adeguatezza, il conflitto di interessi, gli obblighi informativi.

Praticamente il cliente godeva solo delle regole generali di tutela di diritto comune; quindi, si disapplicava il sistema di protezione del cliente. Questo sistema dell'autodichiarazione ha creato problemi ad imprese e a piccoli enti pubblici, dal '98 fino al 2007. Alcune ipotesi pregiudizievoli si trovano ancora oggi specialmente nell'operatività in derivati, pensate al caso di un cliente, magari una piccola impresa che ha operatività con l'estero e la banca gli suggerisce per sottrarsi al rischio di cambio valuta di acquistare un derivato piuttosto che modificare i prezzi. Il cliente magari non sa neanche cos'è un derivato e dentro il contratto la banca gli fa sottoscrivere una dichiarazione in cui (perdendosi all'interno delle mille pagine del contratto) dichiara di avere competenze ed esperienze così come definite all'art 31. Questi casi che sono stati replicati più volte hanno creato perdite finanziarie enorme a piccole e medie imprese.

Cosa è successo dopo? MIFID I/ 2007: il sistema cambia radicalmente:

- sistema di graduazione delle tutele più *articolato* (prima, aveva un'alternativa secca, essere operatore qualificato o non essere operatore qualificato) con la suddivisione dei clienti in tre categorie a ciascuna delle quali corrisponde un diverso grado di tutela.
 1. **Controparte qualificata** a cui corrisponde la totale *assenza* di tutela.
 2. **Cliente professionale** a cui corrisponde una totale *ridotta*- tutela modulata.
 3. **Cliente al dettaglio** a cui corrisponde una tutela *piena*.

Queste nozioni di *cliente professionale/al dettaglio* integriamo una **lacuna** parlando della *gestione collettiva del risparmio- OCR riservato serbati ad investitori qualificati= cliente professionale, investitore al dettaglio= cliente al dettaglio.*

Partiamo dalla *controparte qualificata- art.6 co.2 quater- DRAGHI*; soggetti che sono oggettivamente qualificati e che sono operanti professionalmente nell'ambito dei mercati finanziari- soggetti per i quali si può presumere competenza ed esperienza nell'ambito dei servizi di investimento.

Analizzando la **lettera d)**, la nozione di controparte qualificata è una nozione che non rileva per tutti i servizi di investimento-*ma soltanto per le seguenti attività: **negoiazione, esecuzione, ricezione e trasmissione di ordini.***

L'assenza di tutela la tollera solo per soggetti oggettivamente qualificati e per servizi meno pericolosi (esecutivi in cui è il cliente che decide).

Per tutti gli altri servizi la distinzione qual è, tra i clienti? Non vi sarà la *controparte qualificata*; l'unica alternativa sarà tra: **cliente professionale & al dettaglio.**

Cliente al dettaglio- **definito come un cliente che non è un cliente professionale** (nozione residuale).

Cliente professionale- Regola di condotta per i servizi decisori: **regola di**

adeguatezza (intermediario deve *verificare la capacità di comprendere i rischi del cliente, capacità del cliente di sopportare i rischi, coerenza con gli obiettivi di investimento*- se si trattasse di assenza di tutela, quando l'intermediario ha dinanzi un cliente professionale dovremmo disapplicare in toto il controllo di adeguatezza; tuttavia, in seguito alla nuova normativa, avremo sempre un controllo, necessario, *ovverosia, coerenza con gli obiettivi di investimento*).

I clienti professionali sono divisi in due categorie a seconda della natura pubblica o privata del cliente:

- **cliente privato: cliente professionale privato- art.6 co.2 quinquies-** individuato dalla CONSOB.

La Consob ha adottato la nozione di cliente professionale privato nell'**Allegato 3 Regolamento intermediari/2018** (riproduzione della MIFID II).

Com'è strutturata questa nozione? La base è individuabile nella prima frase: "Un 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".

Standard (possessione di conoscenze, ecc.) attuato in modo diverso in ragione di due sottocategorie:

i. Clienti professionali di diritto.

Categorie di soggetti che sono considerati ex-lege clienti professionali (esperienza e competenza valutata a priori dalla legge) - standard in funzione di una valutazione astratta fatta dall'ordinamento.

Determinati soggetti che siano automaticamente professionali, ovverosia:

1. Soggetti tenuti ad essere autorizzati per operare nei mercati finanziari- Banche, Imprese di assicurazione, OICR (professionali in ragione dell'attività svolta).

2. Soggetti professionali in ragione delle dimensioni dell'attività- Cosa significa impresa grande? Attivo \geq 20milioni, Fatturato \geq 40 milioni, Patrimonio netto $>$ 2 milioni (superare *almeno* due dei precedenti requisiti).

Obblighi dell'**Allegato 3** gravanti sull'intermediario:

- Obbligo **informativo**: intermediario è tenuto ad informare il cliente delle conseguenze dell'essere cliente professionale di diritto. Ciò per quale ragione? Perché c'è un'altra regola collegata: *il cliente professionale di diritto può chiedere di essere trattato come **cliente al dettaglio**.*

A chi spetta l'onere di chiedere un trattamento di maggior tutela? **Cliente.**

ii. Clienti professionali su richiesta- potrebbe somigliare all'**operatore soggettivamente qualificato** ma come vedremo, non sarà così.

Il cliente professionale su richiesta è un **cliente al dettaglio** che chiede di essere trattato come un **cliente professionale** (chiedere di accedere al regime di minor tutela).

"Gli intermediari possono trattare i clienti diversi da quelli inclusi alla sezione I, che ne facciano espressa richiesta, come clienti professionali, purché siano rispettati i criteri e le procedure menzionati di seguito".

A chi spetta valutare l'esperienza e la competenza di un cliente che richiede di esser trattato come cliente professionale? **Intermediario-** "La disapplicazione di regole di condotta previste per la prestazione dei servizi nei confronti dei clienti non professionali è consentita quando, dopo aver effettuato una valutazione adeguata della competenza, dell'esperienza e delle conoscenze del cliente, l'intermediario possa ragionevolmente ritenere, tenuto conto della natura delle operazioni o dei servizi previsti, che il cliente sia in grado di adottare consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e di comprendere i rischi che assume".

Tra l'altro, questa parte dell'Allegato individua alcune cautele *minime* che l'intermediario deve accertare prima di avallare la richiesta:

- Ordine *sostanziale*: test minimo di competenza-
 1. frequenza media delle operazioni almeno 10 operazioni a trimestre nei quattro trimestri precedenti;
 2. valore del portafoglio non inferiore a 500mila euro;
 3. esperienza pregressa professionale nel settore finanziario per almeno un anno- almeno due dei seguenti requisiti dovranno essere integrati per la qualifica di cliente professionale.
- Ordine *procedurale*:
 1. richiesta scritta del cliente di esser trattato come cliente professionale;
 2. intermediario dovrà avvertire i clienti di quali sono le protezioni e diritti di indennizzo che potrebbe perdere;
 3. cliente devono dichiarare per iscritto di essere a conoscenza di queste conseguenze (documento separato dal contratto- non è possibile che si perda in un contratto).

Prima, nel caso dell'operatore qualificato, il legale rappresentante dichiarava di avere esperienza e competenza, ed era una sorta di dichiarazione di *scienza*.

Qui, è diverso e ce lo dice chiaramente questo Allegato: *negozio giuridico a contenuto applicativo*- cliente al dettaglio non dichiara di essere cliente professionale, perché spetterà all'intermediario l'accettazione.

La conseguenza di tutto ciò quale sarà? Non è comunque consentito presumere che tali clienti possiedano conoscenze ed esperienze comparabili a quelle delle categorie di cui alla **Sezione 1** (*clienti professionali di diritto*).

La differenza è sul modo in cui viene accertata la competenza e l'esperienza.

- **cliente ente pubblico: cliente professionale pubblico- art.6 co.2 sexies-** individuato dal M&F con il **Decreto 236/2011**.

Avremo una distinzione tra:

i. clienti professionali pubblici di diritto- art.2

Il Governo e la Banca d'Italia rientreranno in siffatta categoria.

ii. clienti professionali su richiesta- art.3

Schema che ripercorre quanto visto per i clienti professionali privati su richiesta. Coloro che possono avanzare tale richiesta sono: *Regioni, Comuni, Province autonome di Trento & Bolzano*.

Tuttavia, per fare questa richiesta vi sarà un blocco iniziale: la potranno avanzare soltanto gli enti pubblici con dati requisiti dimensionali e di competenza (soddisfatti **congiuntamente**):

1. Entrate finali, nell'ultimo Rendiconto, superiori a 40milioni di euro.
2. Operazioni sul mercato finanziario, nell'ultimo triennio, del valore nozionale superiore ai 100milioni di euro
3. Presenza in organico di personale addetto alla gestione finanziaria.

Anche qui avremo delle procedure:

- *Sostanziali*: intermediario dovrà eseguire il test di competenza in relazione ad una specifica figura: **responsabile della gestione finanziaria**.
- *Procedurali*:
 1. Comunicazione per iscritto a cui allegare una dichiarazione del responsabile della gestione finanziaria;
 2. Comunicazione delle conseguenze;
 3. Dichiarazione del cliente di esser noto delle conseguenze individuate.

Contenuto delle regole di **correttezza & trasparenza- art. 21 & seguenti DRAGHI**.

Suddivideremo le regole di trasparenza e correttezza in tre segmenti:

1. Regole *di condotta ex-post*: prevedono una serie di regole che vanno ad integrare il rapporto obbligatorio tra intermediario/ investitore.

Faranno parte di questo segmento le regole di condotta in attuazione dei criteri generali dell'art.21 e le regole in materia di contratti all'art.23

2. Regole di condotta *ex-ante*: hanno un contenuto organizzativo (non vanno ad integrare gli obblighi contrattuali) - **Professore DELLA TOMMASINA**.

Faranno parte di questo segmento le regole sulla separazione patrimoniale dell'art.22 e le regole sulla product governance all'art.21 co.2bis/ ter, infine le regole in materia di knowledge competence.

3. Segmento ibrido: disciplina del conflitto di interessi art.21 co.1-bis.

Analizziamo il primo segmento.

Le **regole ex-post** introducono delle regole suppletive che servono a adeguare le regole generali del rapporto obbligatorio alle esigenze di tutela che emergono in relazione a tale ambito.

Quali sono le fonti? A livello di *fonti primarie* faremo riferimento all'**art.21 & art.23**

DRAGHI che stabiliscono dei principi che hanno un loro punto di riferimento che è la disciplina europea: **MIFID II & Regolamento attuativo UE 565/2017**. A valle, troveremo il **Regolamento CONSOB 2018**.

Partiamo dalla DRAGHI.

L'**art.21** si intitola "Criteri generali" e stabilisce al comma 1 una serie di criteri a cui l'intermediario si deve attenere nel rapporto con il cliente. Il comma 1 sarà integrato dall'art.23

Quali sono i principi che attengono alle regole di condotta ex-post che l'art.21 codifica insieme all'art.23?

Sono fondamentalmente quattro- **Lettera a), art.21:**

1. **Principio di diligenza.**
2. **Principio di correttezza.**
3. **Principio di trasparenza.**
4. **Contenuto & Forma del contratto- art.23.**

Questi principi trovano attuazione nel **Regolamento CONSOB** e questa disciplina deve essere integrata con quella europea.

Analizziamo ciascun principio.

Principio di diligenza-principio non tipico del diritto dei mercati finanziari, bensì, assunto nell'ambito del diritto comune delle obbligazioni e dei contratti (diligenza del buon padre di famiglia).

Il principio di diligenza che valenza ha dal punto di vista del diritto delle obbligazioni e dei contratti? Che differenza c'è fra il criterio della diligenza e il principio di

correttezza?

La **diligenza** è un parametro per valutare la corretta attuazione dell'obbligazione; cioè, il parametro della diligenza integra una sorta di modello di azione riferito al singolo caso concreto, quindi, introdurre il parametro della diligenza serve a misurare l'adempimento o l'inadempimento del debitore rispetto ad una obbligazione già dedotta dal contratto. Non avrà la funzione di arricchire il rapporto obbligatorio di ulteriori doveri ed obblighi.

Questa funzione distingue la **diligenza** dalla **correttezza**: la quale non servirà per valutare l'adempimento di un'obbligazione esistente, ma ha la funzione di integrare il rapporto obbligatorio- introdurre ulteriori obblighi di una parte a protezione dell'altra.

Se vogliamo calare questi due principi nella nostra materia, prendiamo in considerazione l'*esecuzione di ordini*.

Qual è la prestazione principale dedotta dal rapporto obbligatorio? Intermediario esegua l'ordine che è stato impartito dal cliente.

Quindi, il parametro di diligenza dove interviene? Per capire se l'ordine sia stato eseguito correttamente.

Il principio di correttezza opera in una dimensione diversa; servirà per integrare l'obbligazione principale dell'intermediario, eseguire l'ordine, come la valutazione di **appropriatezza**.

In cosa consiste il principio di **diligenza-art.21**?

Principio che trova applicazione, nell'ambito dei mercati finanziari, nel principio della **best-execution**, Disciplina europea: **art.27 MIFID II & art.64 & seguenti Regolamento 565**, nel nostro ordinamento questi principi europei sono ripetuti nel **Regolamenti intermediari CONSOB art.46 & seguenti**.

Qual è l'ambito di applicazione?

Circoscritto alle attività e servizi di investimento con valenza **esecutiva**.

Quindi, si applicherà tale principio all'**esecuzione di ordini, ricezione & trasmissioni di ordini**, nonché alla fase esecutiva di **servizi decisori** (gestione individuale).

Perché si applicherà solo ai servizi esecutivi?

Perché la funzione sarà quella di limitare la discrezionalità nell'intermediario non nella decisione dell'investimento (non discrezionalità decisoria- caratterizza i servizi decisori) ma la **discrezionalità tecnico-esecutiva** (sede di esecuzione).

Ricevuto l'ordine cosa dovrà scegliere l'intermediario nella fase esecutiva?

La **sede di esecuzione & i tempi di esecuzione**.

Regola della *best-execution* è disciplinata dall'ordinamento su due livelli:

- **Principio della best-execution**: regola a contenuto *elastico*.

I principi li troviamo nella **MIFID II art.27** (stesse regole le troviamo nel Regolamento intermediari CONSOB che riproduce le regole della MIFID e rinvia al Regolamento UE).

In base alla MIFID la *best-execution* è "Gli Stati membri prescrivono alle imprese di investimento di adottare misure sufficienti per ottenere, allorché eseguono ordini, il miglior risultato possibile per i loro clienti, tenuto conto del prezzo, dei costi, della rapidità e della probabilità di esecuzione e di regolamento, delle dimensioni e della natura dell'ordine o di qualsiasi altra considerazione pertinente ai fini della sua esecuzione. Tuttavia, ogniqualvolta esistano istruzioni specifiche date dal cliente, l'impresa di investimento è tenuta ad eseguire l'ordine seguendo tali istruzioni."

Intermediario deve usare la sua discrezionalità tecnica con un obiettivo: far conseguire al cliente il miglior risultato possibile.

Cosa significa far conseguire al cliente il miglior risultato possibile- PRECISAZIONE?

Sgombrare dal campo un possibile equivoco: l'intermediario non avrà un **dovere di risultato** (utilità promessa è il raggiungimento di un determinato risultato, prescindendo dai mezzi utilizzati. Inadempimento in funzione del mancato conseguimento dell'utilità promessa), ma l'obbligazione rimarrà un'obbligazione di **mezzi** (utilità promessa non è il raggiungimento di un dato risultato, ma sarà l'esecuzione della prestazione secondo un parametro di diligenza. Inadempimento in funzione della mancata diligenza).

Art.27 introduce dei criteri per orientare questo parametro del miglior risultato possibile. Stabilirà tre ordini di limiti:

1. Criteri di **scelta** (eseguire l'ordine, ricevere e trasmetterlo) - indica una serie di fattori che variano in relazione alle circostanze: PREZZO, COSTI, DIMENSIONI, NATURA DELL'ORDINE, RAPIDITA' DI ESECUZIONE. Fattori hanno dei criteri di scelta indicati, altresì, nell'**art.64 Regolamento UE**.

L'art.64 indica dei criteri che devono essere usati dall'intermediario per *ponderare* i diversi fattori.

E sono quattro (criteri per scegliere la prevalenza tra i fattori):

- *Caratteristiche del cliente* (cliente al dettaglio, professionale).
- *Caratteristiche dell'ordine del cliente*.
- *Caratteristiche delle sedi di esecuzione*.
- *Caratteristiche dello strumento finanziario*.

Dovrà scegliere una gerarchia dei vari fattori in funzione dei criteri stabiliti dall'art.64! Qualora l'intermediario avesse dinanzi un **cliente al dettaglio** è la legge stessa che stabilisce il fattore preponderante: **costo dell'operazione**. Infatti, l'**art.27 co.1**: "Quando l'impresa di investimento esegue un ordine per conto di un cliente al dettaglio, il migliore risultato possibile è determinato in termini di corrispettivo totale, che è costituito dal prezzo dello strumento finanziario e dai costi relativi all'esecuzione".

Qui, possiamo fare una considerazione inerente alla distinzione tra cliente al dettaglio & professionale: La best-execution si applicherà a tutti i clienti? Sì.

2. Indicazioni **specifiche** del cliente: "Tuttavia, ogniqualvolta esistano istruzioni specifiche date dal cliente, l'impresa di investimento è tenuta ad eseguire l'ordine seguendo tali istruzioni." Ordine del cliente azzerà la discrezionalità tecnica.

3. Scelta nel caso in cui l'ordine possa essere eseguito in più **sedi di esecuzione**: "Ai fini di conseguire il miglior risultato possibile conformemente al primo comma, qualora vi sia più di una sede concorrente per l'esecuzione di un ordine relativo ad uno strumento finanziario, per valutare e comparare i risultati per il cliente che sarebbero ottenuti eseguendo l'ordine in ciascuna delle sedi di negoziazione, incluse nella strategia di esecuzione degli ordini dell'impresa di investimento, in grado di eseguire tale ordine, sono prese in considerazione le commissioni proprie dell'impresa di investimento e i costi per l'esecuzione dell'ordine in ciascuna delle sedi di esecuzione ammissibili".

L'intermediario nell'uso della discrezionalità tecnica, dinanzi a più sedi di esecuzione, è tenuto a fare una valutazione *comparativa* tra le conseguenze che deriverebbero dall'esecuzione nella sede A piuttosto che nella sede B, e nel farlo dovrà tenere conto delle **commissioni**.

Regola *aurea* che riguarda la best-execution ma che attiene, indirettamente, al conflitto d'interesse- **art.27 co.2**: "Le imprese di investimento non percepiscono

remunerazioni, sconti o benefici non monetari per il fatto di canalizzare gli ordini verso una particolare sede di negoziazione o di esecuzione [...]” - **Divieto di incentivi.**

- **Regole di dettaglio:** a contenuto *procedurale*

La direttiva attua lo standard della best-execution tramite delle regole a contenuto procedimentale.

Infatti il **co.4 art.27 MIFID II** ci dice che il principio della best-execution è attuato tramite l'obbligo dell'intermediario di adottare un documento:

Strategia di esecuzione dell'ordine.

L'intermediario dovrà stabilire *ex-ante*, in relazione al cliente, quelli che saranno i criteri che andrà a privilegiare nella scelta dei diversi fattori determinanti l'individuazione la sede di esecuzione.

La strategia deve: individuare le *sedi di esecuzione* ammissibili, i *fattori* che prenderà in considerazione, i *criteri di scelta*. Questa strategia ha anche una specifica valenza **informativa**, perché dovrà essere approvata dal cliente prima dell'inizio della prestazione dei servizi di investimento. Obbligo, inoltre, di **aggiornamento** almeno annuale della *strategia di esecuzione* (sufficiente la comunicazione di eventuali variazioni al cliente).

Passiamo al secondo principio.

Principio di correttezza- arricchire il rapporto obbligatorio.

La tipica espressione del principio di correttezza sono i c.d. **presidi di appropriatezza & adeguatezza.**

Anche qui andiamo ad individuare le *fonti* di queste regole attuative della correttezza. Avremo gli **art.40 & seguenti Regolamento CONSOB**, a livello europeo avremo i principi della **MIFID II, art.25 co.4** & le regole di dettaglio stabilite dal **Regolamento UE 565/2017 agli art.54 & seguenti.**

Il sistema attuale dei controlli di *suitability* è un sistema tipico della nuova disciplina articolato su più livelli:

1. **Servizi decisori** (gestione individuale & consulenza- intermediario induce l'investimento).

Regola di *suitability* più intensa: **regola di adeguatezza.**

2. **Servizi esecutivi.**

Regola di *suitability* meno intensa: **regola di appropriatezza** (comprendere se il cliente sia consapevole ciò che sta facendo).

3. **Servizi meramente esecutivi** (execution only).

Non applicheremo alcun presidio.

Cosa si intende per servizi meramente esecutivi? La risposta è individuabile all'**art.25 MIFID II & art.43 Regolamento CONSOB/2018.**

La zona franca riguarda solo due servizi di investimento: **esecuzione di ordini per**

conto di clienti & la ricezione/ trasmissione di ordini. Sarà, inoltre, necessario che si tratti di **mera** esecuzione/ricezione.

Il *Regolamento CONSOB* all'**art.43** individua quali siano queste caratteristiche:

i. Esecuzione/ Ricezione per esser mera deve avere un **oggetto specifico-strumenti finanziari NON complessi.**

ii. Il servizio è prestato a iniziativa del cliente/ potenziale cliente.

Ovverosia, per rientrare nella fattispecie **mera**, ad assumere l'iniziativa dovrà essere assunta dal cliente.

In materia di consulenza, l'**art.1 DRAGHI**, rende irrilevante l'*iniziativa*. Invece, per aversi *mera esecuzione/ ricezione* è necessario questo presupposto.

Di difficile dimostrazione, se non in un caso: tramite il trading online.

iii. Il cliente deve essere stato informato che non verrà eseguito alcun controllo di appropriatezza - consapevole della mancanza della tutela ordinaria.

iv. L'intermediario deve aver rispettato gli obblighi in materia di **conflitti di interesse.**

Al ricorrere di queste quattro condizioni la ricezione/trasmissione di ordini diventa mera e quindi consente la disapplicazione di tutto l'impianto di *suitability*.

Cosa si intenda per strumenti finanziari NON complessi?

L'**art.43 lettera a)** indica alcune categorie di strumenti finanziari ritenuti *ex-lege* non complessi; tuttavia, nell'ultima lettera dell'elenco fa rinvio ad una definizione contenuta nel **Regolamento UE 565/2017 art.57** (definizione *aperta* che consente di individuare altri strumenti finanziari non complessi).

Gli strumenti finanziari non complessi **tipici** sono quelli dal numero 1 al numero 5 della **lettera a, art.43 Regolamento CONSOB:**

- Azioni quotate in un mercato regolamentato/ sistema multilaterali di negoziazione.
- Obbligazioni ammessi alla quotazione.
- Strumenti del mercato monetario.
- Azioni o quote di **OCVM**. Perché sono paragonate alle azioni/ obbligazioni?
Diritto di rimborso con scadenza quindicennale.

Strumenti finanziariamente tipici che hanno come caratteristica comune l'esistenza di concrete possibilità di **smobilizzo** dell'investimento.

Gli strumenti finanziari non complessi **atipici** indicati dal numero 6- **Regolamento UE art.57** individua una serie di criteri:

- NON deve essere un *derivato*- **lettera a).**
- Esistono frequenti opportunità di cedere/riscattare lo strumento a prezzi pubblici- **lettera b).**
- Non implica per il cliente *passività* che possono superare il capitale investito- **lettera c).**
- Non contengono clausole *complesse/atipiche* (es. obbligazioni convertibili) che possano modificare il rischio insito allo strumento finanziario- **lettera d).**

Al ricorrere di queste condizioni, l'ordinamento permette una sorta di libertà di azione- NON applicheremo alcun presidio.

Profilature **multiple**: profilatura datata, sarà necessario riprofilare il cliente. Dinanzi a tale situazione, l'addetto bancario, dopo un primo questionario che dava risultati

inidonei rispetto all'operazione principale, proponeva nuovi questionari con il fine di raggiungere gli obiettivi necessari per poter eseguire l'operazione.

Queste regole (adeguatezza & appropriatezza) hanno un rilievo di tipo **organizzativo**: censura mossa dalla Consob agli esponenti, violazione del principio di **adeguatezza**- non aver individuato procedure idonee per evitare tale fattispecie- sistemi informatici che bloccassero la *profilatura multipla*.

Analizziamo il contenuto del:

- ➔ **Presidio di adeguatezza**
- ➔ **Presidio di appropriatezza** (frazione del controllo di adeguatezza)

Gli argomenti da affrontare **trasversalmente** sono:

1. **Informazioni** da chiedere al cliente
2. **Conseguenze** del rifiuto di fornire informazioni
3. Ambito del **controllo**
4. Conseguenze dell'**inidoneità**
5. Cliente **professionale**

L'**art.25 Direttiva MIFID co.2** disciplina il presidio di **adeguatezza** (servizi decisori): "l'impresa di investimento ottiene le informazioni necessarie in merito alle conoscenze ed esperienze del cliente o potenziale cliente in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di prodotto o servizio, alla sua situazione finanziaria, tra cui la capacità di tale persona di sostenere perdite e ai suoi obiettivi di investimento, inclusa la sua tolleranza al rischio". Nel caso di **adeguatezza** l'obbligo di richiedere informazioni riguarda tre ambiti (a cui viene esteso il *questionario MIFID*):

1. Conoscenze ed esperienze del cliente o del potenziale.
2. Situazione del cliente dal punto di vista finanziario.
3. Obiettivi di investimento (inclusa la sua tolleranza al rischio).

L'**art.25 Direttiva MIFID co.3** disciplina il presidio di **appropriatezza**: "le imprese di investimento chiedano al cliente o potenziale cliente di fornire informazioni in merito alle conoscenze ed esperienze di tale persona in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di prodotto o servizio proposto o chiesto".

Nel caso di **appropriatezza** (servizi diversi da quelli decisori) l'obbligo di richiedere informazioni sarà più circoscritto perché riguarderà soltanto (se paragonato all'obbligo previsto dall'adeguatezza) la conoscenza e l'esperienza del cliente.

Abbiamo visto che l'**art.21 Draghi lettera b)** declina il principio di **trasparenza** non solo come l'obbligo di fornire informazioni, ma altresì di acquisire informazioni. Prima dell'entrata in vigore della direttiva **MIFID I** l'obbligo di richiedere informazioni era un obbligo generalizzato; oggi, è commisurato al tipo di controllo applicato dall'intermediario: presidio di *adeguatezza/ appropriatezza*.

Il vero problema dell'obbligo di richiedere informazioni è la loro **affidabilità**: somministrato il questionario MIFID, il problema è- l'intermediario potrà fare legittimo affidamento sulle informazioni fornite dal cliente o ha degli obblighi ulteriori?

Il **Regolamento UE 565** prevede un obbligo (a carico dell'intermediario) di adottare misure ragionevoli per assicurare che le informazioni raccolte dal cliente (potenziali) siano **attendibili**.

Alla base deve esserci uno sforzo da parte dell'intermediario per redigere il questionario e sensibilizzare il cliente affinché le informazioni siano attendibili.

Il **co.7/ art.54 Regolamento UE 565** indica quali siano tali misure da adottarsi:

- assicurarsi che i clienti siano consapevoli dell'importanza di fornire informazioni accurate e aggiornate;
- assicurarsi che tutti gli strumenti quali strumenti di profilazione per la valutazione del rischio, strumenti per valutare le conoscenze ed esperienze di un cliente, impiegati nel processo di valutazione, rispondano allo scopo prefisso e siano correttamente concepiti per l'utilizzo con i clienti [dovere organizzativo riferito alle procedure di profilazione della clientela];
- assicurarsi che le domande utilizzate nel processo siano atte ad essere comprese dal cliente, procurino un'immagine appropriata delle esigenze del cliente e veicolino le informazioni necessarie a condurre la valutazione dell'idoneità.

È evidente che si pone a carico dell'intermediario un dovere organizzativo preliminare con il fine che quel processo dia luogo ad informazioni attendibili.

Quando il rapporto tra intermediario/cliente è **continuativo**, ultima parte del **co.7**, l'obbligo dell'intermediario di adottare risorse e procedure idonee a garantire l'attendibilità dell'informazione, si incrementerà.

La disciplina europea prevede una regola a tutela dell'intermediario: **art.55 co.3**. L'intermediario avrà un obbligo di verifica? In linea di principio, NO; ciò che conta è che abbia predisposto idonee procedure per acquisirle e per garantirne l'attendibilità. Adempiuto tale dovere, le informazioni si presuppongono corrette.

Tuttavia, come ogni regola, c'è l'**eccezione: dolo/ colpa grave**- intermediario sappia (avrebbe dovuto conoscere) l'inadeguatezza di una data informazione.

Per **inadeguatezza** si intendono tre cose: *incomplete*, *inesatte* (dichiarazioni erranee), **superate** (non più attuali).

Secondo profilo: Cosa succede laddove il cliente non fornisca l'informazione?

Art.55 Regolamento UE- pone un obbligo in capo all'intermediario: "impresa di investimento non scoraggia il cliente (potenziale) dal fornire le informazioni richieste".

Le conseguenze del rifiuto del cliente saranno diverse nei due ambiti: *servizi decisori (adeguatezza)/ esecutivo (appropriatezza)*:

- nel caso del servizio decisionario vi sarà l'impossibilità di potere fornire il servizio-

art.54 co.8

- nel caso dei servizi esecutivi, la conseguenza sarà diversa, intermediario avrà un obbligo informativo nei confronti del cliente: senza quelle informazioni non potrà eseguire il controllo di appropriatezza (si ridurrà la tutela del cliente).

Terzo profilo: ambito del controllo.

L'ambito del controllo di adeguatezza sarà più ampio rispetto al controllo di appropriatezza.

Nel caso del profilo **adeguatezza** l'intermediario dovrà svolgere tre verifiche con riguardo ai servizi decisori (ambito del controllo articolato in tre momenti):

- capacità di comprendere i rischi;
- capacità di sopportare i rischi (in funzione della propria situazione finanziaria);
- coerenza con gli obiettivi di investimento.

Nel caso del profilo di **appropriatezza** tale controllo si semplificherà:

- capacità di comprendere i rischi (intermediario avrà una funzione di supporto rispetto ad una decisione autonoma del cliente).

Quarto profilo: Cosa succede qualora l'operazione sia ritenuta inadeguata/inappropriata?

Per i **servizi decisori- adeguatezza**, in caso di *inadeguatezza*, avremo il divieto assoluto di eseguire/raccomandare l'operazione; per i **servizi esecutivi-**

appropriatezza l'intermediario, in caso di *inadeguatezza*, potrà eseguire l'operazione previa informazione fornita al cliente circa l'inadeguatezza dell'operazione; cliente che potrà confermare, egualmente, l'esecuzione dell'operazione.

Precisazione in merito ai servizi decisori, con riguardo all'inadeguatezza dell'operazione- **cliente insistente**.

Nell'ambito del servizio di gestione individuale, il problema non si pone: intermediario gestisce il patrimonio; diverso è il caso della **consulenza** (raccomandazione personalizzata e avente un oggetto predeterminato), divieto per l'intermediario di **raccomandare** l'operazione.

Facciamo questa ipotesi: intermediario, nell'ambito di un servizio di consulenza, faccia una verifica di adeguatezza e la ritenga inadeguata; comunica ciò al cliente che insiste sull'esecuzione dell'operazione (se non lo fai tu lo farà qualcun altro). L'intermediario non raccomanda e sconsiglia l'operazione, saremo al di fuori della fattispecie consulenza, per entrare **nell'esecuzione di ordini**. Allora, applicheremo il presidio dell'**appropriatezza**: e quindi dovrà soltanto verificare che il cliente sia in grado di comprenderne i rischi.

Quinto profilo: cliente professionale- Come si applicano il controllo di *appropriatezza/ adeguatezza*.

Art.54 co.3 Regolamento UE 565/2017- Chi è il cliente professionale? Colui che possiede conoscenza ed esperienza in materia di investimento in strumenti finanziari e la capacità necessaria per comprenderne i rischi; qualità accertata *ex-lege* per il cliente professionale di **diritto**, viceversa, dovrà essere accertata dall'*ordinamento* per il cliente professionale **su richiesta**.

Il presidio di **appropriatezza** si applicherà? NO, perché avverrà già un accertamento ex-ante. NON applicheremo il presidio dell'**appropriatezza**.

Il presidio dell'**adeguatezza** si applicherà? Come noto, si articolerà su tre livelli:

coerenza con gli obiettivi di investimento, capacità di sopportare i rischi, capacità di comprendere i rischi.

Non si disattiverà, bensì, si ridurrà d'intensità: verrà meno la capacità di comprendere i rischi (analogo all'*appropriatezza*) - salterà il primo livello di controllo. Quanto ai successivi, la norma farà un'ulteriore distinzione, nell'ambito della **consulenza**, tra:

- clienti professionali di **diritto** (impresa operanti nel settore finanziario, grandi imprese industriali): fornito il servizio di **consulenza**, si supporrà capace di comprendere i rischi (rimarranno intatte capacità di sopportare i rischi & coerenza con gli obiettivi di investimento);
- clienti professionali **su richiesta**: l'unico presidio sarà la coerenza con gli obiettivi di investimento.

Essenza **minima** della verifica di **adeguatezza** sarà: **coerenza con gli obiettivi di investimento**.

Proseguiamo sulle regole **ex-post** di trasparenza & correttezza; a questo segmento appartengono il principio di **diligenza** (best execution), il principio di **correttezza** (regole di adeguatezza e appropriatezza).
Ci resta di affrontare il principio di trasparenza e le regole sui contratti.
Passiamo al terzo principio.

Principio di trasparenza- Principio stabilito all'**art. 21 co.1** precisato nelle successive:

lettera b) - Obblighi informativi (insieme di obblighi accessori rispetto alla prestazione principale diretti a supportare il cliente dal punto di vista informativo per rimediare l'asimmetria informativa che caratterizza il cliente e l'intermediario. Attua il principio di trasparenza stabilendo degli obblighi informativi in due direzioni: acquisire di acquisire le informazioni necessarie dai clienti & l'obbligo di operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati.

Per i **servizi decisori** l'intermediario dovrà acquisire informazioni quali:

Per i **servizi esecutivi** (ma non *execution only*): conoscenza ed esperienza.

Nell'**execution only** non dovrà acquisire alcuna informazione.

lettera c) - Modalità dell'informazione (criteri). Informazione deve essere **corretta, chiara e non fuorviante**.

Questi principi delle Draghi trovano attuazione nell'ambito della disciplina italiana secondaria: **Regolamento CONSOB Intermediari** agli articoli **36 & seguenti** (disciplina in autonoma perché rinvia al **Regolamento UE 565/2017**).

Disciplina degli *obblighi informativa* contenuta agli **art. 24 MIFID II, art.44 & seguenti Regolamento UE**.

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

Gli obblighi informativi sia nel suo contenuto sia con riguarda alla loro forma (criteri di comunicazione) sono orientati su un obiettivo: far sì che il cliente possa prendere decisioni **consapevoli**. Obblighi informativi che si applicano a tutti i clienti siano essi clienti al **dettaglio** che **professionali**.

Le regole attuative di questo standard sono declinate su tre diversi aspetti (soprattutto dal Regolamento UE 565/2017):

1. Criteri dell'informazione- Cosa si intende per informazione chiara, corretta, e non fuorviante?

A questo riguardo l'**art.24 co.3 MIFID** ribadisce il principio secondo cui le informazioni debbano essere *chiare, corrette e non fuorvianti*. L'**art.44 del Regolamento** attua il parametro declinato precedente- "Requisiti relativi a informazioni corrette, chiare, e non fuorvianti".

Al **co.1 art.44** viene individuata la clientela alla quale ci si rivolge: *globalità della clientela*.

L'**art.44** individua due criteri:

- Criteri **generali** (si applicano a qualunque tipo di informazione fornita) - **co.2 art.44**
Il **comma 2** individua un elenco di requisiti:
 - a. Informazione **corretta** (deve essere completa e tener conto di tutte le circostanze)
Lettera **b)**: "Le informazioni sono **accurate** e forniscono sempre un'indicazione corretta e in evidenza dei **rischi** quando

menzionano potenziali **benefici** di un servizio di investimento o di uno strumento finanziario”.

Lettera c): “Nell’indicazione dei rischi le informazioni utilizzano un carattere di dimensioni almeno uguali alle dimensioni prevalenti del carattere utilizzato per tutte le informazioni fornite nonché una disposizione grafica che assicuri che tale indicazione sia messa in evidenza”-

b. Informazione **chiara**

Lettera d): “Le informazioni sono sufficienti e presentate in modo da risultare con ogni probabilità comprensibili per il componente medio del gruppo al quale sono dirette o al quale saranno probabilmente ricevute”.

È necessario sottolineare come il Regolamento UE adotti un criterio **medio- cliente medio**: occorre prendere come riferimento il cliente medio di un **gruppo determinato**, ovverosia, di un cliente appartenente al mercato di riferimento (valutazione sui destinatari diretti, ma anche sui potenziali clienti verso i quali lo strumento potrebbe circolare).

c. Informazione **non fuorviante**

Lettera e): “Le informazioni non mascherano, minimizzano od oscurano elementi, dichiarazioni, o avvertenze importanti”.

- Criteri **specifici** (presi in considerazione alcuni casi ritenuti particolarmente pericolosi sotto il punto di vista della correttezza e della chiarezza) - **co.3 & seguenti art.44**

Il **comma 3** individuerà uno specifico caso: *informazione comparativa*.

Stabilirà dei criteri ad-hoc:

- a) Il raffronto è significativo ed è presentato in modo corretto ed equilibrato;
- b) le fonti di informazione utilizzate per il raffronto sono specificate;
- c) i fatti e le ipotesi principali utilizzati per il raffronto sono indicati.

Il **comma 4** individuerà la casistica in cui: *informazioni che contengono un’indicazione dei risultati passati*. Stabilirà dei criteri ad-hoc:

“a) tale indicazione non costituisce l’elemento più evidente della comunicazione;

b) le informazioni devono fornire dati appropriati sui risultati riguardanti i 5 anni precedenti o, laddove inferiore a 5 anni, l’intero periodo durante il quale lo strumento finanziario è stato offerto, l’indice finanziario utilizzato o il servizio di investimento fornito oppure riguardanti un periodo più lungo deciso dall’impresa; in ogni caso tali dati sono basati su periodi completi di 12 mesi;

c) il periodo di riferimento e la fonte delle informazioni sono indicati chiaramente;

d) le informazioni contengono un avviso evidente che i dati si riferiscono al passato e che i risultati passati non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri;

e) quando l’indicazione si basa su dati espressi in una valuta diversa da quella dello Stato membro nel quale il cliente al dettaglio o il potenziale cliente al dettaglio è residente, le informazioni indicano chiaramente di che valuta si tratta e avvertono che il rendimento può crescere o diminuire a seguito di oscillazioni del cambio;

f) quando l’indicazione è basata sui risultati lordi, è indicato l’effetto delle commissioni, degli onorari o degli altri oneri”.

Il **comma 5** individuerà taluna fattispecie: *informazioni che faranno riferimento a simulazione di risultati passati*.

Il **comma 6** conterrà: *informazioni aventi ad oggetto risultati futuri*.

2. **Oggetto dell'informazione**- Qual è il perimetro oggettivo degli obblighi informativi che fanno carico all'intermediario?

Mifid II art.24 co.4: "Ai clienti o potenziali clienti sono fornite tempestivamente informazioni appropriate sull'impresa di investimento e i relativi servizi, gli strumenti finanziari e le strategie di investimento proposte, le sedi di esecuzione e tutti i costi e oneri relativi".

Ciascuno di questi ambiti (oggetti dell'informazione) ha una sua specifica regola attuativa in una o più disposizioni del **Regolamento**: le informazioni sulle imprese di investimento e suoi servizi sono dettagliate all'**art.47**, le informazioni sul costo e oneri all'**art.50**, le informazioni sulla classificazione dei clienti all'**art.45**, le informazioni sulle sedi di negoziazione all'**art.64** in materia di *best execution*, le informazioni riguardanti gli strumenti finanziari e le strategie di investimento all'**art.48**.

Qual è l'oggetto principale dell'informazione dovuta al cliente?

Informazione sugli strumenti finanziari e strategie di investimento.

La MIFID II all'**art.24** stabilisce: "le informazioni sugli strumenti finanziari e sulle strategie di investimento proposte devono comprendere opportuni orientamenti e avvertenze sui rischi associati agli investimenti relativi a tali strumenti finanziari o a determinate strategie di investimento, e l'indicazione se gli strumenti finanziari siano destinati alla clientela al dettaglio o alla clientela professionale, tenendo conto del mercato di riferimento di cui al paragrafo 2"- stabilito a monte nella fase di produzione/ distribuzione del prodotto (regole di **product governance**).

L'**art.48** stabilisce l'obbligo di fornire al cliente una descrizione generale della natura e dei rischi degli strumenti finanziari; quindi, il principio dell'obbligo informativo sugli SF si traduce nel fornire al cliente questa descrizione (descrizione **generale**- deve essere omnicomprensiva ed esaustiva) e dovrà avere ad oggetto due aspetti dello SF: la **natura & i rischi**.

Obbligo che deve essere parametrato al tipo di cliente che avremo dinanzi- **art.48 co.1:** "Le imprese di investimento forniscono ai clienti o potenziali clienti, in tempo utile prima di prestare loro i servizi di investimento o servizi accessori, una descrizione generale della natura e dei rischi degli strumenti finanziari, tenendo conto, in particolare, della classificazione del cliente come cliente al dettaglio, cliente professionale o controparte qualificata. Tale descrizione spiega le caratteristiche del tipo specifico di strumento interessato, il funzionamento e i risultati dello strumento finanziario in varie condizioni di mercato, sia positive che negative, e i rischi propri a tale tipo di strumento, in modo sufficientemente dettagliato da consentire al cliente di adottare decisioni di investimento informate".

Obbligo informativo a contenuto **elastico** in rapporto alla tipologia del cliente.

Come detto, la descrizione generale dovrà avere ad oggetto due aspetti:

- **Natura** dello SF: tipologia di SF, il funzionamento, e risultati nelle varie condizioni di mercato.
- **Rischi** connessi al tipo di strumento: occorre una descrizione che sia *sufficientemente* dettagliata in modo da consentire al cliente di adottare decisioni di investimento **informate**.

Ulteriormente precisata per quel che riguarda i rischi.

Quali sono i rischi che l'intermediario dovrà necessariamente inserire nella comunicazione che fornisce al cliente? **Art.48 co.2:** "La descrizione dei rischi di cui al paragrafo 1 include, laddove pertinente per il tipo specifico di strumento interessato e lo status e il livello di conoscenza del cliente, i seguenti elementi:

- a) i rischi connessi al tipo di strumento finanziario, compresa una spiegazione dell'effetto leva e della sua incidenza e del rischio di perdita totale dell'investimento, inclusi i rischi associati all'insolvenza dell'emittente o a eventi connessi come il salvataggio con risorse interne (bail-in);
- b) la **volatilità** del prezzo degli strumenti ed eventuali limiti del mercato disponibile per essi;

c) informazioni sugli **ostacoli o le limitazioni al disinvestimento**, per esempio nel caso di strumenti finanziari illiquidi o strumenti finanziari con investimento a termine fisso, inclusa una presentazione dei possibili metodi di uscita e delle conseguenze di tale uscita, degli eventuali vincoli e dell'arco temporale stimato per la vendita degli strumenti finanziari prima di poter recuperare i costi iniziali dell'operazione in tale tipologia di strumenti finanziari;

d) il fatto che un **investitore potrebbe assumersi, a seguito di operazioni su tali strumenti, impegni finanziari e altre obbligazioni aggiuntive**, comprese eventuali passività potenziali, oltre al costo di acquisto degli strumenti;

e) eventuali requisiti di margine od obbligazioni analoghe applicabili a strumenti di tale tipo” - rischi che coincidono con un'altra elencazione: **strumento finanziario NON complesso**- tale per due ragioni: o se rientra nelle categorie tipiche stabilite nel Regolamento oppure se ha le caratteristiche dell'**art.55 Regolamento**, ovvero: non deve essere un derivato, deve essere liquido (facilmente liquidabile), le perdite non devono superare il capitale investito.

Elementi che coincidono con l'elencazione dello SF *non complesso*.

Centro del rischio dello SF è vista in funzione dell'evoluzione dello strumento e della sua natura liquida o illiquida.

Criteri specifici.

Co.3 che prima della MIFID è stato oggetto di un rilevante contenzioso tra cliente e intermediario; caso in cui lo strumento negoziato tra l'intermediario e il cliente fosse oggetto di un'offerta al pubblico che presupporrà l'obbligo di redigere un **prospetto informativo**. In molti casi, dinanzi ad uno SF oggetto di un'offerta al pubblico, alcuni intermediari sottoscrittori li rivendessero ai clienti (al di fuori dell'offerta al pubblico). Interrogativo: intermediario che negozia uno strumento che parallelamente è oggetto di un'offerta al pubblico, è tenuto a fornire il prospetto informativo?

La risposta parrebbe essere negativa in quanto il prospetto rileva solo nell'ambito della disciplina dell'offerta al pubblico- intermediario effettua una negoziazione posta al di fuori dell'offerta al pubblico.

Oggi, il comma 3 risolve questo problema: “Quando fornisce ad un cliente al dettaglio o potenziale cliente al dettaglio informazioni in merito ad uno strumento finanziario oggetto di un'offerta corrente al pubblico ed in relazione a tale offerta è stato pubblicato un prospetto conformemente alla direttiva 2003/71/CE, l'impresa di investimento **comunica ai clienti o potenziali clienti, in tempo utile prima di prestare loro i servizi di investimento o servizi accessori, dove tale prospetto è a disposizione del pubblico**” - non è necessaria la consegna. Norma che non si applica al *cliente professionale*.

Co. 5 strumenti finanziari che contemplano una garanzia o un meccanismo di protezione del capitale.

Caso verificatosi con riferimento all'emissione di obbligazioni della Cirio- rimborso garantito da una società terza facente parte del gruppo.

Il co.5 analizza tale fattispecie (garanzia di un terzo- obbligo informativo esteso anche a chi ha fornito la garanzia): “In caso di strumenti finanziari che contemplano una garanzia o un meccanismo di protezione del capitale, l'impresa di investimento fornisce al cliente o potenziale cliente informazioni sull'ambito di applicazione e sulla natura di tale garanzia o meccanismo di protezione del capitale. Quando la garanzia è fornita da un terzo, le informazioni includono dettagli sufficienti sul garante e sulla garanzia, affinché il cliente o potenziale cliente possa compiere una valutazione corretta della garanzia”.

In materia di **consulenza** gli obblighi informativi saranno maggiori- **art.25 bis DRAGHI**: *consulenza dipendente/ indipendente*.

3. Tempi e modalità dell'esecuzione dell'obbligo informativo- Quando e con quale forma deve essere reso l'obbligo informativo?

Art.46 prevede 3 fasi dell'informazione-TEMPI:

Prima fase- comma 1: “Le imprese di investimento forniscono al cliente o potenziale cliente, in tempo utile prima che questi sia vincolato da un accordo per la prestazione di servizi di investimento o servizi accessori o prima della prestazione di tali servizi, qualora sia precedente, le seguenti informazioni:

a) i termini dell'accordo;

b) le informazioni di cui all'articolo 47 riguardanti l'accordo o i servizi di investimento o servizi accessori”.

Informazione preliminare/ precontrattuale (fase precedente la stipula del contratto quadro di investimento)
- in questa fase l'intermediario deve fornire due informazioni:

- 1- Documento di sintesi delle informazioni
- 2- Informazioni sulle imprese, sull'oggetto e i servizi.

Seconda fase- comma 2: “Le imprese di investimento forniscono le informazioni di cui agli articoli da 47 a 50 ai clienti o potenziali clienti in tempo utile prima di prestare loro i servizi di investimento o servizi accessori”.

Informazione preventiva rispetto all'inizio del servizio di investimento (fornite anche successivamente la firma del contratto di investimento, ma non dopo l'esecuzione della prima operazione)

Terza fase- comma 3: informazione successiva (fornite nel corso della prestazione del servizio).

Fase, nel nostro Paese, meno presidiata: prima della MIFID I, il sistema del Diritto dei MF prevedeva obbliga di informazioni del cliente dopo l'inizio della prestazione solo nei casi di rapporto **continuativo** e quindi nel caso di **gestione individuale** (cliente dà mandato di gestire il patrimonio).

Successivamente, all'**art.46 co.4** verrà previsto un obbligo: “Le imprese di investimento notificano al cliente in tempo utile qualsiasi modifica rilevante delle informazioni fornite a norma degli articoli da 47 a 50 che è d'interesse per un servizio che l'impresa gli presta. La notifica è fatta su un supporto durevole se le informazioni alle quali si riferisce sono fornite su un supporto durevole”.

Qual è la forma con cui devono essere fornite queste informazioni?

La forma deve essere il c.d. **supporto duraturo**, ovvero, la *carta* ovvero le *comunicazioni elettroniche*.

È possibile utilizzare un supporto diverso da quello cartaceo ad una serie di condizioni:

1. Fornitura sia **appropriata** per il contesto in cui si svolge il rapporto tra intermediario e cliente, ovvero, la comunicazione elettronica sarà appropriata allorché vi è la prova che il cliente abbia accesso regolare ad internet, ovvero, vi sia l'esistenza dell'indirizzo di posta elettronica.
2. Al cliente sia data la possibilità di **scegliere**.

Ultima disciplina di regole ex-post di condotta contenuta all'**art.23 della Draghi- “I Contratti”** (art.58 Regolamento UE 565/2017).

Faremo riferimento all'**art.58 Regolamento UE** la quale stabilisce con riguardo ai contratti (rapporto obbligatorio intermediario/ cliente) tre regole:

1. **Contenuto** dei contratti: rapporto tra intermediario/cliente sia formalizzato tramite un **accordo di base** (art.23: “contratto”) che deve stabilire i diritti e gli obblighi essenziali dell'impresa e del cliente. Prima dell'inizio del servizio, in funzione di informativa e documentazione in favore del cliente, il rapporto venga recepito all'interno di un documento definito, come detto, **accordo di base** (accordo **quadro**) che delinea i rispettivi diritti e obblighi.

Il contratto quadro non va confuso con i contratti che intervengono nella fase esecutiva. Il contratto quadro avrà una funzione **normativa** (dettare quali siano le regole del gioco).

Il contenuto **minimo** dell'accordo quadro è stabilito dall'art.58 Regolamento UE (art.23 della Draghi).

2. **Forma** dei contratti: l'**art.23** della Draghi ci dice che il contratto deve avere **forma scritta**; diversamente dall'**art.58** che è più *elastico*, ovvero, ammette un supporto *cartaceo/ durevole* (supporto informatico). Quest'ultima norma prevale rispetto all'art.23!

La funzione della forma scritta è una funzione di documentazione e informazione rispetto all'accordo quadro.

Cosa succede laddove il contratto quadro non sia stipulato con forma scritta?

L'art 58 non prevede alcuna reazione: non trattandosi di un requisito negoziale del contratto, rientra tra le regole di condotta dell'intermediario.

L'art.23 trasforma questa prescrizione sulla forma scritta in una forma negoziale: "In mancanza di forma scritta il contratto è nullo" - **forma ad substantiam** (ai fini della *validità*).

Peculiarità di questa previsione:

- **Ambito di applicazione:** l'art.23 (art.58) stabilisce la forma scritta (supporto durevole) come regola generale ed applicabile a tutti i clienti (professionali e al dettaglio) e tutti i servizi, con una eccezione, ovvero, nel caso in cui sia fornita **consulenza** in materia di servizi di investimento, la regola (forma scritta) precedentemente illustrata sarà necessaria allorché la consulenza sia caratterizzata da elementi di **periodicità** (consulenza non *occasionale*).

A quali contratti si applica la forma scritta? Abbiamo due momenti negoziali: *accordo quadro* (contenuto normativo) & *contratti attuativi- ordini di acquisto/vendita di SF* che rappresentano la fase esecutiva dell'accordo quadro ma che avranno la loro rilevanza negoziale.

L'art.23 prescrive la forma scritta e la sanzione per la nullità genericamente per tutti i contratti.

Si applicherà solo all'accordo quadro o anche ai contratti attuativi? La risposta è individuabile nell'art.58 il quale prevederà la forma scritta (supporto durevole) solo per l'**accordo di base-**accordo quadro e non riguarderà gli accordi attuativi (contratti a *forma libera*).

Normalmente l'accordo quadro disciplina la modalità con cui vengono impartiti gli ordini (es. si prevede la forma scritta anche per gli ordini con finalità di documentazione, o in alternativa, la forma orale con supporto durevole- impartito l'ordine telefonicamente/ email tuttavia la telefonata deve essere registrata e conservata).

Per gli **ordini** la loro fonte sarà nell'**accordo quadro-** forme **convenzionali** (sono le parti che hanno stabilito una certa forma).

E qui si pone un primo problema: La forma convenzionale stabilita dall'accordo quadro che rilevanza ha? Se l'ordine di acquisto non è impartito secondo la forma stabilita dall'accordo quadro qual è la conseguenza?

Forma ad-substantiam: mancanza del requisito di forma determina la **nullità** del contratto.

Forma ad-probationem: mancanza del requisito di forma determinerebbe delle limitazioni alla **prova**.

Andando nel Codice civile troviamo una regola che la *Cassazione* applica alle forme convenzionali nell'ambito dell'accordo quadro, **art.1352 Codice civile:** prevede che, se le parti hanno previsto una forma, e non hanno precisato a quale scopa sia stata determinata, si presuppone sia una forma **ad-substantiam**.
[Orientamento non univoco]

Sintetizzando: forma scritta prevista solo per il contratto quadro. Qualora il contratto quadro non dovesse prevedere una forma per gli ordini, quest'ultimi saranno nella forma libera.

Prevedendo delle forme per gli ordini, si porrà il tema della rilevanza della forma convenzionale: forma ai fini della validità in ragione della presunzione in materia di contratti desunto dal Codice civile.

Orientamento recente: forma ai fini della prova.

- **Disciplina peculiare della nullità.**

Regola della forma scritta chi tutela? Qual è l'interesse tutelato dal requisito della forma?

Tutelerà il **cliente-** forma con funzione protettiva di una parte del contratto.

Funzione protettiva che entra in contrasto con la **disciplina generale della nullità**: disciplina che atta a tutelare interessi *generali*- regole, di conseguenza, che ruotano intorno a questo perno: nullità di interesse generale.

Chi può far valere la nullità in siffatta disciplina? **Chiunque** ne abbia interesse- legittimazione *assoluta*.

Proviamo ad applicare tale disciplina al difetto di forma del contratto quadro: dovremo concludere che questa nullità potrà essere eccepita non solo dal cliente ma anche dall'intermediario; potrebbe, pertanto, essere utilizzata strumentalmente dall'intermediario medesimo, arrecando un danno ingiusto al cliente.

La conseguenza di tutto ciò è individuabile nell'**art.23 co.3**- la disciplina della nullità si adegua alla funzione- **nullità speciale**, funzione protettiva, eccepita solo dal cliente e che pertanto avrà un qualcosa di simile con l'**annullabilità** del Codice civile- eccepita, soltanto dal contraente debole- legittimazione *relativa*.

Questa regola sulla forma ha dato luogo ad alcuni **abusi** dei clienti.

Es. Intermediario e cliente iniziano un servizio di esecuzione di ordini e di negoziazione. Il contratto quadro non è stato stipulato per iscritto, o quantomeno, manchi il documento stipulato (smarrito, ecc.), ciò nonostante, il rapporto si svolge con regolarità. Il cliente per i primi due anni ha notevoli plusvalenze; improvvisamente, arrivano due operazioni che vanno male: cliente, resosi conto che manca l'accordo quadro, fa causa alla banca- in base all'art.23 è nullo l'accordo.

Nullità dichiarata in modo selettivo con riguardo alle sole operazioni che hanno arrecato una perdita al cliente. Uso **selettivo della nullità per difetto di forma**- diretto a selezionare, per trarne vantaggio, le operazioni che sono andate male per farne dichiarare la nullità rispetto a quelle positive.

Attenendoci allo stretto diritto, tale fattispecie è legittima; tuttavia, la giurisprudenza ha tentato di mettere un freno in base a un principio: **correttezza & buona fede**.

In definitiva, il cliente non potrà applicare in modo selettivo la nullità e, in ragione del principio di correttezza e buona fede, la nullità si estenderà a tutte le operazioni eseguite in attuazione dell'accordo quadro, e analogamente, la mancata estensione a tutte le operazioni, comporterà in automatico, la **convalida** del contratto viziato- esecuzione automatica del contratto conoscendone il vizio desunto dal fatto di non aver impugnato per nullità i primi due anni.

Contratto **mono-firma**: cliente documento firmato dalla banca/ banca documento firmato dal cliente.

3. **Rimedi** civilistici a disposizione del cliente nell'ipotesi in cui avvenga una violazione delle regole in merito ai servizi di investimento- **Art.23 co.6**: "Nei giudizi di risarcimento dei danni cagionati al cliente nello svolgimento dei servizi di investimento e di quelli accessori, spetta ai soggetti abilitati l'onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta".

Conseguenze sul piano amministrativo, **sanzioni**.

Ebbene ricordare che il rapporto tra intermediario/ cliente è un rapporto **obbligatorio** con base contrattuale; quindi, il difetto di attuazione delle regole di condotta *ex-post* avrà una rilevanza anche all'interno di questo rapporto. In che modo? Il cliente che azioni può proporre nei confronti dell'intermediario? Potrà avere due distinte rilevanze (violazione delle regole di condotte come):

- Inadempimento dell'obbligo degli intermediari
Azione risarcitoria- art.1218
- Vizio del contratto
Invalidità del contratto

Il rapporto tra questi due tipi di rimedi è molto chiaro: rimedio *generale* è il modello **risarcitorio**; solo in casi eccezionali ricorremo all'**invalidità**.

Partiamo dal rimedio generale: violazione come inadempimento che cagionerà il risarcimento del danno. Best-execution, Obblighi informativi, Obblighi di verifica dell'adeguatezza & appropriatezza → violati i quali

saremo dinanzi ad una fase patologica del rapporto: *inadempimento*. La reazione sarà **l'azione risarcitoria-art.1218** (Modello della responsabilità contrattuale).

Spetterà ai *soggetti abilitati* l'**onere della prova (art.23 co.6-** modificare la ripartizione dell'onere della prova nell'azione risarcitoria in favore del cliente).

Quando il cliente agisce contro l'intermediario dovrà allegare il titolo, l'inadempimento, ma non dovrà provare l'inadempimento perché spetterà al debitore provare di aver agito secondo la diligenza richiesta. Il cliente dovrà provare che l'inadempimento avrà cagionato un **danno** commisurato all'investimento. Oscuro in cosa si distanzi l'art.23 dall'art.1218 come evidenziato precedentemente.

Riparazione commisurata al danno.

Nel secondo modello, violazione come vizio del contratto. La reazione sarà l'invalidità.

(Es. stipuliamo un contratto di acquisto di un bene immobile e questo sarà considerato nullo, la conseguenza sarà la restituzione dell'indebito- venditore restituisce il prezzo/ compratore restituisce l'immobile).

Qualora l'operazione sarà nulla, la conseguenza sarà la **restituzione delle prestazioni**.

Conseguenza che tende a ribaltare sull'intermediario il **rischio di mercato** e ciò giustifica la ragione per la quale per la giurisprudenza la **nullità** si possa invocare solo nei casi previsti dalla legge.

Ci sono dei casi in cui la violazione di alcune specifiche regole di condotte potrebbe determinare un effetto invalidatorio del contratto: violazione degli obblighi informativi nei casi più gravi potrebbe integrare la fattispecie del **dolo negoziale**- controparte induce una parte in errore per effetto di un raggirio su un elemento essenziale del contratto.

Reazione: **nullità** del contratto per dolo.

Allo stesso modo, se l'inadempimento fosse rilevante potrebbe determinare l'**inefficacia sopravvenuta** del contratto- rimedio: **risoluzione per inadempimento** del contratto.

Terzo istituto: conflitto di interessi- fenomeno endemico (elemento intrinseco di difficile rimozione) collegato alla polifunzionalità degli intermediari- **art.21 co.1-bis** prevede due obblighi a carico degli intermediari:

- **lettera a) & lettera b):** adottare ogni misura idonea per individuare i potenziali conflitti di interessi preventivamente, nonché per gestire tali conflitti in modo tale che non arrechino pregiudizio ai clienti- regola **organizzativa ex-ante**:
 "a) adottano ogni misura idonea a identificare e prevenire o gestire i conflitti di interesse che potrebbero insorgere tra tali soggetti, inclusi i dirigenti, i dipendenti e gli agenti collegati o le persone direttamente o indirettamente connesse e i loro clienti o tra due clienti al momento della prestazione di qualunque servizio di investimento o servizio accessorio o di una combinazione di tali servizi;
 b) mantengono e applicano disposizioni organizzative e amministrative efficaci al fine di adottare tutte le misure ragionevoli volte ad evitare che i conflitti di interesse incidano negativamente sugli interessi dei loro clienti".
- **lettera c):** gli intermediari informano i clienti della natura e delle fonti dei conflitti di interessi- regole di **condotta ex-post**.

L'**art. 21-bis** stabilisce un principio di gerarchia tra questi due modelli desumibili dall'incipit della lettera c): "quando le disposizioni organizzative e amministrative adottate a norma della lettera b) non sono sufficienti ad assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato, informano chiaramente i clienti, prima di agire per loro conto, della natura generale e/o delle fonti dei conflitti di interesse nonché delle misure adottate per mitigare i rischi connessi".

Il modello di regole *ex-post* vale quando risultino inadeguate le regole organizzative **ex-ante**.

È ovvio che questa disciplina trova una sua attuazione nel **Regolamento UE 565/2017** con ben 11 articoli dedicati (**art.33/ art.43**); contenuto altresì nel **Regolamento intermediari** che si limita a riprodurre e rinviare.

Rientrerà tra le competenze **condivise** tra la *Banca d'Italia* & la *Consob*.

Cosa dice il Regolamento UE?

Il Regolamento si dedica al primo modello: **regole ex-ante** (modello organizzativo diretto ad individuare e gestire il conflitto di interessi).

All'**art.34** prevederà il dovere dell'intermediario di redigere un documento: **politica di gestione del conflitto di interessi**; documento che dovrà contenere due aspetti:

1. identificare il conflitto di interessi- autoanalisi per individuare, in relazione all'attività svolta, il potenziale conflitto di interessi, guardando all'intermediario, nonché ai soggetti rilevanti collegati all'intermediario;
2. individuare le misure organizzative idonee a gestire i conflitti di interessi individuati.

L'**art.34** stabilisce anche un principio: Quali sono queste misure organizzative? Qual è l'obiettivo?

L'obiettivo è quello stabilito dal suddetto articolo al **comma 3**: "Le procedure e le misure di cui al paragrafo 2, lettera b), sono volte a garantire che i soggetti rilevanti impegnati in varie attività professionali che implicano un conflitto di interesse del tipo specificato al paragrafo 2, lettera a), svolgano dette attività con un **grado di indipendenza** adeguato alle dimensioni e alle attività dell'impresa di investimento e del gruppo cui essa appartiene e al rischio che siano lesi gli interessi dei clienti".

Il principio di fondo deve essere l'**indipendenza** del soggetto che presta il servizio di investimento rispetto agli altri interessi coinvolti nell'attività dell'intermediario.

Com'è possibile adempiere a ciò? Si suggerisce come misura: **chinese walls**- separazione a contenuto organizzativo, diretta a isolare il flusso informativo tra i diversi comparti di una stessa struttura imprenditoriale. Impresa suddivisa in più comparti: attività bancaria & servizio di investimento- chi svolge servizi di investimento non potrà dipendere da chi presidia l'attività bancaria, e in secondo luogo vengono stabiliti dei blocchi informativi, a livello di sistema informatico, tra i due comparti.

"a) procedure efficaci per impedire o per controllare lo scambio di informazioni tra i soggetti rilevanti impegnati in attività che comportano un rischio di conflitto di interesse, quando lo scambio di tali informazioni può ledere gli interessi di uno o più clienti

b) la vigilanza separata sui soggetti rilevanti le cui principali funzioni implicano l'esercizio di attività per conto di clienti o la prestazione di servizi a clienti con interessi in potenziale conflitto, o che rappresentano in altro modo interessi diversi in potenziale conflitto, ivi compresi quelli dell'impresa

c) eliminazione di ogni legame diretto tra la retribuzione dei soggetti rilevanti che esercitano prevalentemente un'attività e la retribuzione di, o i redditi generati da, altri soggetti rilevanti che esercitano prevalentemente un'altra attività, nel caso in cui possa sorgere un conflitto di interesse in relazione a dette attività".

Qual è il senso delle **muraglie cinesi** e cosa c'entra con il requisito dell'**indipendenza**?

Eleva al massimo livello i benefici dell'*ignoranza*- non conoscenza dell'interesse, perché si dice che l'interesse pur presente in funzione di un dato comparto isolato da un secondo comparto, non sarà trasmissibile, in ragione dei c.d. blocchi informatico/ informativo e di scambio di informazioni.

Nucleo **interno** in materia di stabilità, contenimento del rischio e sana e prudente gestione.

Rispetto alla disciplina esterna in materia di trasparenza e correttezza, occorre fare un cambiamento di prospettiva. Perché mentre la disciplina di cui abbiamo parlato fino ad ora riguarda la tutela degli investitori questo secondo nucleo è funzionale a dettare delle regole organizzative degli intermediari in materia di governance e organizzazione del patrimonio.

In primo luogo, cambierà la disciplina di base (fino ad oggi ci siamo confrontati con regole che andavano ad integrare il rapporto tra cliente-intermediario. Disciplina di base **diritto comune delle obbligazioni e dei contratti**, che la disciplina speciale andava a *derogare e integrare*).

Con riguardo al nucleo **interno** la base di riferimento non è più il *diritto civile*, bensì, **diritto della società per azioni**. Gli *intermediari* sono costituiti secondo il tipo della SPA.

In secondo luogo, il nucleo interno non si colloca più nella prospettiva immediata della tutela dell'investitore e in ragione di ciò la disciplina non sarà graduata in funzione della competenza ed esperienza dell'investitore.

L'articolazione della disciplina si fonda su parametri diversi, ovverosia, in ragione *alle diverse esigenze di stabilità e contenimento del rischio* poste dalla diversità tipologica dell'attività svolta.

Ad esempio: attività di consulenza, ricordiamo che rientra le attività più pericolose in relazione alla trasparenza e correttezza dei comportamenti, tant'è che si applica la regola di adeguatezza.

In funzione della stabilità e contenimento del rischio rientra nella fattispecie meno rigida in quanto non implicherà di per sé l'assunzione di rischi impropri.

Cambierà la base della disciplina, *diritto della società*; nonché, cambierà il parametro per modulare la disciplina, *grado di pericolosità dell'attività per la sana e prudente gestione*, parametro centrale: assunzione di **rischi impropri**.

A tal fine le attività meritevoli di una specifica disciplina al fine della stabilità e contenimento del rischio saranno *collocamento con garanzia, attività di negoziazione* (assunzione di rischi impropri).

La disciplina interna potremo suddividerla in due gruppi di norme:

- **Assetti organizzativi-** *regole sulla governance, disciplina degli assetti proprietari degli esponenti aziendali (art.13 & seguenti DRAGHI)*
- **Assetti patrimoniali-** *disciplina della vigilanza prudenziale-* disciplina di *organizzazione del patrimonio (Direttiva 2034/2019, Regolamento UE 2033/2019)*.
Insieme di regole che costituiscono il punto di riferimento autonomo della disciplina della vigilanza prudenziale delle imprese di investimento.

Partiamo dal primo gruppo di norme.

Ci concentriamo sulla disciplina degli assetti proprietari, vi è tuttavia da tenere conto che tale disciplina è integrata da specifiche regole sulla governance, secondo un modello tratto dalla disciplina bancaria.

Art.13 & seguenti- DRAGHI: principio fondante secondo cui il sistema deve imporre agli intermediari dei requisiti idonei a misurare l'**affidabilità** minima dei soggetti che nell'organizzazione interne degli intermediari hanno il potere di incidere direttamente o indirettamente sulla gestione dell'intermediario.

Nei confronti di chi sono imposti tali requisiti minimi di affidabilità? Imposti in capo a coloro che nell'organizzazione societaria detengono un potere di influire direttamente sulla gestione o in alternativa anche un potere indiretto.

Nella prima categoria, titolari di un potere di gestione diretto, rientrano i c.d. **esponenti aziendali- art.13**. Concetto di esponente aziendale costruito in ragione della funzione detenuta all'interno della compagine

societaria- **co.1:** "I soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso SIM, SGR, SICAV, SICAF devono essere idonei allo svolgimento dell'incarico".

La SPA, a partire dalla riforma del *diritto societario* 2003, nel diritto comune della SPA avremo tre modelli di amministrazione e controllo: **modello tradizionale** (potere gestorio attribuito agli amministratori e il controllo al collegio sindacale), **modello dualistico**- ordinamento tedesco (potere di gestione attribuito al consiglio di gestione e il controllo attribuito al consiglio di sorveglianza, con la particolarità che alcune competenze vengono trasferite al consiglio di sorveglianza- approva il bilancio e nomina e revoca il consiglio di gestione), **modello monistico**- ordinamento anglosassone (amministrazione e controllo concentrata in un unico organo: CDA; tuttavia, le funzioni all'interno del medesimo organo saranno separate. All'interno del CDA avremo un comitato di controllo sulla gestione. Potere di amministrazione attribuito agli amministratori esecutivi e delegati).

Parlando, pertanto, di esponenti aziendali, si comprende la ragione per la quale la norma si affidi alla funzione ricoperta: *amministratori, sindaci, componenti del consiglio di sorveglianza e il consiglio di gestione, componenti del CDA.*

A tutti gli esponenti aziendali sono imposti dei requisiti di **idoneità** rispetto all'assunzione della carica.

Nella seconda categoria, titolari di un potere di gestione indiretto, rientrano gli **azionisti** (detengono il potere di nominare i titolari della funzione gestoria, nonché di revocarli- di qui il potere di influire indirettamente sulla gestione).

Non tutti i soci potranno influire indirettamente sulla gestione; lo saranno soltanto i titolari di una partecipazione avente il **diritto di voto- potere amministrativo.**

Chi sono i titolari del diritto di voto? Titolari del diritto di voto in senso tradizionale- **azionisti & soci**, titolari di una o più azioni che rappresentano una frazione del capitale sociale (minima, uguale e indivisibile).

Ricorderemo che l'**art.2348** consente allo Statuto o a successive modificazioni statutarie di creare **categorie di azioni** fornite di diversi diritti: *azioni senza il diritto di voto, con diritto di voto limitato, ecc.*

Ai fini di questa disciplina prenderemo ad oggetto gli azionisti **muniti dei diritti amministrativi.**

Abbiamo detto che titolari di partecipazioni sono gli azionisti, ma non tutti.

Ma sono solo gli azionisti i titolari di partecipazioni che possono influire sulla gestione?

Titolari di **strumenti finanziari partecipativi- art.2346 ultimo comma:** "in aggiunta alle azioni è possibile che la società emetta strumenti finanziari muniti di diritti patrimoniali o anche diritti amministrativi".

I titolari di strumenti finanziari c.d. partecipativi sono dunque titolari di strumenti simili alle azioni: in funzione dei **diritti patrimoniali**- apporto senza obbligo di restituzione a fronte del diritto di partecipare ai risultati dell'attività- **diritto all'utile**; se hanno **diritti amministrativi** assumono rilievo anche ai nostri fini; e al contempo diversi: non rappresentano una frazione del capitale sociale. Di conseguenza, anche l'assegnazione dello strumento finanziario non è imputato a capitale- non applicheremo la disciplina sull'**effettiva formazione del capitale.** Tant'è che sarà possibile apportare **opere e servizi** (diversamente a quanto previsto per le azioni) e non sarà altresì necessaria la **stima.**

Concetto di partecipazione ancorato su taluni criteri- **art.1-DRAGHI co. 6 bis:** "Per partecipazioni si intendono le azioni, le quote e gli altri strumenti finanziari che attribuiscono diritti amministrativi o comunque quelli previsti dall'articolo **2351**, ultimo comma, del Codice civile".

Quanto ai titolari di una partecipazione, questa disciplina (Disciplina degli assetti proprietari) prevede due distinte regole:

- Partecipazioni **rilevanti- art.14 DRAGHI**
- Partecipazioni **qualificate- art.15 DRAGHI**

Funzione di amministrazione, e controllo degli intermediari- **art.13 DRAGHI**, finalizzato ad imporre dei requisiti suppletivi di idoneità; aggiuntivi rispetto a quelli previsti dal *diritto azionario* per i titolari di **amministrazione e controllo**- gli unici requisiti saranno stabiliti dall' **art.2382**- cause di *ineleggibilità* (privi della capacità di agire, interdetti, falliti).

Per i titolari di funzione di controllo il *diritto comune* presupporrà dei requisiti suppletivi: *requisiti di indipendenza*- **art.2399** che misura l'indipendenza del titolare di funzione di controllo sulla base dell'assenza di legami patrimoniali e assenza di legami familiari.

Requisiti che cambiano nei vari sistemi di amministrazione e controllo:

- Sistema **dualistico** (società non quotate): non contengono il divieto di rapporti di parentela con gli amministratori- consigliere di sorveglianza pur essendo in stretti legami familiari con il componente di gestione.
- Sistema **monistico**: consiglio di amministrazione che dovrà avere gli stessi requisiti di indipendenza per i sindaci.

Requisiti non sufficienti per garantire l'affidabilità minima degli intermediari.

L'**art.13** individua un principio- gli esponenti aziendali devono essere **idonei** a svolgere l'incarico.

Il **principio di idoneità** viene demandato nella sua attuazione ad un **Regolamento 468/1998 del M&F** che ha il compito di individuare siffatti requisiti che è stato superato dagli aggiornamenti apportati all'articolo 13 DRAGHI.

Articolo 13 che prevederà il possesso di alcuni requisiti (previsti dei fattori che il titolare della funzione deve necessariamente possedere per svolgere l'incarico): **Lettera a) co.3-**

Requisiti di **onorabilità**: assenza di condanne passate in giudicato per reati particolarmente gravi.

Requisiti di **professionalità**: misurate in ragione delle pregresse esperienze.

Requisiti di **indipendenza**: indipendenza rispetto ai titolari di partecipazione.

Accanto a questi requisiti, l'articolo 13 individua dei **criteri**.

Che differenza vi è tra criterio di valutazione & requisito? Il criterio presuppone una valutazione connotata da discrezionalità tecnica, mentre, il requisito è un elemento ad accertamento vincolato.

Criteri di **competenza & di adeguata composizione dell'organo**.

Criteri di **correttezza**.

Duplici livelli di idoneità: requisiti & criteri.

Come detto, la disciplina secondaria è rimasta indietro- Regolamento M&F prevederà esclusivamente dei requisiti: *professionalità & onorabilità*. Mancherà la fase attuativa con riguardo ai criteri di idoneità e i requisiti di indipendenza.

Passiamo alla fase attuativa di questi principi di idoneità.

Chi è che valuta l'idoneità? In prima istanza, lo stesso organo a cui appartiene l'esponente aziendale-

principio di autovalutazione. Con riguardo ai componenti del CDA, sarà lo stesso CDA a valutare l'idoneità dei propri componenti.

Cosa succede laddove sia rilevato un difetto di idoneità? Quali sono le conseguenze?

In questo caso, occorre distinguere tra due fasi:

- Inidoneità **originaria**: mancanza originaria dei requisiti dell'art.13 nella fase di inizio dell'attività dell'intermediario, **rilascio dell'autorizzazione**.

Conseguenza: mancando un requisito stabilito dalla legge per il rilascio dell'autorizzazione, avremo il **diniego dell'autorizzazione**.

- Inidoneità **sopravvenuta**: fase autorizzativa gli esponenti aziendali avevano i requisiti, persi successivamente. Nel caso di difetto di idoneità sopravvenuto la conseguenza sarà: **revoca dell'autorizzazione** (?)- conseguenza non proporzionata. In ragione di ciò, la conseguenza sarà la **dichiarazione di decadenza dalla carica**, accertata in primo luogo dall'organo di appartenenza; nel caso di inerzia, dall'autorità di vigilanza, BI/ CONSOB.

Passiamo agli *asseti proprietari*- **art.14 & art.15 DRAGHI**:

- Requisiti dei detentori di partecipazioni **rilevanti, art.14**

Quanto ai requisiti di rilevanza, l'art.14 rinvia alla soglia dell'art.15, ovvero, partecipazioni che superano il 10% dei **diritti di voto**. Per partecipazioni *rilevanti* si intendono partecipazioni che attribuiscono al titolare diritti di voto che superano il 10% della globalità dei diritti di voto.

Criterio essenzialmente *statico*, mentre non si va a vedere il profilo *dinamico* (profilo **circulatorio**).

Inoltre, vi saranno delle partecipazioni che potremo definire *irrilevanti*: azioni **al portatore** nelle SICAV/ SICAF non sono computate nel calcolo totale del 10%- attribuiscono UN diritto di voto a prescindere dal numero di azioni detenute.

Infine, la norma misura la rilevanza delle partecipazioni in relazione ad un dato *quantitativo*; tuttavia, non sarà l'unico dato utile ad evidenziarne la rilevanza.

Lo strumento finanziario potrebbe attribuire un potere rilevante dal punto di vista della gestione che prescinde dall'attribuzione del diritto di voto- **art.2351: nominare un membro del CDA**.

In tale fattispecie, tale partecipazione non sarà presa in considerazione dalla norma in ragione del vincolo al dato quantitativo, prescindendo dal dato *qualitativo*.

Qual è la disciplina delle partecipazioni rilevanti?

Disciplina simile all'art.13. Si stabiliranno dei requisiti di **onorabilità** e si stabiliscono dei criteri di **competenza & correttezza**; attuazione di questi criteri demandata al M&F (**DM 468/1998**, non allineato alla disciplina; stabilisce i soli requisiti di onorabilità).

Cosa succede in mancanza dei requisiti dei titolari delle partecipazioni rilevanti?

Sarà necessario distinguere tra:

- Difetto **originario**: conseguenza eguale agli esponenti aziendali.
- Difetto **sopravvenuto**. A cosa si riferiscono? Si riferiscono alla sola partecipazione eccedente la soglia (10%); conseguenze del difetto applicate alla sola parte della partecipazione eccedente la soglia. Le conseguenze sono due:

- obbligo di **alienazione**. Mentre si trova un acquirente, il legislatore, sospende i diritti *amministrativi* sulla partecipazione eccedente la soglia (diritto di voto sospeso).

Cosa succede se il titolare di partecipazione rilevante intende comunque votare?

Controllo e verifica del presidente dell'assemblea che dovrà inibire il diritto di voto e quindi non conteggiarlo nel calcolo dei quorum deliberativi; tuttavia, potrebbe accadere che il socio voti anche per la parte della partecipazione eccedente.

Quale sarà la conseguenza? Si prevederà l'**impugnabilità della delibera**- delibera *invalida* che sarà **annullabile**- **art.2377** a condizione che il voto sospeso sia stato *determinante* per la sua approvazione.

Chi è che può impugnare la delibera ai sensi dell'art.2377? Soci *assenti, dissenzienti*, muniti di una partecipazione qualificata e in più *amministratori e sindaci*.

Nel caso di delibera assunta all'**unanimità** chi potrà impugnare la delibera? L'ordinamento non prevederà tale evenienza.

In ragione di ciò, impugnazione esperita non solo dai soggetti previsti dall'art.2377 ma anche dalle *autorità di vigilanza* entro 180gg dalla decisione.

- Controllo sulla circolazione di partecipazioni **qualificate, art.15** che prenderà in considerazione l'aspetto *dinamico*: in relazione all'effetto all'atto di cessione e acquisto; misureremo la rilevanza nella fase **circolatoria**. Si avrà partecipazione *rilevante* quando si avrà un effetto **qualificato**: determinare il superamento o la riduzione di una partecipazione esistente rispetto a determinati parametri e sogli.

Quali sono queste soglie?

Acquisto/ perdita del **controllo**; oppure, laddove l'alienazione determini il superamento di certe soglie fisse: **10%, 20%,30%,50%**.

L'unica cosa che rileva ai fini dell'applicazione dell'art.15 è l'effetto circolatorio, non conta il **titolo** (prescinde dal titolo contrattuale).

L'art.15 prevede una disciplina affidata al controllo di BI. Disciplina si fonda su tre regole:

- Obbligo di **comunicazione preventiva**: *lettera di intenti non vincolante, accordo vincolante subordinato al mancato diniego di nulla-osta da parte di BI.*
- BI deve verificare che la circolazione non determini un pericolo per la **sana & prudente gestione** dell'intermediario.
- Obbligo di **comunicazione successiva**.

Cosa succede nel caso di violazione di questa disciplina? Conseguenze medesime rispetto al difetto sopravvenuto per le partecipazioni **rilevanti**.

Seconda parte della disciplina della disciplina interna: **vigilanza prudenziale**.

Nell'ambito delle imprese finanziarie (banche & imprese di investimento) è prevista un'articolata disciplina di organizzazione del patrimonio diretta a far sì che l'impresa detenga costantemente un patrimonio che sia adeguato ai rischi inerenti all'attività. Questa disciplina che rappresenta il cuore della vigilanza prudenziale ha una sua collocazione ad-hoc per le imprese di investimento; come detto, in origine, quando è stata introdotta la nuova disciplina, le SIM (imprese di investimento) erano assoggettate allo stesso set di regole previste per le banche.

In altre parole, il sistema prevedeva una disciplina ad-hoc per le imprese bancarie (in materia di organizzazione del patrimonio) contenuta in fonti comunitarie, e in particolare nella **CRD 2013** e attuata nel dettaglio dalle regole del **CRR-Regolamento 575/2013**.

Questo insieme di regole veniva applicato anche alle imprese di investimento con alcune varianti derivanti da una serie di opzioni previste dal CRR che l'autorità italiana poteva o meno applicare.

Regime derivato da quello delle banche, con tutta una serie di problemi: incertezza normativa, inadeguato.

Oggi la situazione è cambiata a seguito dell'emanazione nel 2019 della **Direttiva IFD/2034-2019 & Regolamento IFR /2033-2019** che hanno stabilito un set di regole di vigilanza prudenziale appositamente dedicato alle *imprese di investimento*.

Premessa che delinea due aspetti:

- impostazione di fondo: presupposto, costante negli anni, il **patrimonio** rappresenta il miglior parametro per misurare la capacità dell'intermediario di far fronte ai rischi propri dell'attività.

Finalità: stabilire dei requisiti supplementari per far sì che la dotazione patrimoniale sia adeguata a far fronte ai rischi (derivanti dall'attività svolta) & dalle perdite.

- ragione della disciplina speciale di organizzazione del patrimonio supplementare alla disciplina del capitale sociale: passo indietro e ricordare il senso e i principi di fondo della **disciplina del capitale sociale**.

Cos'è il capitale nominale? Valore espresso in termini monetari con alcune caratteristiche:

1. Valore *fisso*- *principio di fissità* (determinato nell'**atto costitutivo**).
2. Iscritto nel *passivo* dello SP (per evidenziarne la natura **vincolistica**- vincolo giuridico su una quota del capitale). Vincolare ad una disciplina vigorosa una determinata quota di attivo patrimoniale che eccede i **debiti** (quota di mezzi propri). Principi che esprimono la natura tipica del *capitale sociale*: vincolo giuridico.

La disciplina del capitale sociale si divide in due gruppi di norme:

- **Effettiva** formazione del capitale: regole sull'esecuzione dei conferimenti, regole sulla stima dei conferimenti- acquisire effettivamente una quota di attivo almeno pari alla cifra del capitale emesso.

- **Integrità** del capitale-incideranno non nella fase genetica: costituzione, aumento a pagamento, ma nella fase di *gestione*.

Quali sono questi eventi che potrebbero incidere sull'integrità del capitale?

Perdite (eventi involontari), **Distributed to shareholder** (eventi volontari) - decisione dei soci diretta/indirettamente a distribuire quote di PN a favore degli azionisti; eventi volontari circoscritte entro un dato limite, ovverosia, non sarà

possibile intaccare il capitale sociale & le riserve indisponibili.

Distribuzione indiretta, assoggettata al medesimo limite, **Recesso/ Acquisto di azioni proprie/ Assistenza finanziaria** ammesse nei limiti degli *utili & riserve disponibili*.

Eventi involontari- **perdite** che intaccano il PN e che potrebbero intaccare il capitale. La perdita ridurrà il PN erodendo le riserve ad un valore inferiore al capitale (perdita di capitale).

Perdita grave- convocazione dell'assemblea- **art.2446**, PN scende al di sotto del minimo legale: **ricapitalizza** (nuovi conferimenti) **o liquida/ Perdita rilevante**.

Qual è il senso di questa disciplina?

Il senso è quello di proteggere i **creditori** in via *indiretta*.

Questa disciplina ha la funzione di garantire l'adeguatezza dei mezzi propri rispetto all'attività svolta?

No. Perché la cifra del patrimonio indisponibile vincolata a capitale è decisa dai **soci** nell'atto costitutivo.

Ecco la ragione per la quale è necessario integrare questa normativa.

Vediamo la struttura della disciplina- **Framework europeo** (IFD/IFR).

Framework diretto a stabilire delle regole supplementari: **Art.1 Regolamento IFR**: "Il presente regolamento stabilisce requisiti prudenziali uniformi che si applicano alle imprese di investimento autorizzate e soggette a vigilanza a norma della direttiva 2014/65/UE e soggette a vigilanza ai fini del controllo del rispetto dei requisiti prudenziali a norma della direttiva (UE) 2019/2034 in relazione a quanto segue:

- a) i requisiti di fondi propri relativi a elementi quantificabili, uniformi e standardizzati di rischio per l'impresa, rischio per il cliente e rischio per il mercato;
- b) i requisiti che limitano il rischio di concentrazione;
- c) i requisiti di liquidità relativi a elementi quantificabili, uniformi e standardizzati del rischio di liquidità;
- d) gli obblighi di segnalazione in relazione alle lettere a), b) e c);
- e) gli obblighi di informativa al pubblico".

Affronteremo due aspetti principali:

1. Dotazione patrimoniale minima- capitale minimo previsto per le imprese di investimento (più elevato rispetto al diritto azionario).
2. Requisiti patrimoniali- garantire la stabilità e l'adeguatezza patrimoniale degli intermediari.

Insieme di regole si articola su diversi livelli- necessaria una distinzione tra:

- Imprese di investimento **sistemiche**: SIM sistemiche definite di **classe 1**.
Quali sono le SIM sistemiche?

Saranno indicate nel **Regolamento 575/2013 & art.20 bis Punto 1) della Draghi**: svolgono le attività più rischiose e che presentano dei requisiti dimensionali di particolare rilevanza.

SIM che comportano dei rischi in *proprio*, ovvero, negoziazione per conto proprio & collocamento con garanzia. Al contempo presenteranno requisiti dimensionali, quali:

"2. Le Sim autorizzate ai sensi dell'articolo 19 presentano domanda di autorizzazione ai sensi del comma 1 al più tardi il giorno in cui si verifica uno dei seguenti eventi:

- i) la media delle attività totali mensili della Sim, calcolata su un periodo di dodici mesi consecutivi, è pari o superiore a 30 miliardi di euro;
- ii) la media delle attività totali mensili della Sim, calcolata su un periodo di dodici mesi consecutivi, è inferiore a 30 miliardi di euro, ma questa fa parte di un gruppo, come individuato dalla Banca d'Italia ai sensi del comma 12, in cui il valore totale delle attività consolidate delle imprese del gruppo che detengono individualmente attività totali inferiori a 30 miliardi di euro e svolgono almeno uno dei servizi di investimento indicati nell'Allegato I, Sezione A, numeri 3) e 6), è pari o superiore a 30 miliardi di euro"

Con riguardo alle SIM sistemiche si prevede la fuoriuscita dal framework di vigilanza prudenziale prevista per le imprese di investimento (IFR & IFD); assoggettate per intero (requisiti/ vigilanza prudenziale) alla **disciplina delle banche**:

1. **Disciplina autorizzativa.**
2. **Autorità di vigilanza- BCE.**
3. **Requisiti prudenziali tratti dal set di regole previste dalle banche.**

- Imprese di investimento NON **sistemiche**: SIM di **classe 1 minus**- Disciplinati dall'IFD & IFR.

La disciplina europea effettua delle distinzioni:

Dotazione patrimoniale minima- art.9 IFD

Abbiamo tre categorie di SIM (Imprese di investimento):

1. SIM che svolgono **collocamento con garanzia & negoziazione per conto proprio**.

Capitale minimo di € **750.000**.

2. SIM che svolgono solamente attività diverse da quelle che comportano rischi in proprio detenendo strumenti finanziari/ denaro di pertinenza dei clienti.

Capitale minimo di € **150.000**.

3. Altre SIM, ovverosia, che svolgono attività diverse da quelle che comportano rischi in proprio senza detenere strumenti finanziari/ denaro di pertinenza dei clienti.

Capitale minimo di € **75.000**.

Requisiti patrimoniali (adeguatezza patrimoniale).

Abbiamo tre livelli di intensità della disciplina prudenziale:

1. **Il a rischio pieno**- rientrano le II che svolgono le attività che comportano rischi in proprio e che hanno attività a livello consolidato superiore ai 15 miliardi (ma inferiore ai 30 miliardi).

Applicheremo il framework dell'II (Impresa di investimento), tuttavia, i requisiti **prudenziali** sono stabiliti per rinvio alla disciplina **bancaria** (CRR & CRD).

Qual è la differenza con le II **sistemiche**? L'assetto della vigilanza rimane quello delle imprese di investimento, e non applicheremo l'assetto di vigilanza previsto per le banche.

Nella nomenclatura adottata dalla **Draghi** vengono definite **SIM di classe 1 minus- art.1 lettera e-ter**).

2. **Il a rischio medio**- sono tutte le altre II diverse da quelle a *rischio pieno* (classe 1 minus) e che non rientrano nella terza categoria (rischio minimo). Il che non svolgono

attività che comportano rischi in proprio e che non presentano requisiti di irrilevanza previsti per la terza categoria.

A questa categoria si applica in pieno la disciplina prudenziale stabilita dall'**IFR (Regolamento UE 2033/2019) & IFD**.

3. Il a rischio minimo- art.12 IFR (Imprese piccole e non interconnesse): ad esse si applica la disciplina dell'IFR & IFD in modo semplificato.

Ad esempio: sono previste regole sul rischio di liquidità, ma non sono previste regole sul rischio di concentrazione; inoltre, i requisiti patrimoniali saranno stabiliti in modo semplificato.

Proviamo a delineare la struttura della disciplina sui requisiti prudenziali- **IFD & IFR**: Raffronto tra due valori patrimoniali (per stabilire una regola di adeguatezza patrimoniale)=

Patrimonio reale- FONDI PROPRI che rappresenta l'insieme degli elementi patrimoniali idonei a far fronte ai rischi tipici dell'attività vs **Valore ideale**: valore minimo che il patrimonio dovrebbe avere per esser idoneo a far fronte ai rischi dell'attività- **Patrimonio ADEGUATO** calcolato in funzione di una serie di regole. Per rispettare la **regola di adeguatezza** è necessario che l'**II, art.9 & art.11 IFR, Fondi propri almeno pari al Patrimonio adeguato (d)**.

Vediamo come vengono determinati questi due valori.

Patrimonio REALE (definito *patrimonio di vigilanza- un tempo, oggi- FONDI PROPRI*).

La composizione e i criteri di formazione dei fondi propri sono stabiliti dall'**art.9 IFR** con un rinvio alla disciplina bancaria che delinea in modo dettagliato la composizione dei fondi propri per le banche.

Le stesse regole, con alcune varianti, valgono per le *imprese di investimento*.

Il concetto di **fondi propri** si regge su un criterio **sostanziale**: insieme degli elementi patrimoniali idonei a far fronte, senza restrizioni, ai rischi e alle perdite dell'attività.

Questo criterio distingue i fondi propri da un concetto che per certi versi si avvicina, ovvero, il concetto di **patrimonio netto**, dato dalla differenza tra le *attività e i debiti*. La differenza sta nel fatto che i **fondi propri** si fondano su questo criterio sostanziale, prescindendo dall'elemento formale- DEBITO.

Siffatto criterio serve a stabilire:

1. L'**ammissibilità** di un elemento a concorrere ai fondi propri.

Da cui le differenze tra *fondi propri & PN*.

Esempio: nel bilancio avremo degli elementi dell'attivo che concorreranno a formare il PN che, tuttavia, verranno dedotti dai fondi proprio- **Immobilizzazioni immateriali**, nonché componenti **illiquide**.

Avremo, altresì, elementi che nel bilancio sono iscritti nei debiti che, tuttavia, sono computate come componente positivi nei fondi propri- **Prestiti irredimibili** (Obbligazioni subordinate irredimibili).

2. Parametro che consente di stabilire la diversa **qualità** degli elementi patrimoniali che concorrono a *fondi propri*.

I fondi propri si dividono in tre componenti:

- **capitale primario di classe 1**: elementi disponibili del PN e che rappresentano gli elementi patrimoniali di qualità più elevata;

- **capitale aggiuntivo di classe 1**: elementi patrimoniali che pur idonei a coprire le perdite sono ritenuti di qualità inferiore rispetto al capitale di classe 1;

- **capitale di classe 2:** rappresenta un grado di qualità ancora più ridotto. La somma dà i FONDI PROPRI.

Patrimonio ADEGUATO- art.11 IFR: “Le imprese di investimento dispongono in ogni momento di fondi propri in conformità dell’articolo 9 equivalenti almeno a D, dove D è definito come il più elevato tra gli elementi seguenti:

- a) il loro requisito relativo alle spese fisse generali calcolato conformemente all’articolo 13;
- b) il loro requisito patrimoniale minimo permanente conforme all’articolo 14; oppure
- c) il loro requisito relativo ai fattori K calcolato conformemente all’articolo 15”.

a) Il requisito delle **spese fisse generali** è stabilito nella misura del **25%** delle spese fisse risultanti dall’anno precedente.
 c) Il requisito del **K-factor** non si applicherà alle II a *rischio minimo* a cui applicheremo soltanto i primi due requisiti. Alle altre SIM di classe 2 applicheremo anche il terzo parametro che rappresenta il metodo più complesso e articolato per definire un valore di adeguatezza.

Come funziona in base all’art.15?

La Legge classifica i rischi dell’attività in tre gruppi:

- **rischio per cliente**, CAPO 2
- **rischio per il mercato**, CAPO 3
- **rischio per l’impresa**, CAPO 4

Ciascuna categoria di rischi è definita nel dettaglio in un capo di questa parte dell’IFR.

Individuati i rischi tipici dell’attività, il Regolamento prevede per ciascuno i criteri per calcolare l’esposizione dell’impresa a quello specifico rischio e un coefficiente, denominato **Key factor**, di copertura del rischio da applicare all’esposizione.

La somma dei *Key factor* determina il valore del **patrimonio adeguato**- metodo per individuare, non in astratto, ma in concreto i valori patrimoniali che servono a coprire i rischi relativi all’attività svolta.

In conclusione, andiamo a vedere i **Requisiti PRUDENZIALI**, divisi in tre categorie:

1. Requisiti **patrimoniali- art.9** prevede dei requisiti che riguardano non solo l’ammontare globale dei fondi propri almeno pari al patrimonio adeguato determinato tra il maggior valore tra il *key factor*, *requisito delle spese*, e *capitale minima*; ma individua anche dei requisiti relativi alla composizione dei fondi propri- **art.9**.

a)
$$\frac{\text{Capitale primario di classe 1}}{D} \geq 56 \%,$$

b)
$$\frac{\text{Capitale primario di classe 1+ capitale aggiuntivo di classe 1}}{D} \geq 75 \%$$

c)
$$\frac{\text{Capitale primario di classe 1+ capitale aggiuntivo di classe 1 + capitale di classe 2}}{D} \geq 100 \%,»$$

2. Regole sul rischio **concentrazione- art. 36 & seguenti IFR**, regole che si applicano alle II afferenti alla classe seconda e non alla terza. Il *rischio di concentrazione* è un fattore di moltiplicazione di altri rischi: esposizione della II verso un gruppo/singolo controparti supera certi limiti; non potrà eccedere il

25% dei fondi propri.

L'**art.37** prevede cosa succede qualora tale soglia sia superata: necessaria una **notifica** all'autorità di vigilanza, nonché calcolare un requisito supplementare a livello patrimoniale (aggravamento dei requisiti patrimoniali-coefficienti di copertura, **K con**).

3. Regole sul rischio **liquidità- art. 43**: "Le imprese di investimento detengono un volume di attività liquide equivalente ad almeno un terzo dei requisiti relativi alle **spese fisse generali** calcolati conformemente all'articolo 13, paragrafo 1"- circa **8%**.