

Storia dell'ordinamento italiano del mercato mobiliare e finanziario (CAPITOLO I)

Vi sono norme principi e norme regole: le prime sono più vaghe e generiche, le seconde sono più dettagliate. Le norme derivano da

- fonti nazionali, interne o domestiche di primo o secondo grado (=regolamenti delle autorità di vigilanza → la Consob o soft law come i codici di autodisciplina - che diventano norme se accettate - delle società quotate in borsa)
- fonti internazionali

Il mercato è un insieme di elementi fattuali e può essere regolamentato quando ha una sua disciplina. Il mercato regolamentato è definito nell'art 1 del TUF come sistema multilaterale gestito e autorizzato. Il mercato non regolamentato (over the counter o disintermediato) non ha intermediari ma è accompagnato da una sorta di regolamentazione perché viene richiesta una disclosure (un'informativa) per tutelare gli investitori e i risparmiatori.

Il mercato finanziario è disciplinato dal D.Lgs. n. 58 del 24/02/1998

Le banche e l'attività bancaria sono disciplinate dal D.Lgs. n. 385 del 01/09/1993

Il mercato finanziario è il luogo d'incontro della domanda e dell'offerta di risorse di tipo finanziario ed è formato da tre comparti: bancario e creditizio (intermediazione nel credito), intermediario/mobiliare, assicurativo (intermediazione del rischio). Conglomerato finanziario quando si opera in tutti e tre i segmenti (es. Unicredit).

Il mercato mobiliare (primario se si offrono nuovi valori mobiliari, secondario se si scambiano valori già emessi) è il mercato finanziario per antonomasia e riguarda le attività che hanno attinenza con il mercato dei capitali, diverse da quelle bancarie e assicurative:

- i servizi di investimento
- la gestione collettiva del risparmio
- la gestione accentrata di strumenti finanziari

All'interno del mercato finanziario avviene lo **scambio** (con assenza di formalismi per agevolare l'agilità e la circolazione veloce) di valori mobiliari con la presenza di **intermediari** (non qualificante perché possono anche mancare) e alto livello di **informazione** e trasparenza per contrappesare l'assenza di formalismi e tutelare la buona fede degli investitori.

Lo scambio è caratterizzato dalla libertà di iniziativa economica (Cost. art. 41)

VALORE MOBILIARE: ogni documento o certificato che direttamente o indirettamente rappresenti diritti in società, associazioni, imprese o enti di qualsiasi tipo, ivi compresi i fondi di investimento italiani o esteri, ogni documento o certificato rappresentativo di un credito o interesse, diritti relativi a beni o proprietà. I valori mobiliari sono quelli destinati alla circolazione: SFP - strumenti finanziari partecipativi (sono quasi equity dal punto di vista dei diritti patrimoniali e amministrativi - 2346 ultimo comma e 2351 ultimo comma), azioni, obbligazioni. Gli SFP vengono spesso utilizzati perché non sono invasivi come le azioni e non permettono di avere voto nell'assemblea generale e vengono anche dati in caso di crisi dell'impresa, normalmente in concordato. I valori mobiliari hanno una nozione che per il legislatore si definisce aperta (senza un elenco) e sono destinati necessariamente alla circolazione.

Fino al '96, il valore mobiliare era l'unico prodotto scambiato su cui vigilava la Consob dal '74, poi fu introdotto lo strumento finanziario e successivamente il prodotto finanziario.

Art 1 TUF → sono prodotti finanziari gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento finanziario. Tra gli strumenti finanziari ci sono i valori mobiliari → quelli che possono essere negoziati nel mercato dei capitali (azioni di società e titoli equivalenti – SFP)

Gli strumenti finanziari a differenza dei valori mobiliari che sono categoria aperta, hanno una nozione chiusa e soltanto l'autorità legislativa con atti aventi forza di legge può prevedere nuovi strumenti finanziari. Sono esclusi dalla categoria gli strumenti di pagamento come gli assegni perché attengono al sistema del consumo e non a quello del risparmio.

I prodotti finanziari non hanno un confine ben preciso poiché includono gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento finanziario

Quadro storico - lez 2

- 1865 → il modello mobiliare era quello pubblicistico permeato da norme imperative che rispondevano a norme di stabilità controllato dalle camere di commercio che gestivano le borse e dagli agenti di cambio
- dagli anni '30 la disciplina del mercato coincideva con quella della Legge Bancaria (1936)
- 1974 → Consob creata per tutelare il risparmiatore e tutelare gli emittenti, a seguito del boom economico degli anni '60 che causò aumento del pubblico risparmio e successivo investimento
- la L. 77/1983 introduce i fondi comuni di investimento
- negli anni '80 la Consob acquisisce personalità giuridica e autonomia organizzativa e patrimoniale e ha il potere di regolamentare
- 1991 → istituzione delle SIM
- 1992 → istituzione delle SICAV e dell'OPA obbligatoria
- 1994 → Legge comunitaria che delegava il governo a predisporre il Testo Unico Finanziario per disciplinare mercati, intermediari e investitori istituzionali e portò all'emanazione della Legge Draghi (in realtà D.Lgs)
- 1993 → recepimento delle direttive 93/6/CEE e 93/22/CEE
- 1998 → Testo Unico
- Post crisi → introduzione del meccanismo di vigilanza unico affidato alla BCE sulle banche
- FinTech ed evoluzioni tecnologiche

INFLUENZA DI SOCIETA' SU SOCIETA' è di tre tipi, in ordine crescente, in base a stabilità (connotato temporale) e ampiezza (connotato spaziale):

- collegamento o influenza notevole → è un'influenza di piccolo ambito gestionale
- controllo → influenza più forte, dominante (possesso di maggioranza dei voti in assemblea ordinaria - assemblea che gioca sulla governance)
controllo esterno → in questo caso il controllo è in forza di vincoli contrattuali (es. contratti di fornitura)
- direzione e coordinamento → quando vi è un'influenza dominante e controllo rafforzato e qualificato

Le società emittenti

CAPITOLI → 2, 3, 4, 5, 6, 7

Sono SpA aperte → che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio emettendo titoli per avere supporto finanziario, quindi le società con azioni (quotate) in mercati regolamentati o con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante (non quotate ma con tantissimi soci). La diversificazione tra queste due categorie si ha a seconda del grado di ricorso al mercato del capitale di rischio che comporta anche una diversa imperatività delle norme.

azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante → emissione ed allocazione sul mercato primario (immissione), indipendentemente dal mercato secondario (quello della negoziazione), purché le azioni siano soggette alla circolazione (limitazione alla circolazione → clausola di gradimento - nei confronti dell'acquirente - e prelazione).

Misura rilevante (definizione contenuta nel regolamento emittenti art 2bis) prevede due ordini di parametri:

- società emittenti azioni residenti in Italia che soddisfino cumulativamente tre requisiti quantitativi → numero di azionisti, diversi da quelli di controllo, maggiore di 500 che detengono almeno il 5% del capitale sociale; se (le società) superano due dei tre limiti contenuti nell'art. 2435bis; se, alternativamente, le azioni sono state oggetto di offerta pubblica di sottoscrizione o vendita o se sono state oggetto di offerta pubblica di scambio nei 24 mesi precedenti o siano state oggetto di un collocamento anche rivolto a investitori qualificati o se siano state emesse da banche e siano state acquistate o sottoscritte presso le sedi o le dipendenze di queste banche. Non si considerano in alcun caso emittenti diffusi quelli che si trovano nella procedura concorsuale di amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi e di concordato preventivo liquidatorio o fallimento

I servizi di investimento (CAPITOLO V)

Direttiva 2014/65/UE (MiFid II) recepita con D.Lgs. n.129 del 03/08/2017.

un investimento è di natura finanziaria ogniqualvolta esiste un'operazione che comporta impiego di capitale, a fronte di un'attesa di rendimento, correlata al rischio sottostante (N.B. anche il rischio deve essere correlato alla remunerazione del capitale investito → connotazione finanziaria del rischio)

I servizi di investimento hanno ad oggetto strumenti finanziari, elencati dalla disciplina e suddivisi in due categorie:

- strumenti finanziari diversi dai derivati (con requisito di negoziabilità)
 - ◆ valori mobiliari → quelli che possono essere negoziati nel mercato dei capitali
 - ◆ strumenti del mercato monetario → negoziati nel mercato monetario, es. Buoni del Tesoro, certificati di deposito
 - ◆ quote di emissioni
 - ◆ quote di un organismo di investimento collettivo del risparmio

→ strumenti finanziari derivati

- ◆ derivati finanziari → hanno come sottostante attività o indicatori tipicamente finanziari (future, swap, opzioni, contratti a termine)
- ◆ derivati su merci → hanno come sottostante qualsiasi bene che possa formare oggetto di scambio, avente però INDICI DI FINANZIARIETÀ (la funzione che essi assolvono è in prevalenza di tipo finanziario) p.98

con possibilità per il Ministro dell'Economia e delle Finanze di integrare l'elenco per tener conto delle evoluzioni.

Servizi finanziari tassativamente individuati

1) La negoziazione per conto proprio

attività di acquisto e vendita di strumenti finanziari in contropartita diretta (incide sul patrimonio proprio dell'intermediario) sul mercato secondario - dealing → tende a giocare sullo spread o plusvalore. [si configura come una delle modalità di investimento dell'esecuzione di ordini per conto dei clienti]

2) Esecuzione di ordini per conto dei clienti - negoziazione per conto terzi

la conclusione di accordi di acquisto o vendita di uno o più strumenti finanziari per conto dei clienti (storicamente, l'attività degli agenti di cambio) con contratto di mandato, per ottenere una commissione (non più il plusvalore). L'intermediario sceglie anche la sede più adatta per la negoziazione (mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione, questi ultimi gestiti a loro volta da SGR SIM ecc) La differenza con l'attività di collocamento è che non si sostanzia in un'offerta di massa, ma nella ricerca di una specifica controparte. Può configurarsi in questo ambito anche un'attività di internalizzazione sistemica → negoziazione per conto proprio che si colloca su un piano analogo a quello dei mercati regolamentati e dei sistemi multilaterali di negoziazione, ma al di fuori, over the counter, con caratteristiche di organizzazione, frequenza (numero di negoziazioni effettuate), sistematica e sostanziale (non marginale o irrisoria)

3) servizi di collocamento

assunzione a fermo e/o collocamento sulla base di un impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente

→ offerte standardizzate di nuovi titoli in sottoscrizione tramite accordo ad una platea di investitori

l'intermediario fa il dealer oppure assicura all'emittente che sottoscriverà la parte non sottoscritta, garantendo all'emittente il "piazzamento" degli strumenti finanziari

4) gestione di portafogli - trading

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

5) ricezione e trasmissione di ordini

attività di ricezione e trasmissione di ordini nonché l'attività di mettere in contatto due o più investitori aiutandoli nella conclusione [legata ai casi in cui l'intermediario intende eseguire operazioni sui mercati nei quali non è autorizzato ad operare]

6) consulenza in materia di investimenti

prestazione di raccomandazioni (ambito vendita, acquisto, scambio e sottoscrizione) personalizzate ad un cliente dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore riguardo operazioni su strumenti finanziari

- 7) gestione di sistemi multilaterali di negoziazione e **sistemi organizzati di negoziazione** (prima della MiFid era un'attività libera) consentono l'incastro al loro interno di interessi multipli di acquisto e vendita caratterizzati da discrezionalità del gestore e limitati a strumenti non-equity → possono essere svolti anche da soggetti non abilitati

strumenti complessi

Servizi accessori: elenco tassativo che comprende

1. custodia e amministrazione di strumenti finanziari per conto dei clienti, inclusa gestione di contante e garanzie reali,
2. concessione di crediti o prestiti agli investitori per consentir loro di effettuare un'operazione (cui interviene la stessa impresa concedente) relativa ad uno o più strumenti finanziari;
3. consulenza alle imprese in materia di struttura del capitale, strategia industriale, ricerche e raccomandazioni in materia di investimenti (corporate finance)
4. servizio di cambio legato alla fornitura di un servizio di investimento, quando si deve pagare uno strumento finanziario con diversa valuta
5. ricerca in materia di investimenti ed analisi finanziaria
6. servizi connessi con l'assunzione a fermo e collocamento → creare un consorzio di banche per il collocamento, la pubblicità

2) Esecuzione di ordini per conto dei clienti

regola generale: gli ordini eseguiti vanno registrati e assegnati prontamente ed accuratamente, gli ordini vanno eseguiti in successione o con prontezza, salvo che le caratteristiche dell'ordine o gli interessi dei clienti non lo rendano possibile; il cliente al dettaglio va informato prontamente di eventuali difficoltà nell'esecuzione. L'intermediario deve adottare tutte le misure per assicurare o controllare che l'ordine sia effettuato regolarmente e non può fare uso scorretto delle informazioni relative agli ordini in sospeso (front running) né compiere operazioni in conflitto di interessi.

L'aggregazione di ordini è consentita quando:

- l'operazione non vada a discapito di uno dei clienti i cui ordini vengono aggregati;
- il cliente è informato qualora l'aggregazione possa andare a suo discapito per un particolare ordine;
- è stabilita ed applicata una ripartizione corretta degli ordini aggregati e delle operazioni

Per l'aggregazione di ordini provenienti dagli investitori con ordini propri, gli intermediari devono assegnare prima le operazioni eseguite al cliente e poi le medesime, a meno che l'intermediario non dimostri che non sarebbe stato possibile eseguire l'ordine a condizioni altrettanto vantaggiose.

Gli investitori istituzionali (CAPITOLO VI)

L'accesso alle prestazioni di servizi di investimento è subordinato ad un'autorizzazione rilasciata dalle autorità competenti dei singoli stati membri, con regole differenti a seconda che si tratti di banche, imprese di investimento o altri soggetti abilitati.

Banche e SIM rappresentano le due categorie principali di soggetti italiani autorizzati (riserva assoluta di legge) alla prestazione di servizi ed attività di investimento, di qualsiasi tipo, senza eccezioni. Le SIM possono inoltre svolgere servizi accessori e attività connesse/strumentali, nei confronti del pubblico in maniera professionale e le banche possono esercitare qualsiasi attività finanziaria oltre che bancaria (TUB). [intermediari a capacità multipla] p119

Condizioni per svolgere servizi ed attività di investimento:

- svolgimento professionale (sistematico, abituale, ricorrente) → lo svolgimento sporadico si colloca al di sotto della soglia di rilevanza che giustifica l'applicazione di stringenti regole
- esercizio nei confronti del pubblico (non nell'ambito di gruppi di imprese, quindi nei confronti di imprese controllanti e controllate) → sarebbe eccessivo sottoporre il prestatore a numerosi controlli per un servizio nei confronti del privato

Per le SIM l'autorizzazione è rilasciata dalla Consob, sentita la Banca d'Italia, dovuta se sussistono le condizioni:

1. il soggetto deve avere forma di SpA
2. la denominazione sociale deve comprendere "società di intermediazione mobiliare" (requisito formale)
3. la sede legale e direzione generale nel territorio della Repubblica
4. il capitale versato non può essere inferiore a quello determinato in via generale dalla Banca d'Italia
5. deve presentare un programma di attività, relazionando e dimostrando di avere un adeguato assetto organizzativo
6. devono essere fornite informazioni riguardo al programma di attività e i tipi di operazioni previste, nonché la struttura organizzativa
7. gli amministratori e i soggetti che svolgono attività di direzione e controllo devono possedere requisiti di correttezza, professionalità, onorabilità ed indipendenza
8. i titolari di partecipazioni di controllo in grado di esercitare notevole influenza devono avere i requisiti per garantire una gestione sana e prudente della SIM

Per il principio del mutuo riconoscimento, anche le imprese d'investimento comunitarie che svolgono i servizi nel loro paese d'origine possono esercitare tali attività in Italia tramite succursali.

Per le imprese extracomunitarie, è richiesto invece il possesso dei requisiti e di accordi di collaborazione tra l'Autorità dello stato di origine, la Consob e la Banca d'Italia.

Per le imprese d'investimento e banche dell'UE, la Consob concede autorizzazione se:

- principio di territorialità effettiva → l'impresa deve svolgere effettivamente nel territorio quel servizio e deve presentare il programma da svolgere

Per le imprese d'investimento extra UE

- attraverso succursali
- a patto che ci siano accordi tra Consob, Banca d'Italia e autorità di vigilanza dello stato

Le Banche possono svolgere qualsiasi attività di investimento purché sia garantita sana e prudente gestione → in questo caso la Banca d'Italia, valutati gli assetti organizzativi e il sistema di controlli interni, sentita la Consob, concede autorizzazione.

Intermediari abilitati

- SGR (possono prestare servizi di gestioni di portafogli, consulenza, ricezione e trasmissione di ordini) ed SGR gestori FIA fondi di investimenti alternativi → hedge funds, venture capital funds - (possono prestare servizi di gestione di portafogli, consulenza e servizio di ricezione e trasmissione ordini) autorizzati dalla Banca d'Italia sentita la Consob
- SGA in forza di accordi con il paese di origine secondo le norme del mutuo riconoscimento
- per le società dell'elenco contenuto nell'art 106 ss TUB (possono prestare servizi di negoziazione per conto proprio, esecuzione di ordini per conto di clienti, entrambi su strumenti derivati, e servizi di collocamento e/o assunzione a fermo di strumenti finanziari, anche senza impegno irrevocabile), l'autorizzazione è rilasciata dalla Banca d'Italia
- le Poste Italiane S.p.A. possono svolgere attività di investimento senza iscrizione in elenchi o albi
- agenti di cambio (possono prestare servizi di esecuzione di ordini per conto dei clienti, gestione di portafogli, ricezione e trasmissione di ordini, consulenza in materia di investimenti) art 201 TUF
- le società di gestione dei mercati regolamentati (possono prestare servizi di gestione di sistemi multilaterali di negoziazione) autorizzate dalla Consob
- il servizio di consulenza, esteso oggi anche alle persone fisiche in possesso di requisiti patrimoniali, di onorabilità, professionalità, indipendenza, è limitato a soli valori mobiliari e quote di OICR ed è subordinato all'iscrizione in una sezione dell'albo unico dei consulenti finanziari. Inoltre, i consulenti non possono detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza dei clienti.

Lo svolgimento di servizi e attività di investimento da parte di soggetti non abilitati è abusivismo ed è punibile con reclusione da uno a otto anni e multa da 4.000 a 10.000 euro. Inoltre, i contratti conclusi sono nulli.

Art. 21 e ss fino a 32 (tutela del cliente e del mercato) regolamento intermediari

- il cliente deve essere adeguatamente informato
- l'informazione è anche un dovere per l'intermediario
- le comunicazioni pubblicitarie devono essere chiare corrette e veritiere
- le procedure di controllo interno devono essere efficienti ed efficaci nel presidio dei rischi
- prevenzione e sanzione del conflitto d'interesse

Dal punto di vista oggettivo, il legislatore richiede:

- che i servizi di consulenza e gestione del portafoglio che l'intermediario valuta l'adeguatezza del servizio, per gli altri servizi l'intermediario valuta solo l'appropriatezza. La ratio nella differenza di trattamento tra i primi due servizi e i restanti si giustifica nel fatto che la discrezionalità dell'intermediario finanziario rileva maggiormente.

l'adeguatezza si compone di due fasi: raccolta di informazioni e valutazione dell'adeguatezza → l'operazione deve corrispondere agli obiettivi di investimento del cliente, il quale deve essere in grado di sopportare qualsiasi

rischio connesso all'investimento, essendo dotato di conoscenza ed esperienza per comprendere i rischi
l'appropriatezza si compone delle medesime fasi ma in questo caso bisogna tener conto solo della conoscenza ed esperienza rispetto allo specifico strumento o servizio richiesto, ed invece non si chiedono info sulla situazione finanziaria del cliente né sugli obiettivi di investimento

Ha trovato cittadinanza del nostro ordinamento la regola dell'execution only → art 43 del regolamento intermediari, riguarda l'esecuzione di ordini per conto dei clienti da parte di intermediari senza valutare l'appropriatezza, se ricorrono le condizioni:

- gli strumenti finanziari che si offrono sono non complessi, connessi ad azioni quotate o obbligazioni
- il servizio viene chiesto dal cliente di sua iniziativa
- il cliente è informato che la banca non farà l'esame di appropriatezza

ed anche la regola di best execution, art. 45 reg intermediari richiede invece che gli intermediari adottino tutte le misure per il miglior e più duraturo risultato per il cliente e la sua massima soddisfazione (GIUDIZIO DI ADEGUATEZZA RAFFORZATO).

I contatti di investimento

Contratto quadro che disciplina i profili comuni a tutti il quale richiede la forma scritta ad substantiam (art 23 c 1) pena la nullità del contratto che può essere fatta valere solo dal cliente perché la forma è prevista solo nel suo interesse. Eccezionalmente la Consob sentita la Banca d'Italia, se ricorrono le motivazioni, tra cui la possibilità che si tratti di contraenti professionali, può prevedere un regolamento che riporta alla libertà del mercato con previsione di stipula senza forma scritta.

I contratti singoli invece non prevedono la forma scritta ad substantiam.

Per i contratti derivati non si applica l'art 1933 cc su gioco e la scommessa, che prevede che manchi l'azione per il soggetto danneggiato. In questo ambito, nei giudizi di risarcimento dei danni ai clienti, l'onere della prova per l'intermediario consiste nel dimostrare di aver agito con la specifica diligenza richiesta (responsabilità contrattuale), mentre il cliente deve provare di aver subito danno, il nesso di causalità la violazione dei doveri. Vedi anche art 32 comma 4bis sui contratti di garanzia finanziaria.

art. 22 → separazione patrimoniale:

I beni che si affidano all'intermediario finanziario configurano un patrimonio distinto da quello dello stesso intermediario e degli altri clienti. Questo perché, il creditore particolare dell'intermediario o degli altri clienti non può rivalersi sugli strumenti di altri clienti.

OICR riguardano la gestione collettiva del risparmio, istituiti con un patrimonio gestito in monte in base ad una politica predeterminata → fondo comune di investimento.

Il partecipante al fondo ha diritti patrimoniali e restitutivi, ma non diritti amministrativi.

Vedi anche SICAF e SICAF

L'appello al pubblico risparmio

I contratti che hanno per oggetto prodotti finanziari sono standardizzati nel contenuto, esonerati da particolari formalismi e non esatti in merito a causa e rischiosità ad essa

connessi. Per questi motivi, questi contratti sono governati dai principi contenuti nell'art. 91 del TUF:

- efficienza del mercato dei capitali
- efficienza del mercato del controllo (che crea i presupposti per la contendibilità delle società emittenti)

entrambi per la tutela degli investitori. Questi principi discendono da quelli cardine di buona fede e correttezza, come anche i successivi:

- parità di trattamento → art. 92 → uguaglianza sostanziale

La trasparenza si esplica principalmente attraverso le norme contenute nell'art. 94 per il prospetto informativo

- trasparenza del mercato → garantisce l'investimento consapevole

L'appello al pubblico risparmio si biforca in offerta al pubblico di prodotti finanziari (di vendita o sottoscrizione) e l'offerta pubblica (di acquisto OPA o di scambio OPS)

Le offerte pubbliche (CAPITOLO XV)

La raccolta di fondi con obbligo di rimborso configura attività bancaria ed è riservata esclusivamente alle banche, tutte le altre tipologie di raccolta del risparmio tra il pubblico sono attività di intermediazione e disciplina del mercato mobiliare.

Attività di raccolta del risparmio non bancaria → offerta al pubblico

Riferimento normativo dell'offerta al pubblico:

- 1) TUF → art. 1 comma 1, lettera t
- 2) Regolamento UE relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta o la negoziazione di titoli in un mercato regolamentato del Parlamento e del Consiglio

- 1) definisce la nozione di offerta al **pubblico** (le operazioni rilevanti per la disciplina → le modalità dell'offerta)* e prodotto finanziario (oggetto dell'offerta)

*ogni comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e dei prodotti finanziari offerti così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o sottoscrivere tali prodotti finanziari, incluso il collocamento tramite soggetti abilitati.

L'offerta al pubblico consiste nell'offrire agli oblati prodotti finanziari già presenti sul mercato o prodotti finanziari nuovi (da emettere e da sottoscrivere) in cambio di una somma di denaro. L'offerta al pubblico è più pericolosa dell'offerta pubblica perché si dà un bene con valore certo (il denaro) mentre i prodotti finanziari non hanno valore certo.

Per questo motivo, la disciplina dell'offerta al pubblico è più stringente e va approvato esplicitamente il prospetto dalla Consob mentre nell'OPA vale il silenzio assenso. L'offerta contiene inoltre le caratteristiche della proposta contrattuale.

L'oggetto dell'offerta è il prodotto finanziario → strumento finanziario e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria (non costituiscono prodotti finanziari i depositi bancari o postali non rappresentati da strumenti finanziari). La nozione di

prodotto finanziario non è individuabile mediante un elenco di fattispecie, ma è possibile muovere dalla nozione di investimento di natura finanziaria (un investimento è di natura finanziaria ogniqualvolta esiste un'operazione che comporta impiego di capitale, a fronte di un'attesa di rendimento, correlata al rischio sottostante che deve essere anch'esso correlato alla remunerazione del capitale investito → connotazione finanziaria del rischio)

- 2) definisce la nozione di titolo e offerta pubblica di titoli (contenente sufficienti informazioni tali da porre l'investitore in condizione di decidere se aderire o meno all'operazione)

La nozione di offerta è analoga a quella presente nel TUF, con limitazione del perimetro di applicazione ai soli titoli → i valori mobiliari individuati dalla Direttiva MiFID II ad eccezione degli strumenti di mercato monetario aventi scadenza inferiore a 12 mesi, ivi incluse le quote o azioni di OICR chiusi. Più precisamente:

- azioni di società e altri titoli equivalenti e certificati di deposito azionario
- obbligazioni e altri titoli di debito e certificati di deposito relativi
- valori mobiliari che permettano di acquisire o vendere i valori sovrastanti

Pubblico risparmio = carattere che si manifesta quando l'offerta

- è rivolta ad una pluralità di soggetti non individuabili ex ante
- con numero di oblati pari o superiore a 150
- l'ammontare complessivo dell'offerta deve essere pari o superiore a 8 milioni in 12 mesi,
- l'ammontare dell'offerta per singolo investitore deve essere minore o uguale a 100.000
- l'ammontare complessivo nominale del singolo prodotto offerto deve essere inferiore a 100.000.

In realtà queste disposizioni sono disciplinate in maniera contraria → **Casi di inapplicabilità della disciplina dell'offerta al pubblico aventi ad oggetto titoli**

Inoltre, l'inapplicabilità si ha quando i titoli:

- sono riservati a investitori qualificati
 - sono emessi da associazioni riconosciute o enti non aventi scopo di lucro al fine di procurarsi i mezzi necessari al raggiungimento dei propri scopi non lucrativi
 - sono offerti, assegnati o da assegnare ad amministratori, ex amministratori, dipendenti, ex dipendenti o consulenti finanziari (dell'emittente) abilitati all'offerta fuori sede di un'impresa controllata o collegata o sottoposta a comune controllo → poiché da trattarsi di cerchia ristretta e non più di pubblico indifferenziato
 - sono diversi da:
 - OICR aperti (il cui ammontare minimo di sottoscrizione sia pari ad almeno 100.000)
 - prodotti di investimento assicurativi
- per un corrispettivo totale di almeno 100.000 per investitore e per ogni offerta separata e di valore unitario minimo di almeno 100.000
- hanno ad oggetto OICR aperti il cui ammontare minimo di sottoscrizione sia pari ad almeno 100.000
 - hanno ad oggetto prodotti di investimento assicurativi
 - **sono riconosciuti da uno stato membro**

L'Italia ha innalzato la soglia minima al di sotto della quale non si può esigere la pubblicazione del prospetto a 8.000.000 → al fine di ridurre i costi di accesso al mercato dei capitali per piccole e medie imprese.

La regola comune riguarda l'insussistenza, nei casi indicati, dell'esigenza di tutela che l'applicazione della disciplina di offerta vuole soddisfare.

N.B. Le offerte di acquisto e vendita di prodotti finanziari effettuate in mercati regolamentati e nei sistemi multilaterali di negoziazione (e da internalizzatori sistematici) non costituiscono offerta al pubblico e sono quindi escluse dall'applicazione della disciplina in quanto le informazioni necessarie relative all'emittente sono già disponibili per il pubblico.

Coloro che intendono promuovere l'offerta, provvedono ad inviare una comunicazione (contenente info sui soggetti coinvolti e il loro ruolo) preventiva alla Consob allegando il prospetto da approvare

Il prospetto informativo

La finalità della disciplina dell'offerta al pubblico consiste nell'assicurare agli investitori tutela soprattutto sotto il profilo della trasparenza attraverso il prospetto informativo.

CHIAREZZA = SEMPLICITA' PER L'INDIVIDUO MEDIO

Due regimi presenti nel TUF:

- 1) offerte al pubblico di strumenti finanziari comunitari e prodotti diversi dalle quote o azioni di OICR aperti → lo svolgimento dell'operazione di offerta è subordinato all'applicazione di un prospetto di offerta

Preventiva comunicazione alla Consob con allegato **prospetto contenente**: le **informazioni che, a seconda delle caratteristiche dell'emittente** (situazione patrimoniale, economica e finanziaria) **e dei prodotti finanziari offerti** (anche le ragioni dell'emissione e l'impatto della stessa sull'emittente), **sono necessarie affinché gli investitori possano pervenire ad un fondato giudizio sulla situazione dell'emittente e degli eventuali garanti, nonché sui prodotti finanziari e relativi diritti. Il prospetto contiene anche una nota di sintesi (sintetica, concisa, non tecnica) recante le info essenziali per aiutare l'investitore a decidere se investire e può essere in forma di unico documento o di documenti distinti**

Completa l'attuazione del principio di trasparenza il supplemento, che deve contenere ogni fatto significativo o rilevante che intervenga tra l'approvazione e la chiusura dell'offerta

- 2) offerte al pubblico di quote o azioni di OICR aperti

Il prospetto è sottoposto a preventivo controllo (riguardante profilo di completezza e adeguatezza delle informazioni fornite) della Consob che provvede all'approvazione tranne in caso di:

- prospetti di OICR italiani, FIA UE e non UE possono essere pubblicati anche con merca comunicazione preventiva con allegato KIID (Key Investor Information Document) per OICR italiani o documentazione individuata dalla Consob in via regolamentare per gli altri casi

In materia di approvazione, la Consob può stipulare accordi di collaborazione con la Banca d'Italia per i titoli di debito bancari non destinati alla negoziazione in mercati regolamentati

oppure trasferire l'approvazione all'autorità competente di un altro stato membro per offerta avente ad oggetto strumenti finanziari comunitari.

Il prospetto approvato dalla Consob è valido se viene notificato nello stato membro.

La fase che precede l'avvio dell'offerta è solitamente caratterizzata dalla diffusione di notizie, informazioni e raccolta di intenzioni tra emittente, collocatore ed offerente, con l'accortezza però di mantenere questi elementi generici e coerenti con quelli del prospetto, per evitare che lo stesso venga "svuotato" della sua funzione.

In materia di pubblicità finanziaria, per le offerte al pubblico di prodotti finanziari diversi dagli strumenti comunitari, c'è divieto di pubblicità prima della pubblicazione del prospetto.

Per gli altri casi, la diffusione della pubblicità deve essere trasmessa contestualmente alla Consob (che può sospendere o vietare gli annunci) e vi è obbligo di parità di informazione per tutti gli investitori facenti parte delle medesime categorie.

Gli stessi soggetti coinvolti nell'offerta sono tenuti ad osservare trasparenza, correttezza, parità di trattamento dei destinatari dell'offerta e sono sottoposti a revisione contabile

→ l'offerta non può essere effettuata se la società di revisione ha espresso giudizio negativo o si dichiara impossibilitata ad esprimere giudizio e

e obblighi informativi

→ la Consob può chiedere produzione e trasmissione di documentazione allo scopo di acquisire elementi conoscitivi

Le responsabilità in materia sono i capo ai soggetti:

- emittente
- proponente (se non coincide con l'emittente)
- intermediario
- coloro che hanno partecipato al fatto lesivo, in particolare gli organi di amministrazione e controllo dell'emittente (in primis il CdA e gli organi delegati, nonché i manager depositari dell'info finanziaria che forniscono un parere tecnico per la redazione del prospetto)

La responsabilità si attua nei confronti dei danni subiti dall'investitore che abbia fatto ragionevole affidamento sulle info e la loro completezza.

Per esimersi da responsabilità da prospetto bisogna provare di aver adottato una condotta diligente nella decisione e nel processo formativo della decisione.

Alcuni affermano che la responsabilità sia di tipo contrattuale, poiché ci si trova davanti ad un'attività di tipo negoziale tra emittente e mercato; per altri è una responsabilità extra-contrattuale; per altri ancora è una responsabilità pre-contrattuale, relativa alla violazione di buona fede e correttezza durante la fase delle trattative → queste info incidono sulla formazione della volontà negoziale, ancora non cristallizzata.

[responsabilità pre-contrattuale → per alcuni è contrattuale (sentenze più recenti), per altri extra-contrattuale, per altri ancora autonoma]

Le azioni risarcitorie civilistiche devono essere esercitate entro 5 anni dalla pubblicazione del prospetto.

La Consob in merito ha poteri di controllo di legalità/legittimità sull'osservanza delle norme (trasparenza e correttezza, alle volte veridicità) ma non entra nel merito della convenienza.

Se il prospetto non indica il prezzo di offerta definitivo o la quantità di prodotti finanziari definitiva, si ritiene che si possa avere un avviso integrativo oppure, se già avvenuta l'accettazione da parte dell'investitore, questa possa essere revocata nel termine indicato nel prospetto o comunque entro 2 giorni lavorativi dal momento in cui viene pubblicato il prezzo definitivo o la quantità definitiva o un supplemento contenente un fatto significativo.

Il **regolamento prospetto** punta ad una riorganizzazione del quadro normativo per il prospetto con un focus sulle PMI per permettere loro di appellarsi al mercato del capitale di rischio con un prospetto semplificato ed ottimizzato per ridurre costi e formalità, eliminando la necessità del prospetto per tutte le offerte al pubblico anche attraverso il crowdfunding sotto il milione di euro, o anche sino ad 8 milioni, a condizioni che non sia un'offerta transfrontaliera che necessiti di passaporto.

Il regolamento è volto anche al rafforzamento e coordinamento dell'autorità di vigilanza. Inoltre, consente alle società che emettono titoli frequentemente di utilizzare un doc di registrazione universale per ottenere più velocemente l'approvazione del prospetto e prevede una banca dati gestita dall'ESMA online.

Si richiede che il prospetto debba contenere le attività e le passività, utili e perdite, i diritti incorporati nei titoli offerti, il contesto nel quale si vuole fare l'offerta (le ragioni per cui si ricorre al pubblico), un executive summary di max 7 pag contenente un'indicazione dei rischi per l'investitore e gli aggettivi qualificanti per i titoli, le garanzie e le info sull'emittente.

Le PMI hanno un numero di dipendenti minore di 250, bilancio non superiore a 43 milioni, fatturato netto annuale non superiore a 50 milioni

Il prospetto è ulteriormente semplificato per le start up.

Sono esonerati dalla qualifica di prodotti finanziari e quindi dal prospetto:

- i depositi bancari o postali non rappresentati da prodotti finanziari
- titoli con importo tra un milione e gli otto milioni
- offerte rivolte a soli investitori qualificati → fondi comuni d'investimento, SICAV, SICAF
- offerte rivolte a soggetti in numero non superiore a 150
- offerte di ammontare complessivo non superiore ad 8 milioni
- aventi oggetto strumenti del mercato monetario emessi da banche con scadenza inferiore a 12 mesi

La Consob può inoltre individuare con regolamento le offerte al pubblico esonerate (poiché trattasi di soggetti che redigono altre tipologie documenti → alleggerimento):

- art 34ter → rivolte ad enti senza scopo di lucro ecc... (vedi sopra)

La successiva rivendita (a soggetti non qualificati), se fatta entro 12 mesi (periodo in cui si presume ci sia un abuso), è un'offerta autonoma non esonerata dal prospetto.

L'acquirente che subisce l'abuso potrebbe invocare la nullità del contratto e chiedere risarcimento danni.

La Consob dalla comunicazione dell'offerta all'offerta vera e propria, può richiedere la pubblicazione delle info privilegiate (notizie e documenti essenziali per una corretta e veritiera informazione al pubblico e che se taciute possono compromettere la dinamica dell'offerta - es. è in corso una fusione). La Consob può anche regolamentare le modalità di svolgimento dell'offerta e ha poteri interdittivi (sospendere in via cautelare l'offerta) → poteri generali e speciali.

Il falso in prospetto è delitto.

Se viene pubblicato prima dell'approvazione ci sono sanzioni amministrative.

I contratti

L'adesione all'offerta avviene tramite sottoscrizione, anche telematica, del modulo, o con eventuali altre modalità indicate nel prospetto. Non è precisato se la forma scritta debba essere osservata a pena di nullità ma, essendo quasi sempre redatti da intermediari collocatori, il requisito della forma è richiesto.

La revoca di acquisto o sottoscrizione è prevista se:

- il prospetto non indichi alcuni elementi essenziali dell'operazione
- l'investitore recede entro il termine indicato (o entro un termine non inferiore a due giorni dalla data in cui sono depositati il prezzo definitivo e la quantità di prodotti offerti)
- viene pubblicato un supplemento di prospetto e la facoltà spetta agli investitori che hanno accettato prima dello stesso

I PRIIPs (packaged retail investment and insurance-based investment products)

I prodotti finanziari pre-assemblati disciplinati dal Regolamento n. 1286/2014 prevedono l'obbligo di redazione di un documento informativo, il KID, per fornire all'investitore informazioni essenziali sul prodotto. Si riferiscono ad investitori al dettaglio per i quali l'importo dovuto è soggetto a fluttuazioni (es. strumenti derivati). Gli intermediari che distribuiscono PRIIPs hanno l'obbligo di consegnare il KID in tempo utile per poter permettere al cliente di prendere una decisione consapevole.

Quotazione nei mercati regolamentati

La fase di ammissione delle offerte al pubblico alla quotazione in mercati regolamentati spesso coincide con la fase di offerta in quanto la diffusione tra il pubblico degli strumenti finanziari è il presupposto per ottenere la quotazione e viene ottenuto col lancio dell'offerta.

Per la quotazione in Borsa di strumenti finanziari comunitari (regolata dal Regolamento Prospetto tranne per la parte relativa ad azioni o quote di OICR aperti) si può fare domanda di autorizzazione alla Consob di pubblicazione del prospetto di quotazione comunicando anche che si intende effettuare un'offerta pubblica relativa agli strumenti oggetto della domanda → il prospetto predisposto per la quotazione viene integrato e vale come prospetto informativo per l'offerta.

La responsabilità delle informazioni fornite in un prospetto è attribuita:

- all'emittente e/o i suoi organi di amministrazione
- all'offerente
- al soggetto che chiede l'ammissione alla negoziazione
- alle persone responsabili del prospetto e nello stesso indicate

per i danni subiti dall'investitore che abbia fatto affidamento su veridicità e completezza delle informazioni. Le azioni risarcitorie per responsabilità del prospetto devono essere esercitate entro cinque anni dalla pubblicazione.

art. 100bis TUF → la successiva (nei dodici mesi) rivendita di prodotti finanziari (a soggetti diversi da investitori qualificati), che hanno precedentemente costituito oggetto di offerta al pubblico riservata ad investitori qualificati (con esenzione di obbligo di pubblicazione del prospetto) costituisce una distinta ed autonoma offerta al pubblico con obbligo di prospetto a pena di nullità.

Crowdfunding → Regolamento Consob n. 18592/2013

Al fine di favorire la nascita e sviluppo di piccole e medie imprese attraverso la raccolta di capitali tra il pubblico tramite portali online accessibili dai risparmiatori.

Sono gestori di portali online per la raccolta di capitali:

- le SIM, le banche autorizzate alla prestazione di servizi di investimento, SGR, SICAV e SICAF autogestite
- soggetti che esercitano professionalmente l'attività e sono iscritti in un registro tenuto dalla Consob → albo dei gestori, suddiviso in due sezioni:
 - sezione riservata ai soggetti autorizzati (a seguito di specifica procedura)
 - sezione riservata ai gestori di diritto che comunicano semplicemente l'avvio dell'attività

I requisiti dei gestori si differenziano a seconda che il portale online sia gestito da una banca o SIM oppure da un soggetto diverso. Nel caso di soggetto diverso, questo deve rispettare obblighi informativi, obblighi di trasmissione degli ordini di adesione ad un soggetto abilitato (la sottoscrizione quindi avviene successivamente tramite soggetti abilitati) e vigilanza della Consob.

Le offerte pubbliche di acquisto (Capitolo XVI)

Diametralmente opposte rispetto alle offerte di vendita o sottoscrizione in quanto prevedono che un soggetto offre di acquistare prodotti detenuti dagli investitori → si verifica un fenomeno di disinvestimento, a seguito del quale gli investitori, accettando l'offerta, vendono i prodotti e impiegheranno diversamente la liquidità ottenuta.

TUF → art. 1, comma 1, lettera v

offerta pubblica di acquisto o di scambio → ogni offerta, invito ad offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma, finalizzati all'acquisto o allo scambio di prodotti finanziari e rivolti a un numero di soggetti e di ammontare complessivo superiori a quelli indicati nel regolamento emittenti; non costituisce OPA quella avente ad oggetto titoli emessi dalle banche centrali degli stati membri.

L'offerta pubblica consiste quindi nell'offerta a soggetti (oblati o destinatari dell'offerta), in cambio di prodotti finanziari da loro posseduti (OPA) o in cambio di prodotti finanziari da loro posseduti (OPS) somma di denaro (OPA) o altri prodotti finanziari (OPS)

Le OPA/OPS possono essere volontarie o obbligatorie. Le prime hanno ad oggetto qualunque tipo di prodotti finanziari compresi titoli quotati su mercati regolamentati dell'UE, le seconde hanno ad oggetto solo titoli che attribuiscono diritto di voto nell'assemblea ordinaria o straordinaria anche limitatamente a determinati argomenti (art. 101bis, comma 2)

La disciplina generale dell'OPA si applica anche ad emittenti non quotati, l'OPA obbligatoria si applica esclusivamente agli emittenti quotati.

Le operazioni esenti dalla disciplina sono:

- OPA o di scambio aventi ad oggetto prodotti finanziari diversi dai titoli

- OPA o di scambio promosse da chi detiene individualmente, direttamente o indirettamente, la maggioranza dei diritti di voto esercitabili in assemblea
- OPA aventi ad oggetto azioni proprie

L'autorità di vigilanza per le OPA in Italia è la Consob quando l'offerta ha ad oggetto:

- titoli emessi da una società con sede legale in Italia e ammessi alla negoziazione su mercati regolamentati italiani
- titoli emessi da una società con sede in uno stato UE e ammessi alla negoziazione esclusivamente su mercati regolamentati italiani
- titoli con sede legale in uno stato UE e ammessi a negoziazione su mercati italiani e altri stati UE, diversi da quello in cui la società ha sede legale, qualora siano stati ammessi per la prima volta alla negoziazione su un mercato italiano

negli altri casi, c'è un riparto delle competenze tra Consob e altri stati comunitari.

L'iter procedurale per l'OPA è uguale a quello previsto per l'offerta di sottoscrizione e vendita, con alcune eccezioni:

- la decisione di promuovere un'OPA (nell'OPA obbligatoria corrisponde all'insorgere dell'obbligo) deve essere comunicata senza indugio alla Consob e contestualmente resa pubblica
N.B. la comunicazione contiene l'intenzione di promuovere l'offerta, nel successivo documento di offerta vengono inserite le caratteristiche specifiche dell'offerta
- alla pubblicità della notizia segue l'obbligo di informativa dei lavoratori e di lanciare l'OPA entro e non oltre 20 gg (per tutelare l'interesse del mercato che altrimenti si troverebbe in condizioni di incertezza) mediante deposito alla Consob del documento di offerta → il mancato rispetto del termine prevede l'irricevibilità del documento e il divieto per l'offerente di promuovere un'offerta avente ad oggetto prodotti finanziari del medesimo emittente nei successivi 12 mesi.

Nella disciplina dell'OPA si configura il documento informativo come omologo del prospetto informativo, contenente informazioni necessarie per operare una scelta consapevole. I documenti sono ispirati ad un criterio di standardizzazione per agevolare la confrontabilità tra diverse operazioni.

Il documento deve essere trasmesso senza indugio all'emittente che valuterà l'offerta attraverso i propri organi sociali e deciderà se aderire o meno predisponendo un comunicato dettagliando in cui si esplicano le motivazioni di adesione o mantenimento dello status quo → valutazione obiettiva per evitare che gli azionisti facciano valere solo i propri interessi a scapito della società.

L'approvazione della Consob deve avvenire entro 15 o 30 gg (silenzio assenso in caso cui non si esprima). Il provvedimento della Consob è trasmesso all'emittente e pubblicato (su giornali di adeguata diffusione) o consegnato agli intermediari. Il doc di offerta deve essere trasmesso anche ai lavoratori (o rappresentanti sindacali).

L'OPA è irrevocabile, ogni clausola contraria è nulla, e va rivolta a parità di condizioni a tutti i titolari dei prodotti finanziari che ne formano oggetto. L'offerta può essere soggetta a condizioni - se volontaria e non obbligatoria - (es. raggiungimento di un quantitativo minimo di titoli) purché non siano meramente potestative e siano rese note al mercato in via preventiva. L'offerta è scindibile e modificabile (su alcuni profili - es. aumento corrispettivo,

durata adesione → in particolare, se vi sono offerte concorrenti, la proroga può essere raddoppiata, ex lege, con altrettanti 25-40 gg rispetto a quelli previsti).

L'adesione consiste nella sottoscrizione della scheda di adesione che avviene presso l'offerente o presso gli intermediari e si perfeziona così il contratto. Dopodiché è previsto il comunicato dell'emittente dove vengono inserite valutazioni sul futuro e indicazioni sugli effetti dell'offerta. In particolare, bisogna specificare le finalità della disciplina

1. contendibilità del controllo sul mercato che dal punto di vista economico favorisce il ricambio degli assetti di potere con uno svecchiamento degli organi e delle politiche gestionali e un rinnovamento positivo delle politiche di rischio → la cristallizzazione del management può provocare una ossificazione delle politiche di rischio deleterie per la società) → controbilanciata sempre da tutela dell'interesse sociale e aziendale;
 2. garantire alle minoranze (l'azionariato diffuso) la facoltà di partecipare all'offerta e beneficiare del momento alle stesse condizioni del partito di maggioranza, in attuazione del principio di parità di trattamento per gli azionisti;
- 1 E 2 ENTRAMBE DECLINAZIONI DEI PRINCIPI DI EFFICIENZA E CORRETTEZZA DEL MERCATO

La Consob vigila sul rispetto di questi principi e ha, dalla data di comunicazione dell'offerta sino ad un anno dalla data di chiusura dell'offerta:

- poteri informativi → chiedere info, dati, notizie
- poteri interdittivi/sospensivi

Le regole che scattano per tutelare i sopracitati interessi sono:

La passivity rule indica un complesso di norme che limitano gli atti dell'emittente che voglia difendersi → prevede che gli amministratori di una società oggetto di un'offerta pubblica d'acquisto possano adottare misure difensive (art. 104)

1. "poison pills": gli atti volti a rendere più costosa l'acquisto del controllo
 - aumentando il capitale sociale (prezzi di favore nei confronti dei soci preesistenti)
 - convertendo le azioni senza diritto di voto in azioni con diritto di voto (decisione dell'assemblea straordinaria che prevede la modifica dell'atto costitutivo) → anche in questo caso aumenta il capitale sociale perché aumentano le azioni da comprare
2. poison pills volte a trasformare gli asset e quindi modificare l'enterprise value della società → es. cedendo i beni o operando fusioni (es. incorporando una società piena di debiti) che deprezzano gli asset
3. poison pills definite azioni emulative o di disturbo, ad es. presentando una controfferta

Prima del 2008, le società dovevano astenersi dal compiere azioni difensive salvo autorizzazione assembleare con un quorum pari almeno al 30% del capitale sociale. Per favorire le azioni difensive, dopo il 2008, il legislatore ha previsto che si sarebbe dovuto passare attraverso l'assemblea (decisione con quorum ordinari) solo se previsto da statuto, altrimenti avrebbero potuto decidere gli amministratori.

Dal 2009, si tornò ad una regola per cui le difese devono essere approvate dall'assemblea con quorum di diritto comune, salvo deroghe degli statuti (104, comma 1, ter).

L'obbligo di astensione dalle difese va dalla comunicazione alla Consob sino alla chiusura o decadenza dell'offerta.

Le azioni difensive non sono tutte uguali:

- art 104, comma 1, consente una difesa tipica e meritevole di tutela consistente nella ricerca di altre offerte

in assemblea vige la breakthrough rule che legittima la neutralizzazione di quelle previsioni o clausole contenute negli statuti o nei patti parasociali della società "bersaglio" che, imponendo limiti alla circolazione delle azioni o al diritto di voto multiplo, potrebbero rendere più difficoltoso il successo dell'offerta, se non vanificarla del tutto.

Tutele previste dal legislatore per chi è sottoposto a regola di neutralizzazione:

- indennizzo equo risultante da una media tra i prezzi di mercato del titolo negli ultimi 12 mesi (tutela non ripristinatoria del diritto né demolitoria dell'operazione ma solo RISARCITORIA)

Ulteriore regola prevista, oltre alla passivity e breakthrough rule, è quella di reciprocità → attuabile di fronte ad operazioni transfrontaliere all'insegna di non far risultare penalizzate le società italiane

art. 104 ter che rinvia alle norme sulle difese e sulla neutralizzazione a meno che non si tratti di offerta pubblica promossa da chi sia soggetto alle predette disposizioni. Non sono soggette a neutralizzazione e difesa le società diverse dalle società italiane quotate che hanno i presupposti soggettivi previsti dalla neutralizzazione e difesa

Durata → un'OPA deve necessariamente svolgersi entro un tempo limitato, al fine di non creare gravi incertezze sul mercato e di non rendere obsoleto il contenuto dei documenti e delle informazioni trasmesse

L'OPA obbligatoria

si applica esclusivamente alle società italiane con titoli ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati italiani (art 105, comma 1) → partecipazioni detenute anche indirettamente per il tramite di fiduciarie o persone interposte, che attribuiscono il voto nelle delibere assembleari su nomina e revoca degli organi di amministrazione e controllo. In questo ambito è più marcata la necessità di far beneficiare tutti i soci del premio di maggioranza e in attuazione del principio di parità di trattamento. Due tipologie:

1. OPA successiva totalitaria

Offerta pubblica di acquisto obbligatoria che deve essere promossa da chiunque venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia 30% (dei voti che consentono nomina e revoca degli amministratori di controllo) in una società quotata (presunzione di detenzione del pacchetto di controllo). Per le società diverse dalle PMI la soglia varia dal 25 (in assenza di altri soci DI CONTROLLO) a 40 per cento da fissare liberamente, mentre per le PMI, la soglia è del 30% eventualmente ridotta al 25% in assenza di altri soci che detenga una partecipazione più elevata.

La legge stabilisce che l'obbligo di OPA totalitaria scatta quando un soggetto detiene, a seguito di acquisti (in senso stretto o attraverso il meccanismo della maggioranza), una partecipazione superiore al 30% delle azioni con diritto di voto di una società quotata; tale offerta deve avere ad oggetto la totalità delle azioni ordinarie residue. L'offerta deve essere promossa entro 20 giorni dal superamento della soglia a un prezzo non inferiore a quello più elevato pagato dall'offerente nei 12 mesi anteriori alla comunicazione del sorgere dell'obbligo. La Consob può stabilire

un prezzo inferiore/superiore se i prezzi sono stati influenzati da eventi straordinari (es. conflitto bellico, grave crisi) o qualora ritenga che i prezzi siano stati manipolati. L'obbligo di offerta non sussiste se il soggetto entra in possesso di tale partecipazione a seguito di un'offerta pubblica di acquisto diretta a conseguire la totalità delle azioni ordinarie.

Il **TUF** ha stabilito anche altri cinque casi in cui non scatta l'obbligo di OPA totalitaria; in particolare essi riguardano il caso in cui un soggetto sia venuto in possesso di una partecipazione superiore al 30% a seguito di acquisti a titolo gratuito e non oneroso:

- operazioni dirette al salvataggio di società in crisi;
- trasferimento di azioni ordinarie tra soggetti legati da rilevanti rapporti di partecipazione (operazioni infragruppo);
- costituzione pegno o usufrutto;
- cause indipendenti dalla volontà dell'acquirente;
- operazioni di carattere temporaneo;
- operazioni di fusione o di scissione.

ART 45 REGOLAMENTO EMITTENTI

ART. 109 - ACQUISTI DI CONCERTO

Se una pluralità di soggetti collaborano sulla base di un accordo con finalità di acquisire il controllo, mantenere il controllo, rafforzare il controllo o contrastare una scalata, a seguito di acquisti onerosi o maggiorazione anche da una parte di uno solo di essi (frontman) vengano a detenere le soglie rilevanti, devono proporre l'offerta. Le presunzioni del legislatore per il concerto sono:

- esistenza di patto parasociale;
- una società, la sua controllante e le sue controllate;
- società sorelle, sottoposte a medesimo controllo;
- società e suoi amministratori, sindaci, consiglieri di sorveglianza e direttore generale

ART 106, C 3 - ACQUISTI INCREMENTALI

ESENZIONI

- la soglia rilevante è stata raggiunta già a seguito di OPA totalitaria o di OPS se vi sono titoli quotati su mercati regolamentati dell'UE e il legislatore non vuole che venga fatta OPA totalitaria per la seconda volta (gli oblati potrebbero abusare speculando sul prezzo)
- la soglia rilevante, in questo caso del 60%, è stata raggiunta a seguito di OPA non totalitaria ma preventiva volontaria (c'è già una maggioranza stabile) e devono ricorrere congiuntamente le condizioni: 1. nei dodici mesi precedenti l'offerta volontaria l'offerente/gli offerenti non abbiano acquistato più dell'1% (evitare che gli offerenti si infiltrino prima dell'OPA volontaria in modo da condizionare i possessori dei titoli); 2. si ottenga l'approvazione della maggioranza dei vecchi possessori dei titoli (che, esprimendosi favorevolmente dimostrano di voler stare con la nuova maggioranza); 3. la Consob accordi l'esenzione previa verifica delle condizioni precedenti. L'esenzione viene persa (e quindi deve lanciare l'OPA totalitaria) se nei 12 mesi successivi alla chiusura dell'offerta, l'offerente, da solo o in concerto, acquisiti partecipazione in misura superiore all'1% (0.5, 0.7 e si arriva sopra 1% – l'offerente acquista SELETTIVAMENTE da alcuni azionisti pacchetti senza raggiungere la soglia di totalità e non permette agli altri azionisti, che magari

volevano accordarsi, di partecipare all'offerta → elusione della disciplina) anche attraverso contratti a termine oppure, si perde l'esenzione, se vengono deliberate operazioni straordinarie di fusione o scissione (l'offerente entra "in punta di piedi" ma subito dopo modifica drasticamente la società).

- Art. 49 Regolamento Emittenti → il superamento delle soglie rilevanti avvenga nell'ambito di operazioni dirette al salvataggio di società in crisi (principio di favore delle operazioni straordinarie per le imprese in crisi)
- cessioni infragruppo → trasferimento di azioni ordinarie tra soggetti legati da rilevanti rapporti di partecipazione (società sorelle) - se gli azionisti sono gli stessi non ci sono minoranze da tutelare
- operazioni di fusione o di scissione nei casi in cui ci sia tutela delle minoranze ??
- il superamento della soglia avviene a seguito di esercizio di opzioni, warrant

2. OPA preventiva

Offerta pubblica di acquisto o di scambio avente per oggetto almeno il 60% delle azioni ordinarie di una società. L'OPA preventiva può essere realizzata soltanto se sussistono due condizioni:

- l'offerente non abbia acquistato, anche indirettamente, una partecipazione nel capitale superiore all'1% nella società le cui azioni sono oggetto dell'OPA, durante l'anno precedente la comunicazione dell'offerta alla Consob;
- l'efficacia dell'offerta sia approvata da tanti soci che detengono la maggioranza delle azioni ordinarie della società bersaglio (esclusi i voti dell'offerente, del socio di maggioranza e di quanti agiscono in concerto con loro).

Il Testo Unico stabilisce anche che in seguito ad un'OPA preventiva scatta l'obbligo di OPA Totalitaria qualora, entro l'anno dal lancio dell'offerta preventiva, l'offerente (o quanti agiscono in concerto con lui) abbia acquistato una partecipazione superiore all'1%, oppure qualora l'assemblea abbia deliberato operazioni di fusione o scissione.

Obbligo di acquisto - art. 108

OPA RESIDUALE

L'offerente che venga a detenere, a seguito di un'offerta pubblica totalitaria, una partecipazione almeno pari al 95% del capitale rappresentato da **titoli** (in una società italiana quotata) ha l'obbligo di acquistare i restanti titoli nei confronti di chi ne faccia richiesta. Qualora siano emesse più categorie di titoli, l'obbligo sussiste solo per le categorie di titoli per le quali sia stata raggiunta la soglia del 95%.

Salvo quanto sopra, chiunque venga a detenere una partecipazione superiore al 90% del capitale rappresentato da **titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato** (per cause anche diverse dall'OPA), ha l'obbligo di acquistare i restanti titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato da chi ne faccia richiesta se non ripristina entro 90 giorni un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni. Qualora siano emesse più categorie di titoli, l'obbligo sussiste soltanto in relazione alle categorie di titoli per le quali sia stata raggiunta la soglia del 90%.

In entrambi i casi, per la determinazione del prezzo:

→ se la partecipazione è stata raggiunta esclusivamente a seguito di un'OPA totalitaria, il corrispettivo è pari a quello dell'offerta totalitaria precedente, sempreché,

se l'offerta era volontaria, l'offerente abbia acquistato titoli che rappresentino almeno il 90% del capitale con diritto di voto compreso nell'offerta.

→ negli altri casi, il corrispettivo è determinato dalla Consob

L'obbligo di acquisto è controbilanciato dal diritto di recesso (1) e dalla disciplina della revoca dalla quotazione degli strumenti finanziari (2).

(1) gli azionisti dissenzienti o assenti dalle deliberazioni che comportano l'esclusione dalla quotazione di borsa, hanno diritto di recedere dalla società, in linea con la tutela a fronte della perdita della quotazione (di particolare rilievo per l'organizzazione societaria)

(2) le società italiane con azioni quotate nei mercati regolamentati italiani, previa deliberazione dell'assemblea straordinaria, possono richiedere l'esclusione dalle negoziazioni dei propri strumenti finanziari, se ottengono l'ammissione su un altro mercato regolamentato italiano o di altro paese UE, purché sia garantita tutela equivalente degli investitori.

Diritto di acquisto - art 111

L'offerente che venga a detenere a seguito di offerta pubblica totalitaria una partecipazione almeno pari al 95% del capitale rappresentato da titoli (in una società italiana quotata) ha diritto di acquistare i titoli residui entro tre mesi dalla scadenza del termine per l'accettazione dell'offerta, se ha dichiarato nel documento d'offerta l'intenzione di avvalersi di tale diritto. Qualora siano emesse più categorie di titoli, il diritto di acquisto può essere esercitato soltanto per le categorie di titoli per le quali sia stata raggiunta la soglia del 95%. → cessione forzata delle azioni che residuano dopo il lancio di un'offerta totalitaria

Sanzioni

Le violazioni della disciplina (es. OPA obbligatoria che non si lancia)

- il diritto di voto inerente all'intera partecipazione detenuta non può essere esercitato (sospensione alla legittimazione del diritto di voto). Se il voto è stato esercitato ed è stato determinante, la delibera può essere annullata. La Consob è legittimata ad impugnare le delibere.
- i titoli acquistati in eccedenza rispetto alle soglie di 30 e 25 devono essere cedute entro 12 mesi se non sono state rispettate le norme sull'OPA
- sanzioni amministrative
- sanzioni penali

L'offerta fuori sede o porta a porta

ART. 30 e seguenti del TUF

gioca su l'elemento qualificante dell'effetto sorpresa.

Quando si promuovono (lancio dei prodotti sul mercato) e si collocano (stipulazione del contratto) in luogo diverso dalla sede legale o dalle dipendenze (art. 2 regolamento intermediari - stabile organizzazione dotata di mezzi e personale riconducibile al controllo dell'ente e aperta al pubblico) della società emittente, del proponente o dell'incaricato di promozione e collocamento, strumenti finanziari e prodotti finanziari (anche diversi dagli strumenti finanziari) e se avviene presso il pubblico → non è offerta fuori sede quella rivolta ai componenti del CdA (della società e del gruppo) o rivolta a clienti professionali (obbligati ad essere autorizzati e regolati per operare sui mercati - banche, assicurazioni, SIM, fondi ed SGR o imprese di grandi dimensioni → fatturato pari o superiore a 40 milioni).

La finalità della disciplina è la tutela di investitori/risparmiatori che vengono raggiunti dalla promozione dello strumento finanziario in una dinamica che gioca sull'effetto sorpresa. In questo contesto, solo alcuni enti abilitati possono promuovere offerta fuori sede:

- imprese di investimento (banche e SIM)
- SICAV e SICAF solo sulle proprie azioni/partecipazioni, da esse stesse emesse

Ed inoltre, come secondo principio a tutela, questi soggetti devono avvalersi di soggetti, consulenti finanziari, per la promozione porta a porta → promotori iscritti in un albo della Consob, legati alla società per cui lavorano tramite subordinazione o rapporto di lavoro autonomo.

Altre tutele normative: il contratto sottoscritto con promotore finanziario non è efficace per 7 gg dalla sottoscrizione, periodo nel quale si riconosce il diritto di recedere (ius poenitendi), e, se i moduli o formulari utilizzati per la sottoscrizione non contengono la possibilità di recesso entro 7 gg, i contratti sono nulli. Questa nullità può essere fatta valere solo dai consumatori.