

ANDREA NIUTTA

PRODOTTI, STRUMENTI FINANZIARI  
E VALORI MOBILIARI NEL TUF AGGIORNATO  
IN BASE ALLA MIFID (CON IL D.LGS. N. 164/2007)

Estratto da:

RIVISTA DEL DIRITTO COMMERCIALE  
E DEL DIRITTO GENERALE DELLE OBBLIGAZIONI  
N. 10-11-12 (ottobre-novembre-dicembre) 2009

PICCIN NUOVA LIBRARIA S.P.A.  
CASA EDITRICE DR. FRANCESCO VALLARDI

## PRODOTTI, STRUMENTI FINANZIARI E VALORI MOBILIARI NEL TUF AGGIORNATO IN BASE ALLA MIFID (CON IL D.LGS. N. 164/2007)

SOMMARIO: Introduzione: pluralità delle fattispecie e delle discipline. - 1. Prodotti finanziari, circolazione e sollecitazione all'investimento. La questione del collocamento e della circolazione. - 2. Strumenti finanziari e prestazione dei servizi o attività d'investimento. - 3. I (nuovi) valori mobiliari: dall'astratta negoziabilità all'effettiva negoziazione. - 4. *Continuità*: una proposta ermeneutica in chiave di diritto dell'impresa e dei mercati finanziari, tra collocamento e consulenza in materia d'investimento. - 5. Regolazione del mercato e disciplina degli intermediari: profili problematici (e rilevanza delle definizioni per circoscrivere il mercato del prodotto cui applicare la normativa di riferimento). - 6. Dalla regolazione dei mercati alla regolazione dell'emissione e circolazione di strumenti finanziari: la qualità della regolazione (per una ipotesi di "soft-regulation" in vista della migliore tutela dei risparmiatori-investitori). - *Conclusioni*: il giurista tra definizioni funzionali, interpretazione della disciplina e soluzione di problemi tecnici e pratici.

La "ragione sufficiente"<sup>1</sup> di questo studio non può essere individuata né in un'insana passione per le definizioni - poiché l'autore di queste pagine sa bene come ogni definizione, oltre ad essere di per sé pericolosa (perché inevitabilmente caratterizzata da lacune, incapace com'è di comprendere *in toto* una realtà umana, e in specie quella cangiante e in rapida trasformazione, relativa ai mercati finanziari italiani ed internazionali) - né in un'improvvisa ed imprevista attenzione per una sistemazione concettuale fine a se stessa<sup>2</sup>. Infatti, il giurista è

---

(1) Concetto enunciato nel XVIII sec. da G. LEIBNIZ, *La Monadologia*, 1720 e sviluppato, nel XIX sec., da A. SCHOPENHAUER *Sulla quadruplici radice del principio di ragione sufficiente* (titolo originale: *Über die vierfache Wurzel des Satzes vom zureichenden Grunde*), 1813.

(2) Una critica del genere è stata rivolta, nei confronti di quanto sostenuto in un mio contributo del 2007 da A. NIUTTA, *L'abrogazione dell'art. 100, comma 1, lett. f) e le previsioni del nuovo art. 100-bis Tuf nella c.d. "legge sul risparmio"* (1. 28 dicembre 2005, n. 262): *una proposta di ricostruzione sistematica*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2007, I, p. 11 ss.; F. CAPRIGLIONE *I "prodotti" di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche?*, in *BBTC*, 2008, I, p. 20 ss., spec. p. 41, nota 64, nonché p. 44, nota 70, il cui tentativo, purtroppo, si segnala più per il tono utilizzato, in vero sgradevolmente inelegante, se non addirittura personalmente offensivo (e che meraviglia vedere pubblicato in una rivista di nobili ed autorevoli tradizioni), che non per gli argomenti addotti, peraltro

(o, quanto meno, dovrebbe essere) un pragmatico, interessato alla soluzione di problemi concreti più che ad ardite ma vuote ed inutili costruzioni filosofiche e, fra i giuristi, devono esserlo a maggior ragione gli studiosi del diritto commerciale e del diritto dell'economia, dal momento che la loro realtà di riferimento sono le imprese e i mercati. Pertanto, più che su una mera definizione, il cultore di studi giuridici si deve concentrare sulla ricostruzione - in sede di interpretazione del dato normativo - di fattispecie, cioè di un substrato fattuale che impone l'applicazione di una disciplina, a sua volta finalizzata ad offrire soluzione a problemi pratici... e in questa direzione si va a collocare questo studio.

Se, poi, non si può trascurare che un primo stimolo - nella direzione di tale approfondimento - è certamente rinvenibile persino nelle pagine di una recente manualistica<sup>3</sup>, è da rilevare pure che il confronto con le fonti comunitarie (e qui, in particolare, con la Direttiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004, c.d. MIFID<sup>4</sup>) e quindi con un ordinamento almeno in parte

mai deboli, e comunque francamente deludenti: un tentativo, dunque, in fondo infastidito, che non solo non merita, ma prima ancora non permette alcuna risposta, almeno da parte di chi intenda continuare ad attenersi a quei minimi canoni di garbo e di educazione che il dibattito scientifico impone di osservare.

(3) Mi riferisco, in particolare, a R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2008, V ed., pp. 7-15, dove mette in relazione le tre nozioni, di cui propone una prima ricostruzione organica "a sistema".

(4) Come modificata dalla direttiva 2006/31/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 5 aprile 2006 ed attuata dalla direttiva 2006/73/CE della Commissione, del 10 agosto 2006 e dal regolamento 1287/2006 della Commissione, del 10 agosto 2006 (cfr. F. CAPIGLIONE, *La problematica relativa al recepimento della MIFID*, in AA.VV., *La nuova normativa MIFID*, a cura di M. DE POLI, Padova 2009, p. 155 ss.); un'accurata ricostruzione del dato normativo corrispondente alla MIFID e un corretto inquadramento sistematico dei suoi effetti sull'ordinamento italiano v. G. CARBONIO, *Mito attività assicurativa, autorità di vigilanza*, in *Dir. banc. merc.*, 2008, I, p. 425. È da evidenziare come questa si pone nel solco delle Direttive 107 e 108 del 2001, comunemente indicate con l'acronimo UCITS 3 (che sta per "Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities" ed è sostanzialmente tradotto con l'espressione OICVM, da contrapporre a quella - OICR - impiegata nel TUF; v. *infra*, sub par. 2). È da evidenziare, in via preliminare, che - proprio a proposito dei prodotti finanziari emessi dalle imprese di assicurazione - si può osservare una certa attitudine del legislatore nazionale all'*over-regulation* (cfr. L. PROSPERETTI, *Pericoli di over-regulation nelle comunicazioni elettroniche*, in *L'industria*, 2001, pp. 375-378), che anzi si spinge fino all'estremo di proporre persino regole non solo quando non è ancora necessario (cfr. N. ARBANI, *Il nuovo regime dei conferimenti in natura senza relazione di stima*, in *Riv. not.*, 2009), ma persino in situazioni dove una normativa di rango superiore (comunitario, nel caso di specie) disciplina in modo differente la medesima materia e sussista comunque il dovere del nostro Paese di conformarsi a quella regolazione.

differente dal nostro - nei presupposti culturali e storici - ma, allo stesso tempo, cui occorre confrontarsi e conformarsi<sup>5</sup>, allora quella che all'inizio è stata indicata solo quale spunto utile ai fini di questo studio, potrebbe addirittura apparire come obiettivo da reputare conseguito e dimostrato - all'esito dell'indagine, chiaramente - quanto meno sul piano concettuale.

Per completezza, però, è opportuno aggiungere che queste brevi note si collocano all'interno di un *work in progress*, inteso a proporre un sistema utile per tutta la disciplina relativa al settore della finanza (quanto meno in ambito europeo ed italiano), nell'augurio che il lavoro degli ultimi anni - al livello d'interpretazione della disciplina e ricostruzione del sistema - possa giungere ad un suo (almeno storicamente relativo) compimento - riducendo così il tasso d'incertezza dei pratici<sup>6</sup> (con i costi sociali<sup>7</sup> che ne conseguono) e l'opinabilità delle

È il caso della normativa sulla distribuzione dei prodotti assicurativi che - al livello comunitario (mi riferisco alla direttiva 2002/92/CE) - risulta di per sé fuori dall'ambito di applicazione della MIFID (essendo invece soggetta a specifiche direttive, dettate in funzione della regolazione delle imprese di assicurazione; v. l'art. 2 della direttiva 2004/39/CE), il dove - al livello nazionale - il regolatore non si sottrae alla tentazione di sottoporre (ma, come si dirà, "a macchia di leopardo") lo stesso fenomeno alle regole che si ritengono congrue - rispettivamente, per le imprese di assicurazione (che collocano come prodotto contratti "naturalmente intermediati"; v. L. DELLI PRISCOLI-L. DI BRINA-C. RUSSO, *I contratti delle imprese*, Torino, 2007, p. 182 ss.), su di un versante e, sull'altro, per gli intermediari ed i mercati finanziari.

(5) Il nostro ordinamento, infatti, presuppone come "GrundNorm" non solo la Carta Costituzionale, ma anche - per effetto dell'esplicito rinvio dell'art. 7 Cost. ai Trattati internazionali cui il nostro Paese ha aderito - il Trattato di Roma (con le sue modifiche successive - per tutte, quella di Maastricht e le variazioni ed applicazioni che sono seguite - con ciò andando ad incidere sulla stessa relazione in merito alle norme applicabili in ambito nazionale.

(6) Che risulta tale da produrre rilevanti costi di transazione: mi si consenta di rinviare a concetti e richiami bibliografici già espressi in precedenza: v. A. NUTTA *Gli investitori istituzionali nella disciplina delle società di capitali*, Roma, 2000 (ed. provv. a cura della stamperia Pioda in Roma), par. 2.5 (105); per un riferimento più recente, da ultimo, C. MALBERTI - E. SIRONI, *L'adeguamento delle società quotate al procedimento di nomina del consiglio di amministrazione mediante voto di lista: un'analisi empirica*, in *Riv. soc.*, 2008, I, p. 728.

(7) *Sui cc. dd. "costi sociali"* (per cui v. R.H. COASE, *The Problem of Social Cost*, in *Journ. Law Econ.*, 1960, 3, nella trad. it. Id., *I costi sociali*, in AA. VV. *Interpretazione giuridica e analisi economica*, a cura di G. ALFA, F. PULITINI, S. BODOTA, F. ROMANI, Milano, 1982, p. 21; v. anche G.J. STIGLER, *I costi sociali e l'inflazione*, *ist.* p. 28). Altra parte della dottrina preferisce parlare - in proposito - di *market failures*: cfr. G. FERRARINI, *"Scelte tragiche". Nuovi sviluppi dell'analisi economica del diritto*, già in *Pol. Dir.*, 1978, p. 457, ora in AA. VV., *Interpretazione giuridica ed analisi economica*, p. 524 nonché, anche di *regulatory failures* (cfr. AA. VV., *Atti del primo convegno dei Docenti italiani di Diritto dell'economia*, Bologna, 5 novembre 1999, spec. l'intervento di F. COCCOZZA, p. 51).

soluzioni suggerite in dottrina e recepite in giurisprudenza, tale da produrre un incremento dei costi di transazione che pare inconciliabile con l'attuale fase di difficoltà per l'economia e la finanza.

Ma ritorniamo al tema: quale può essere la *ratio* delle modifiche - da reputare, secondo i consueti canoni per l'interpretazione in generale delle norme di legge (desumibili dalle cc. dd. "pre-leggi", poste all'apertura del nostro codice civile), per cui l'interprete deve adottare una chiave di lettura capace di generare un'esegesi delle norme nuove tale da non farle risultare del tutto inutili e vuote - non meramente formali, introdotte ora nel TUF in attuazione della MIFID, e quale potrà essere il loro impatto sulla normativa e sui problemi che la stessa mira ad affrontare? Sul piano applicativo, è noto che l'elencazione presente all'art. 1 del TUF, disposizione rubrica "definizioni", oltre ad essere chiusa<sup>8</sup>, è destinata a trovare applicazione in ogni declinazione del diritto civile, commerciale e dei mercati finanziari italiani, chiaramente "fino a prova contraria", cioè finché una norma di legge, o una disposizione di rango superiore (costituzionale o comunitario), cui il legislatore italiano si debba conformare, non disponga in senso diverso<sup>9</sup>.

(8) Nel senso già precisato in un lavoro precedente: cfr. A. NIUTTA, *Strumenti finanziari nei patrimoni destinati ex art. 2447/bis, 1 comma, lett. a): un nuovo mezzo di finanziamento nel diritto delle società per azioni e un nuovo prodotto finanziario per il mercato?*, in questa *Rivista*, 2006, I, p. 235 (nonché *sub par.* 8, p. 276), gli elenchi di cui all'art. 1 TUF sono solo relativamente chiusi, consentendo sia l'individuazione di ipotesi nuove rientranti nella medesima fattispecie da parte del Ministero dell'economia e delle finanze con il regolamento di cui al comma 2-bis del medesimo art. 1, che un nuovo pronunciamento del medesimo legislatore sul punto.

(9) Come noto, la cosa è già avvenuta con la l. n. 130/1999 (cfr., da ultimo, A. BERGOTTO, *La cartolarizzazione dei crediti*, in *AA. VV., I nuovi contratti finanziari*, a cura di E. DAMIANI, Napoli, 2008, 36 - all'art. 5, che prevede al comma 2 sia l'inapplicabilità delle disposizioni civilistiche di cui agli artt. 2410 ss. sull'emissione di obbligazioni, che le norme di cui all'art. 11 TUB sull'emissione di obbligazioni bancarie come strumento di raccolta del risparmio (cfr. M. PORZIO, *La raccolta del risparmio: la disciplina dell'emissione di obbligazioni e di titoli di deposito delle banche*, in *AA. VV., Studi sulla nuova legge bancaria*, a cura di V. MEZZACAPPO, Roma 1994, p. 51; da ultimo, v. A. GIANNELLI, *sub 2410 ss.*, in *AA. VV., Obbligazioni. Bilancio*, a cura di M. NOTARI e L.A. BIANCHI, in *AA. VV., Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI, F. GHEZZI e M. NOTARI, Milano, 2006, p. 5) - ma anche con la novellazione del codice civile per la riforma del diritto delle società di capitali, che ha previsto (tra l'altro) l'emissione di titoli di debito da parte delle s.r.l., di fatto ampliando l'elenco degli strumenti finanziari recato dal TUF (cfr. M. CAMPORBASSO, *I titoli di debito delle s.r.l. tra autonomia privata e tutela del risparmio*, in *AA. VV., Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian-Franco Campobasso*, diretto da P. ABBADESSA e G.B. PORTALE, III, Torino, 2006, p. 745).

Un'ulteriore chiave di lettura - particolarmente coerente con la specificità del diritto commerciale rispetto all'ambito civilistico italiano - è rinvenibile nella funzione propria di ciascuna delle fattispecie (pre-esistenti e nuove<sup>10</sup>) rintracciabili nel TUF.

È con riguardo alla funzione della fattispecie di prodotto finanziario e in relazione alla sua previsione in riferimento ai due momenti del collocamento<sup>11</sup> (cioè, all'immissione sul c.d. "mercato primario"),

(10) Mentre il *nomen juris* "valore mobiliare" adoperato dall'art. 1, comma 1-bis e al comma 2, TUF (sulla scorta di analoghe previsioni ricavabili dalla Direttiva MIFID, così come dalla più recente versione della Direttiva UCITS, dove si ricorre all'acronimo OICVM in luogo di quello OICR impiegato nel TUF) corrisponde ad un concetto già da tempo utilizzato dalla dottrina italiana, sulla scorta della nozione di *valeurs mobilières* adoperata Oltralpe (v., da ultimo, L. SALAMONE - M. ONZA, *Prodotti, strumenti finanziari, valori mobiliari*, destinato al *Dizionario di diritto privato* diretto da Irti, ma anche in uscita (con modeste variazioni) su *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I; cfr., in proposito, R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 7, per il quale il dato caratterizzante della fattispecie è la negoziabilità ma - prima del suo superamento, anche se non definitivo, legato al d.lgs. n. 415/1996 - non era desumibile un'accezione unica ed unitaria del termine valore mobiliare; B. LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Milano, 1999, p. 109; L. SALAMONE, *Unità e molteplicità della nozione di valore mobiliare*, Milano, 1995, p. 10; P. SPADA, *Introduzione al diritto dei titoli di credito*, Torino, 1992, p. 105), risulta abbastanza innovativa la fattispecie introdotta con il comma 1-bis appena citato. Infatti, sembra a questo punto "ripulita" da ogni rimando ai titoli di partecipazione - propri della stagione di "creatività finanziaria" che ha trovato una prima risposta nella l. n. 1/91 - mentre l'attenzione ai fatti nuovi, legati sia al nuovo diritto societario che alle sperimentazioni della prassi internazionale dell'ambito finanziario, introduce situazioni di fatto in precedenza estranee alla fattispecie valore mobiliare, che risultava più o meno omogenea a quella di strumento finanziario.

Al di là della denominazione impiegata, allora, sembra che non solo la logica sottostante (quella che viene comunemente indicata parlando di *ratio*), che la funzione della fattispecie - sul piano degli interessi tutelati - corrispondente al nuovo valore mobiliare siano effettivamente abbastanza differenti (v. *infra*, *sub par.* 3.), come - peraltro - rivela già la coincidenza (come vedremo, al par. 5., assolutamente non casuale) tra la denominazione "Transferable Securities" adoperata dalla direttiva UCITS 3 (v. *supra*, nota 3) e i nuovi valori mobiliari introdotti nel TUF col recepimento della MIFID.

(11) Non s'intende qui entrare in contraddizione, né tanto meno confutare l'interpretazione - già espressa in precedenza (cfr. A. NIUTTA, *L'abrogazione dell'art. 100, comma 1, lett. f)*, cit., p. 17, *spec. sub par.* 6.) - circa l'opportunità di applicare l'art. 100-bis TUF (malgrado quanto sembra indicare univocamente la sua rubrica) ad ogni ipotesi di collocamento sul mercato di prodotti finanziari, e non solo alla circolazione di quelli già immessi sul mercato. È solo da ritenere il termine collocamento come una locuzione dotata di una duplice valenza: quella d'indicazione generica - utile a richiamare ogni relazione delle imprese d'investimento con il mercato dove offrono prodotti finanziari in cambio di disponibilità monetaria - come l'altra (adoperata in questa sede nel testo), cui ricorrere solo a proposito della prima immissione dei prodotti finanziari sul mercato. Sull'interpretazione dell'art. 100-bis TUF, da ultimo, cfr. F. BOCCICCHIO, *La nuova norma sui titoli di "selling restriction": effettività e limiti*, in *Contr. impr.*, 2008, p. 528, nonché R.

nonché delle implicazioni specifiche della circolazione (e quindi della correlazione con il c.d. "mercato secondario"<sup>12</sup>) che s'intende dispiegare le considerazioni svolte nel prosieguo.

1. Per sgombrare il campo da ogni sensazione di inutilità e preteusività di queste considerazioni, è il caso di ribadire che il dato emergente - per uno studioso del diritto dei mercati finanziari - è probabilmente non tanto la mera regolazione dell'impresa che realizza l'attività d'intermediazione finanziaria, né solo la disciplina pubblicistica<sup>13</sup> o quella privatistica relative ai suoi prodotti come contratti, ma piuttosto la predisposizione di norme che hanno come obiettivo primario anche la riduzione di asimmetrie informative<sup>14</sup> (utile a migliorare il

VIGLIONE, *Nullità e risarcimento del danno nell'art. 100 bis TUF: quale tutela per l'investitore non professionale*, in *Contr. impr.*, 2008, p. 55; v. anche M. ZECCHINI, *L'offerta al pubblico di prodotti finanziari*, in *AA. VV., Manuale di diritto del mercato finanziario*, a cura di S. AMOROSINO, Milano, 2008, p. 259.

(12) La distinzione tra mercato primario e secondario costituisce ora un risultato acquisito anche per i giuristi: v. A. NIUTTA, *Strumenti finanziari*, cit., p. 235 - sub par. 8. - nonché ID., *L'abrogazione*, cit., 19, sub nota 12; da ultimo, impiega la nozione P.F. MONDINI, *I conflitti di interesse degli intermediari bancari nella prestazione di servizi di investimento*, Milano, 2008, pp. 41 e 54 (dove identifica correttamente nel "mispricing" l'effetto di asimmetrie informative e condotte fraudolente sul securities market - cioè, in violazione delle regole).

(13) Si adotta qui l'accezione particolarmente "estesa" (e, se si vuole, a-technica) del termine espressa in un documento del 2005 dell'associazione Disiano Preite e richiamato, di recente, da M. CERA, *Il sistema dualistico e l'ordinamento bancario*, in *Riv. soc.*, 2008, p. 916.

(14) Il concetto di "asimmetrie informative" costituisce un classico portato della dottrina che ha impiegato i canoni dell'analisi economica del diritto, studiando uno dei dati di fatto caratterizzanti un mercato e che rappresentano un presupposto comunemente assunto come giustificativo della regolazione eteronoma; cfr. C. BENASSI, *Mercati finanziari ed asimmetrie informative*, Bologna, 1992; M. DE POLI, *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, Padova, 2002; P. GALLO, *Asimmetrie informative e doveri di informazione*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, p. 641; per un'applicazione specifica al diritto dei contratti di assicurazione, cfr. C. RUSSO, *Trasparenza ed informazione nel contratto di assicurazione*, Padova, 2001 da ultimo, mi sia consentito rinviare a A. NIUTTA, *L'abrogazione*, cit., p. 38 e ID., *Patrimoni destinati e procedure concorsuali (a seguito della riforma che ha interessato il diritto fallimentare)*, in *Dir. fall.*, 2008, I, p. 362, dove imposto la questione parallela delle asimmetrie di regolazione come fattore di distorsione rispetto al funzionamento ottimale del mercato (ci si riferisce, ovviamente, all' "ottimo paretiano", concetto elaborato dalla microeconomia classica per indicare l'efficienza allocativa del libero mercato (cfr. V. PARETO, *Cours d'Economie Politique*, Losanna 1896). Si condivide qui la tesi - espressa in dottrina (v. M.A. STEFANELLI, *Mercati regolati?*, in *www.giustamm.it*, n. 10, 2006) che pone la buona regolazione come un presupposto perché il mercato consegua tale risultato, cui naturalmente non riesce ad arrivare. Mi

funzionamento del mercato<sup>15</sup> dove sono trattati i prodotti finanziari) e l'imposizione di regole uniformi di condotta agli intermediari medesimi e agli emittenti<sup>16</sup> (nonché agli investitori istituzio-

chiedo, tuttavia se la stessa condizione della buona regolazione non debba sfociare in un "periodo ipotetico di terzo tipo" ...

(15) In particolare, ci si riferisce all'efficienza del mercato quanto al meccanismo di formazione dei prezzi. In un mercato efficiente i prezzi dovrebbero rappresentare un indice di scarsità relativa dei beni oggetto di negoziazione.

Un'autorevole dottrina (v. A. NIGRO, *La nuova regolamentazione dei mercati finanziari: i principi di fondo delle direttive e del regolamento MIFID*, in *Dir. banca e merc. fin.*, 2008, I, p. 3), individua sei linee guida intorno alle quali si condensa l'intervento comunitario (a livello sia di direttive, che di regolamento) MIFID sui mercati finanziari, in particolare parlando tra l'altro di un complessivo ampliamento dell'area sottoposta a regolazione - nell'ambito dell'attività d'impresa - nonché di uno sforzo per rendere omogenee le regole da applicare nei vari comparti, il tutto in funzione dell'innalzamento del grado di concorrenza tra le imprese.

È da evidenziare, in proposito, che l'obiettivo di una riduzione delle asimmetrie di regolazione, tra le varie tipologie d'impresa e i vari prodotti, forse non è del tutto conseguito: a proposito dei prodotti finanziari emessi dalle imprese di assicurazione (di cui all'art. 1, comma 1, lett. *w/bis*, TUF), permane una sostanziale differenza nella tutela offerta ai risparmiatori che investano nel prodotto a seconda del canale distributivo attraverso il quale viene immesso sul mercato (bancario-finanziario o assicurativo, v. *infra*, sub par. 5.), mentre la regolazione prevista dal TUF non è applicabile a quei prodotti finanziari che - pur essendo emessi dalle imprese di assicurazione secondo la previsione della lett. *w/bis*, vengono indicati da quella stessa disposizione le "forme pensionistiche individuali di cui all'articolo 13, comma 1, lettera *b*)", del decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252". Il TUF non nega che si tratti di prodotti finanziari (comunque connotati da una "prestazione di sicurezza"; per una recente proposta d'inquadramento sistematico della categoria, cfr. E. DAMIANI, *Contratto assicurativo e prestazione di sicurezza*, Milano, 2008, p. 143), ma esclude che possa essere applicato al loro collocamento la disciplina che si reputa in generale congrua per il regolamento del mercato finanziario e per l'operatività di banche ed intermediari finanziari in ordine al collocamento e alla circolazione degli altri prodotti finanziari.

Mi pare che, in tal modo, si perpetui l'asimmetria di regolazione che lamentavo già in precedenza (v. *supra*, lo scritto citato sub nota 11) e che potrebbe - a lungo andare - produrre un potente disincentivo ad investire nel nostro Paese.

(16) Non è casuale, infatti, che il Reg. Emittenti (adottato dalla CONSOB con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modifiche - mi riferisco, da ultimo, a quelle apportate con la delibera n. 15915 del 3 maggio 2007 e con delibera n. 15960 del 30 maggio 2007 - spec. agli artt. 65 ss., corrispondenti al Titolo II della Parte III, rubricato "Informazione societaria", e poi con delibere del 18 giugno 2008, n. 16709 del 27 novembre 2008, n. 16840 del 19 marzo 2009 e n. 16850 del 1° aprile 2009), concerna tutte quelle informazioni che l'emittente deve fornire al mercato fuori da un appello al pubblico risparmio, sia che si realizzi nella forma di una sollecitazione all'investimento o di una offerta pubblica di acquisto o di scambio. È da ritenere, allora, che quelle regole - come quelle dettate per gli intermediari, e per gli investitori istituzionali - attengono al normale funzionamento del mercato, che si realizza fuori dalle fasi "topiche" (di cui alla Parte II, Titolo I, Capo I e Tit. II, Capo I e II) dell'appello al pubblico

nali<sup>17)</sup>, in funzione della protezione del risparmio diffuso.

Un sistema adeguato di norme sui mercati finanziari rende possibile ai soggetti che abbisognano di risorse finanziarie ottenerle - obbligandosi a restituirle e pagando un'adeguata remunerazione per la dilazione nel rimborso<sup>18)</sup> - dai soggetti che ne hanno un'eccedenza per effetto del risparmio. Inoltre, una disciplina efficiente dei mercati finanziari<sup>19)</sup> deve risultare non solo conforme ai principi comunitari e finalmente coerente - in un'ottica di competizione globale tra gli ordinamenti - con la regolazione dei nostri competitors a livello interna-

risparmio. La regola fondamentale, in questo contesto, è la parità d'informazione, cioè proprio il contrasto delle asimmetrie informative attraverso l'imposizione di doveri d'informazione in capo ad intermediari, emittenti ed investitori istituzionali.

(17) S'adopera, nel testo, un concetto normativo (v. *infra*, alla nota 34) - quello d'investitori istituzionali, appunto - tuttora utilizzato in dottrina (v. R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 179), ma nell'accezione già altrove da me adottata (A. NIUTTA, *Gli investitori istituzionali*, cit., p. 6). La principale differenza che sussiste tra le due ricostruzioni attiene al ruolo che riconosco ai fondi pensione come investitori istituzionali: non è affatto trascurabile - nell'ottica di un'indagine condotta seguendo l'impostazione delle analisi di *Law and Economics* - l'indicazione relativa alla differente funzione (previdenziale e non d'investimento) dei fondi pensione, ma neppure quelle relative al diverso "orizzonte temporale". È da apprezzare, tuttavia, il differente modo di essere soci dei fondi comuni e dei fondi pensione (v. *ivi*, *sub* par. 1.5 e 1.6, pp. 25-36).

Impiega il medesimo concetto normativo anche G. ROSSI, *Quale capitalismo di mercato?*, in *Riv. soc.*, 2008, p. 909, dove si riferisce non solo ai fondi pensione e ai fondi hedge, ma anche ai cc. dd. "fondi sovrani" (o *sovereign wealth funds*); cfr. anche A. GUACCIO - E.J. PAN-MATTHEW CHISTER, *Investimenti stranieri e fondi sovrani: forme di controllo nella prospettiva comparata USA-Europa*, in *Riv. soc.*, 2008, p. 1359.

(18) È questo l'elemento caratteristico dell'attività finanziaria nell'insegnamento di P. FERRO-LUZZI, *Nozione di attività bancaria*, in *AA. VV.*, *La nuova legge bancaria. Il t.u. delle leggi sull'intermediazione bancaria e creditizia e le disposizioni di attuazione. Commentario* a cura di P. FERRO-LUZZI e G. CASTALDI, tomo I, Milano, 1996, p. 233 (dove riferisce il carattere della dilazione, in particolare, alle operazioni creditizie); cfr. anche, da ultimo, F. BOCCICCHIO, *Attività bancaria e risparmio gestito: sussiste un conflitto di interessi? Il problema e le suggestioni*, in *Contr. impr.*, 2008, p. 818; A. ANTONUCCI, *Regole di condotta e conflitti d'interessi*, in *AA. VV.*, *La nuova normativa MIFID*, a cura di M. DE POLI, cit., p. 53.

(19) Che sia, cioè, capace di agevolare un'allocazione ottimale del risparmio, che rappresenta sia la sola condizione per favorire non solo la scelta da parte dell'aggregato corrispondente alle famiglie - di continuare a risparmiare una parte del reddito invece di consumarlo - ma anche l'opzione da parte delle imprese d'investire nel nostro Paese invece che all'estero. Dunque, è probabile che una regolazione ottimale dei mercati finanziari possa comportare pure (a livello macroeconomico) risultati utili, nel senso di trattenere disponibilità finanziarie sui mercati nazionali e, almeno indirettamente, favorire impieghi produttivi di quel risparmio a livello nazionale, piuttosto che un impiego finanziario all'estero.

zionale (cioè, sul mercato mondiale dei capitali), ma pure atta a recare, come fine ultimo, un sistema di regole rassicuranti per il risparmiatore italiano (e non solo), nonché capaci di soddisfare un interesse pubblico all'informazione<sup>20)</sup> e alla trasparenza<sup>21)</sup>.

Il risparmiatore-investitore, infatti, opera sui mercati finanziari acquistando prodotti finanziari, offrendo una parte della propria disponibilità di denaro<sup>22)</sup>, in cambio di titoli che gli assicurino sia una

(20) R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 179.

L'interesse all'informazione, oltre ad essere pubblico - cioè, ad appartenere alla generalità e ad essere rimesso ad autorità indipendenti (soggette a discipline pubblicistiche) al fine di ottimizzarne la tutela - è anche diffuso, poiché si specifica in capo a tutte le persone e gli enti soggetti a quel dato ordinamento settoriale: i risparmiatori-investitori (che necessitano delle informazioni per scegliere se, come quando e in cosa investire o disinvestire), gli intermediari - che impiegano i dati informativi nella propria attività e sono tenuti a trasmettere all'Authority informazioni sulla stessa - le società emittenti (che non solo sono tenuti a dare informazioni periodiche alle Authorities di settore, ma sono obbligati ad effettuare opzioni sulla propria struttura organizzativa in funzione di norme inderogabili poste a tutela di quei medesimi interessi diffusi; mi si consenta di rinviare a quanto sostenuto in un mio lavoro, dal titolo "Modelli di governance (amministrazione e controllo nelle piccole e medie imprese italiane)", in corso di pubblicazione su *Riv. soc.*, 2009, I, p. 347.

(21) La trasparenza costituisce, invece, esclusivamente un carattere imposto dalla normativa agli emittenti - di prodotti e strumenti finanziari, specialmente se corrispondenti a valori mobiliari - nonché agli intermediari - cioè i soggetti abilitati a prestare servizi d'investimento (cfr. V. CALABRIA BUONAIURA, *La trasparenza nei servizi bancari di investimento*, in questa *Rivista*, 2008, I, p. 220; v. ancora A. NIGRO, *Disciplina di trasparenza delle operazioni bancarie e contenuto delle condizioni contrattuali: note esegutiche*, in *Dir. banca e merc. fin.*, 1998, I, p. 515) - alle organizzazioni di mercato corrispondenti a mercati regolamentati, a sistemi multilaterali di negoziazione (sostanzialmente coincidenti con quelli che, in precedenza - erano denominati semplicemente *Soi*, attualmente regolati all'art. 1, comma 5-*octies*, nonché all'art. 77-*bis* TUF) o quelli che il TUF definisce oggi come "internalizzatori sistematici" (ex art. 1, comma 5-*ter*) o come "market makers" (ai sensi del successivo comma 5-*quater*). Si tratta, nel secondo caso, di una condizione propria dell'intermediario abilitato a svolgere, come servizio d'investimento, la negoziazione per conto proprio, mentre nel primo caso occorre la gestione di un mercato, anche se questo può essere stato costituito o semplicemente organizzato da un intermediario finanziario abilitato a prestare - come servizio d'investimento - la "gestione di sistemi multilaterali di negoziazione", ai sensi dell'art. 1, comma III, lett. g), TUF (cfr. M. SEPI,  *Mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione e internalizzatori sistematici nel recepimento della direttiva MIFID*, in *AA. VV.*, *La nuova normativa MIFID*, a cura di M. DE POLI, cit., p. 113.

(22) G. TERRANOVA, *I contratti bancari nel sistema del codice civile: un modello per un codice europeo dei contratti*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, I, p. 525.

Sulla rilevanza - anche giurispubblicistica - del fenomeno ci si intratterrà, *infra*, al par. 5., in particolare considerando la competenza della Banca d'Italia in ordine all'emissione di strumenti finanziari come meccanismo atto ad incentivare:

conservazione della ricchezza - anche se trasformata, perché non corrisponde più alla liquidità attuale, ma a prodotti finanziari<sup>23</sup> - che una remunerazione, più o meno consistente in funzione dei caratteri propri dei prodotti finanziari in cui viene investita<sup>24</sup>.

Per cominciare, allora, a distinguere una fattispecie dall'altra, è d'uopo muovere dalla nozione che si ricava dal testo dell'art. 1 TUF (disposizione rubricata, appunto "Definizioni").

In base all'art. 1, comma 1, lett. *h*), TUF: costituiscono la categoria generale dei "prodotti finanziari"<sup>25</sup> tutti "gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria"<sup>26</sup>. Nel prosie-

a. Un impiego produttivo delle liquidità, che viene così ad essere risparmiata - cioè, sottratta ai consumi, con l'effetto di ridurre eventuali spinte inflattive;

b. Un incremento della ricchezza risparmiata e investita che non "pesa" sul settore bancario, non incidendo né sugli impieghi, né (almeno direttamente) sull'entità del risparmio riferibile alla raccolta, sia esse realizzata attraverso depositi o l'emissione di titoli ai sensi dell'art. 11 TUB, come avviene - ad es., attraverso l'emissione di titoli ABS (cfr. M. GARGANTINI, *La raccolta non bancaria del risparmio: evoluzione della fattispecie*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2008, I, p. 88 e 96), o con il c.d. risparmio assicurativo o previdenziale.

(23) Cfr. B. LIBONATI, *Corso di diritto commerciale*, Milano 2009, p. 640, per il quale già il titolo di credito, in quanto strumento di mobilitazione della ricchezza, riveste - sul piano funzionale - il ruolo di "moneta dei mercanti sul piano dei rapporti commerciali".

Nel testo si parla di liquidità trasformata perché i prodotti finanziari acquisiti sono - a loro volta - ancora suscettibili di dare luogo nuovamente a liquidità, ad es. non solo qualora consistono in strumenti finanziari (e, in particolar modo, quando questi sono valori mobiliari, negoziati su mercati regolamentati), ma anche quando è agevole il disinvestimento (come accade per gli OICR aperti), o comunque ricavare liquidità dal prodotto finanziario, il che avviene - al superamento di un certo termine di durata del contratto - pure nel caso di alcuni prodotti assicurativi (le polizze vita; cfr. A. LUBERTI, *Funzione finanziaria e previdenziale dei prodotti assicurativi: riflessi in ordine alla regolamentazione e alla vigilanza*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2008, I, p. 45) o, sia pure con maggiori difficoltà, previdenziali (i fondi pensione; cfr. M.E. SALERNO, *Il nuovo decreto sulla previdenza complementare: verso un'equiparazione delle forme pensionistiche collettive ed individuali*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2007, I, p. 687).

(24) Ci si riferisce alla consueta alternativa (riscontrabile sempre, in ambito finanziario) tra rendimento e rischio, che risulta caratterizzante rispetto ad ogni modalità d'investimento.

(25) Non pare più condivisibile, allora, la valutazione espressa a suo tempo da M. BESSONE, *I mercati mobiliari*, Milano, 2002, p. 54 (reputando la nozione non solo aperta, ma addirittura indeterminata), mentre pare chiaro che il legislatore ha recepito le indicazioni della dottrina - indicata *infra*, alla nota che segue - cui *adde* F. PARELLA, *Intermediazione finanziaria e strumenti finanziari*, in AA. VV., *Manuale di diritto del mercato finanziario*, a cura di S. AMOROSINO e C. RABITI BEDOGNI, Milano, 2004, p. 47.

(26) Il richiamo d'obbligo - per una chiara definizione di attività finanziaria - è tuttora il pensiero di P. FERRO-LUZZI, nota 18, 233, che riconosce come dato caratte-

guo, la disposizione precisa che "non costituiscono prodotti finanziari i depositi bancari o postali non rappresentati da strumenti finanziari", il che implica la ricomprensione nella fattispecie dei prodotti finanziari - e l'applicazione della disciplina relativa al loro collocamento<sup>27</sup> - anche per i depositi bancari o postali rappresentati da strumenti finanziari, cioè ad es., da obbligazioni o altri titoli di debito<sup>28</sup> (come, ad es., i certificati di deposito emessi dalle banche).

rizzante la circostanza di muovere da una somma data di denaro per giungere ad un'altra quantità di disponibilità misurata in numerario. Qui si parla di investimento "di natura finanziaria" perché l'investimento potrebbe anche concernere "quidditas" differenti da una determinata somma di denaro (ma corrispondere, ad es., a un certo impegno lavorativo, inteso come prestazione d'opera, o accedere ad un rapporto contrattuale già concluso e relativo ad altri beni; è quanto può avvenire con le *options*), o condurre ad un risultato di per sé diverso da una somma di denaro (come avviene, ad es., investendo in immobili).

(27) Il collocamento realizzato tramite soggetti abilitati - ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. *f*), TUF - concerne non solo il mercato primario, ma può riguardare anche il mercato secondario, dal momento che un'altra disposizione - e, in particolare, l'art. 25, comma 1, TUF - pone l'una accanto all'altra la sottoscrizione e il collocamento, per significare appunto che l'immissione sul mercato (cui provvede l'intermediario, attraverso un servizio o attività d'investimento, di cui rispettivamente, alle lett. *e*) e *e-bis*), dell'1, comma 5, TUF) può riguardare sia titoli ancora da emettere - e quindi interessare il mercato primario - che titoli già emessi, ma sottoscritti dallo stesso intermediario, ovvero già acquisiti (ad es., attraverso un'OPA e da dismettere, una volta conseguito il controllo dell'emittente *target*), oppure concernere titoli non quotati, per i quali occorre conseguire un dato livello di diffusione in vista della quotazione (cfr. A. NIJTTA, *Modelli di governance (amministrazione e controllo nelle piccole e medie imprese italiane)*, in *Riv. soc.*, 2009, I, p. 353, spec. sub nota 25), spec. sub nota 25). In questo caso, il collocamento si realizza sul mercato secondario.

Il collocamento entra pure nell'endiadi di cui all'art. 30 e alla fattispecie dell'art. 32 TUF, disposizioni che regolano l'offerta fuori sede e l'offerta a distanza (su cui, da ultimo, v. V. RISSO, *Promotori finanziari e mercato del risparmio. Un mercato che cambia, una professione che cresce*, in *Dir. banca e merc. fin.*, 2008, I, p. 15, cui *adde* G.L. GRECO, sub art. 11, L. n. 262/2005 nonché art. 1, comma VII, d.lgs. n. 303/2006 e art. 3, commi III-VI e VIII, d.lgs. n. 303/2006, in A. NIGRO-V. SANTORO, *La tutela del risparmio*, Torino, 2007, p. 136).

(28) Rientrano, tra questi titoli, pure quelli emessi da s.r.l. ai sensi dell'art. 2483 c.c., anche se caratterizzati, nella loro circolazione, dalle conseguenze previste nella medesima disposizione; cfr. G. CARRAS, sub 2483 c.c., in AA. VV., *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. NICCOLINI - A. STAGNO D'ALCONTRES, III, Napoli, 2004, p. 1691, nonché M. CAMPORASSO, *I titoli di debito*, cit., p. 745. È chiaro, però, che i titoli di debito emessi dalle s.r.l. non sono fatti per circolare sul mercato dei capitali, a differenza degli altri titoli di debito menzionati in questo lavoro (cfr. la nota 99 che segue).

In generale, sul *nomen juris*, v. P. SPADA, *L'emissione di titoli di debito nella "nuova" società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 802.

Dunque, si può sostenere che i prodotti finanziari costituiscono una tipologia di contratti stipulati da banche ed intermediari<sup>29</sup> con la clientela, includendo in particolare quelli che danno luogo all'emissione, o comunque al collocamento presso il pubblico di valori mobiliari ed altri strumenti finanziari, esclusi i contratti con i quali gli stessi intermediari effettuano raccolta del risparmio (*id est*, costituendo depositi bancari o postali) presso la clientela senza emettere strumenti finanziari.

La fattispecie così definita è funzionale all'applicazione della disciplina sinteticamente indicata dalla previsione della lettera che la precede, cioè la *t*) della medesima disposizione. Ci si riferisce, in sostanza, all'"offerta al pubblico di prodotti finanziari", ossia a quella relativa in genere al c.d. mercato primario (ma, eventualmente, operante pure su quello secondario<sup>30</sup>), che si realizza come "ogni comuni-

(29) Ci si riferisce ad intermediari finanziari, non ad intermediari assicurativi. V., in proposito, P. MARANO, *Il mercato unico della intermediazione assicurativa: aspirazioni europee ed illusioni nazionali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, I, p. 175.

Una "terra di mezzo" pare tuttora riferibile ai "prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione", di cui all'art. 1, comma 1, lett. *ter-bis* del TUF: con la loro emissione, infatti, sono le imprese di assicurazione - non imprese bancarie o finanziarie - ad acquisire sul mercato risorse finanziarie, obbligandosi a restituire e remunerarle attraverso una prestazione assicurativa. La previsione si riferisce alle "polizze e le operazioni di cui ai rami vita III e V di cui all'articolo 2, comma 1, del decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209, con esclusione delle forme pensionistiche individuali di cui all'articolo 13, comma 1, lettera *b*), del decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 25216", per le quali è applicabile il combinato disposto dell'art. 25-*bis* con l'art. 30, comma 9, e l'art. 100-*bis*, comma 3, TUF, cioè la responsabilità dell'intermediario che colloca fuori sede senza aver portato a conoscenza dell'investitore-oblato il prospetto informativo, ma solo quando il prodotto venga offerto all'investitore da una rete distributiva riferibile ad una banca o ad un'impresa d'investimento, non se si sono adottati i canali della distribuzione assicurativa, dove - mi pare - vigono regole differenti sia in ordine alle modalità di esercizio dello *jus poenitendi* (v. P. CORRIAS, *I contratti di assicurazione dei rami vita nel nuovo codice delle assicurazioni private*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, I, p. 223 nonché *infra*, alla nota 37 che segue), sia le cautele legate alla responsabilità che corrobora l'obbligo di consegna del prospetto. Non è chi non veda come questa permanente asimmetria di regolazione (A. NIUTTA, *L'abrogazione*, cit., 39, 46 e 50) possa produrre una distorsione della concorrenza, nell'ambito dei mercati finanziari interni del tutto deprecabile.

(30) Ci si riferisce, ad es., al caso di titoli originariamente offerti - ad es., con un collocamento privato - ad investitori istituzionali o, comunque, professionali - che, successivamente, intendono dismetterli collocandoli sul mercato, attraverso un'offerta al pubblico (che, in quanto diretta ad una collettività indifferenziata d'investitori, di fatto si rivolge anche ad investitori non professionali che, in pratica coincidono con i risparmiatori. V. la previsione dell'esercizio relativo alla c.d. "opzione indiretta", ai

cazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e dei prodotti finanziari offerti così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o di sottoscrivere tali prodotti finanziari, incluso il collocamento tramite soggetti abilitati". In realtà, è la successiva lett. *v*) a specificare che "offerta pubblica di acquisto o di scambio" è "ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma effettuati, finalizzati all'acquisto o allo scambio di prodotti finanziari", purché risultino "rivolti a un numero di soggetti e di ammontare complessivo superiori a quelli indicati nel regolamento previsto dall'articolo 100, comma 1, lettere *b*) e *c*)<sup>31</sup>"; la disposizione poi precisa che "non costituisce offerta pubblica di acquisto o di scambio quella avente a oggetto titoli emessi dalle banche centrali degli Stati comunitari", proprio perché il carattere pubblico dell'offerente, gli effetti della normativa comunitaria sul diritto interno (e, in particolare, il mutuo riconoscimento, che assicura alle *Authorities* degli stati membri un trattamento identico su tutto il territorio della UE) attenuano - per non dire che, di fatto, azzerano - le istanze della protezione data generalmente ai cc. dd. oblati<sup>32</sup> nei riguardi degli offerenti.

In particolare, poi, si tratta di collocamento presso il pubblico - piuttosto che di "collocamento privato"<sup>33</sup> - se l'offerta ha dati requisiti

sensi dell'art. 2441, VIII comma, c.c. (v. F. GUERRERA, *sub art. 2441*, in AA. VV., *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. NICCOLINI - A. STAGNO D'ALCONTRES *cit.*, II, p. 1180; cfr. S.A. CERRATO, *sub art. 2441*, in AA. VV., *Il nuovo diritto societario. Commentario* diretto da G. COTTINO e G. BONFANTE, O. CAGNASSO, P. MONTALenti, II, Bologna, 2004, 1502; nonché G.L. GRECO, *sub art. 2441*, in AA. VV., *La riforma delle società. Società per azioni. Società in accomandita per azioni*, 2, II, a cura di M. SANDULLI e V. SANTORO, Torino, 2003, p. 920).

(31) L'art. 34-*ter* Reg. Emittenti fissa i casi d'inapplicabilità della disciplina regolamentare - nonché, per effetto della delegificazione, anche della disciplina primaria dettata direttamente dal TUF - sulla sollecitazione all'investimento che si realizza come offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita, determinando limiti quantitativi in ordine anzitutto al numero degli oblati, poi anche all'ammontare complessivo e ad altri caratteri - qualitativi e quantitativi - dell'oggetto dell'offerta (v. la nota 34, che segue).

(32) L'espressione - tipicamente impiegata per indicare i destinatari di una OPV o di una OPSC avente ad oggetto strumenti finanziari (e, tra questi, valori mobiliari) - si adopera qui anche in riferimento ai destinatari di un collocamento privato, il cui oggetto può essere costituito anche da prodotti finanziari differenti dagli strumenti finanziari di cui al par. 2. di questo scritto.

(33) Un esempio di collocamento privato concerne i cc. dd. "fondi speculativi"; v., tra gli altri, F. ANNUNZIATA, *Gestione collettiva del risparmio e nuove tipologie di fondi comuni d'investimento*, in *Riv. soc.*, 2000, I, pp. 370 e 383; da ultimo, cfr. M. LAMANDINI, *Alternative Investment Vehicles & (Self-)Regulation*, in *Riv. dir. soc.*, 2008, IV, p. 186.

dimensionali, quanto al numero dei soggetti cui si rivolge, ovvero quanto all'entità del contratto e del prodotto finanziario che ne rappresenta l'oggetto<sup>34</sup>, oppure in relazione alle qualità del prodotto

(34) Si allude qui nel testo, anzitutto, al dettato dell'art. 2-bis, Reg. Emittenti, riferito però esclusivamente ai prodotti finanziari corrispondenti agli strumenti finanziari e, in particolare, ai valori mobiliari di cui alle lett. a) e b) dell'art. 1, comma 1-bis, TUF, ma anche agli altri valori mobiliari di cui alle successive lett. c) e d) (v. *infra*, alle note 106 e 100), nonché a quegli strumenti finanziari non corrispondenti ai valori mobiliari, e persino ai prodotti finanziari non costituiti da strumenti finanziari (ai sensi dell'art. 5, commi 2 e 4, dell'art. 7, comma 1, dell'art. 29, comma 1, lett. a)-c), dell'art. 32, commi 2 e 4, dell'art. 33, commi 1 e 5, dell'art. 34, commi 1-4, 6 e 7, del medesimo Reg. Emittenti).

Se si guarda al disposto dell'art. 34-ter, I comma, si ricavano quei caratteri che consentono di escludere una data sollecitazione all'investimento dai fatti rilevanti per il mercato; ci si riferisce, in particolare:

- a. Al numero degli oblati (quando lo stesso resta inferiore a 100, non si ha sollecitazione all'investimento);
- b. Alla circostanza che l'offerta sia rivolta ad investitori qualificati (come identificati ai nn. 1.5 della lett. b) nella medesima disposizione);
- c. Al valore complessivo della sollecitazione (se lo stesso non eccede complessivamente i 2.500.000 Euro, in relazione al medesimo offerente e nell'arco di 12 mesi);
- d. Al valore del corrispettivo totale richiesto a ciascun investitore, ovvero al valore unitario nominale minimo di ogni prodotto finanziario offerto (qualora superiore rispettivamente i 50.000 Euro);
- e. Alla finalità non lucrativa dell'attività finanziata con l'emissione di prodotti finanziari oggetto della sollecitazione all'investimento;
- f. All'ammontare minimo di 250.000 Euro previsto per la sottoscrizione di OICR aperti, ovvero il premio minimo iniziale previsto per strumenti finanziari emessi da imprese assicurative;
- g. Ai caratteri propri delle operazioni di cui alle lett. b)-n) dello stesso art. 34-ter, comma 1, Reg. Emittenti, che risultano, di fatto, prive di nuovi rischi per i risparmiatori-investitori che dovessero aderire alla sollecitazione all'investimento e, comunque, corredato da un adeguato apparato informativo;
- h. Ai destinatari degli strumenti finanziari, in quanto amministratori o dipendenti (attuali o ex) dell'emittente, che abbia strumenti finanziari già ammessi alla negoziazione, sempre che sussista un adeguato corredo informativo sulle ragioni e i caratteri dell'operazione;
- i. Sempre ai destinatari dell'offerta - che siano, anche in tal caso, amministratori o dipendenti (attuali o ex) dell'emittente o di una società del medesimo gruppo - ma che l'offerta abbia ad oggetto valori mobiliari che non possono essere negoziati su un mercato dei capitali;
- j. All'oggetto dell'offerta - rispettivamente, titoli non di capitale emessi in modo continuato o ripetuto da banche (generalmente in funzione di raccolta del risparmio) si applica una disciplina semplificata del prospetto di cui ai commi 4 e 6 dell'art. 34-ter, purché sussistano le condizioni previste in quelle disposizioni (tali da far prevedere una rischiosità dell'operazione inferiore a quelle realizzate a condizioni "di mercato").

medesimo<sup>35</sup>.

Sempre in ordine alle qualità oggettive del prodotto finanziario offerto o da collocare presso il pubblico, la logica del diritto dei mercati finanziari trova applicazione - in luogo della disciplina propria del diritto delle assicurazioni private - in quanto lo stesso prodotto giunga sul mercato ad opera di una struttura organizzativa d'impresa coerente con l'applicazione di regole date (il diritto degli intermediari finanziari, piuttosto che il diritto delle assicurazioni), con un'ulteriore precisazione, relativa anche alle qualità del canale distributivo e alla sua regolamentazione.

Il testo novellato del TUF, infatti, ha cura di precisare che, nel medesimo contesto normativo s'intende, per "prodotti finanziari emessi

È evidente, a mio avviso, la logica della congerie di previsioni ricavabili dagli art. 34-ter e 34-quater (in combinato disposto con gli artt. 3 comma 1, lett. b dello stesso Reg. Emittenti) vale a definire il novero dei valori mobiliari e poi dei prodotti e degli strumenti finanziari che rivestono una rilevanza "di mercato". Tuttavia - d'altro canto - è improbabile che il risparmiatore-investitore, rientri o meno nella categoria dell'investitore qualificato (o, all'opposto, di investitore "al dettaglio", di cui all'art. 26, comma 1, lett. e, Reg. Intermediari, ma persino delle imprese che non raggiungono i requisiti dimensionali prescritti alle piccole e medie imprese per iscriversi nel registro di cui all'art. 34-quater, o alle Pp. Aa. locali che non corrispondono alle Regioni), di fatto possa districarsi nella complessità di una disciplina difficile da ricostruire persino per un avvocato o un magistrato che non sia uno specialista. È da chiedersi se - in chiave di politica del diritto - non sia obiettivamente preferibile un "soft regulation" - purché si tratti di una regolazione di qualità, capace sia di risolvere i problemi che di indicare una via d'uscita dalle crisi - all'ardore regolatorio che pare, a volte, diffondersi tra i legislatori e i regolatori (v. M.A. STEFANELLI, *Problematiche in ordine alla efficacia della regolazione pubblica della informazione finanziaria*, in *Diritto ed econ.*, 2009, p. 297 ss., spec. p. 298 dove parla di "basic e soft information").

(35) Ci si riferisce ai prodotti finanziari che di per sé (cioè per i caratteri intrinseci allo stesso prodotto) manifestano i caratteri di titoli di capitale o di titoli di debito - e la distinzione si esprime (a livello normativo) nella diversità delle previsioni di cui ai commi 1-3 e 4 dell'art. 2-bis Reg. Emittenti - ovvero di OICR (o OICVM; le due fattispecie non coincidono; v. *infra*, alle note 67 e 80), o prodotti finanziari diversi, come quelli emessi dalle imprese di assicurazione e non solo.

È il caso non solo delle quote di OICR che non possono essere offerti al pubblico (trattandosi di fondi speculativi o "riservati"), ma anche di prodotti finanziari di cui non si escluda espressamente l'ammissibilità di un acquisto da parte di "quisque de populo", ma il cui collocamento - anche privato - presso risparmiatori-investitori estranei alle dinamiche sociali dell'emittente comporta l'applicazione di una disciplina *ad hoc* (mi rifaccio, in particolare, all'emissione di titoli di debito da parte di una s.r.l., ex art. 2483 c.c.; v. M. PORZIO, sub art. 2483, in M. SANDULLI e V. SANTORO (nota 30), vol. 3, p. 227; v. anche A. LOLL, sub art. 2483, in Aa. Vv., *Il nuovo diritto delle società. Commento sistematico*, a cura di A. MAFFEI ALBERTI, III, Padova, 2005, p. 2134; da ultimo, cfr. S. LUONI, sub art. 2483, in G. COTTINO ed altri, cit., 1984).

da imprese di assicurazione”, l’insieme costituito da “le polizze e le operazioni di cui ai rami vita III e V di cui all’articolo 2, comma 1, del decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209<sup>36</sup>, con esclusione delle forme pensionistiche individuali di cui all’articolo 13, comma 1, lettera b), del d.lgs. 5/12/2005, n. 25216”.

Dunque, le regole dell’offerta al pubblico<sup>37</sup>, poi la disciplina dell’offerta fuori sede, con l’obbligo di ricorrere a promotori finanziari, quindi la disciplina del prospetto e dello “*jus poenitendi*” recata dal TUF, si applicano quando la distribuzione dei prodotti finanziari assicurativi non avvenga nei canali della distribuzione assicurativa<sup>38</sup>, ma seguendo la distribuzione bancaria e finanziaria, nonché con le modalità dell’offerta fuori sede (come tipica contrattazione sorprendente, caratterizzata da asimmetrie informative). Pare perpetuarsi, allora, l’asimmetria di regolazione<sup>39</sup>

(36) Cioè, il c.d. codice delle assicurazioni (d. lgs. n. 209 del 7 settembre 2005).

(37) L’art. 36, comma I, Reg. Emittenti, dopo aver affermato che le norme del Titolo II si applicano in generale a tutte le offerte pubbliche d’acquisto e scambio aventi ad oggetto strumenti finanziari, precisa – al primo capoverso – che, per quanto attiene ai prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari, “si applicano l’articolo 37, commi 1, 2, 3 e 4 e le altre disposizioni del presente Capo che la CONSOB dichiara di volta in volta applicabili”. Dunque, la differenza in punto di disciplina – tra prodotti e strumenti finanziari – sembra potersi riassumere proprio in questa previsione regolamentare (oltre che alla Parte IV, Titolo II, TUF – e, in particolare, l’art. 100-bis).

La disciplina regolamentare in questione, peraltro, trova un ambito di applicazione differente quando l’oggetto d’investimento non è rappresentato da “titoli di capitale” – ai sensi dell’art. 93-bis, comma 1, lett. b), TUF – ma da valori mobiliari di cui alle lett. b) e d). In tal caso, ricorre la necessità d’invocare la normativa di cui agli artt. 75-77, agli artt. 83-84-bis, nonché agli artt. 88, 95 e 97, comma 1, del medesimo Reg. Emittenti.

(38) In quel caso, infatti, lo *jus poenitendi* (che, nell’ordinamento settoriale delle assicurazioni private, assume sia i caratteri della revocabilità della proposta che quelli del recesso dal contratto, in entrambi i casi nel termine di trenta giorni; v. P. CORRIAS, *I contratti di assicurazione*, cit., pp. 224-230) sembra disposto non solo a protezione del contraente “debole” – che rischia d’essere schiacciato da modalità di distribuzione che possono risultare aggressive e sorprendenti – ma consentire un buon funzionamento del mercato, come efficiente meccanismo di selezione dei prodotti, ma anche degli intermediari, delle reti di distribuzione capaci di ottimizzare il livello di soddisfazione nei soggetti titolari della disponibilità monetaria corrispondente al risparmio diffuso.

(39) P. MARANO, *Il mercato unico*, cit., p. 196, preferisce impiegare l’espressione “asimmetrie normative”. La preferenza per l’espressione asimmetrie di regolazione dipende dal fatto che consente d’includere sia le decisioni delle *Authorities*, sia la giurisprudenza delle corti civili ed amministrative, come fattori entrambi determinanti le prassi operative e quindi gli orientamenti del mercato.

Autorevoli voci della dottrina commercialistica, per altro, pongono l’accento sull’asimmetria contrattuale (v., ad es., G. ROSSI, *Quale capitalismo*, cit., p. 907), enfa-

già rilevata in precedenza<sup>40</sup>, come capace di contraddire uno degli obiettivi dichiarati del nuovo corso<sup>41</sup>: la riduzione delle asimmetrie di regolazione come fattore utile a migliorare insieme la concorrenza tra le imprese<sup>42</sup> e il buon funzionamento del mercato finanziario<sup>43</sup>.

Pertanto, in chiave di prima approssimazione, si può ritenere che la fattispecie dei prodotti finanziari sia predisposta in vista della regolazione dettata per l’appello al pubblico risparmio<sup>44</sup> che si realizza al di fuori della distribuzione assicurativa ma, all’interno di questo “genus”, la disciplina si specifica intorno alla categoria degli strumenti finanziari, per assumere infine caratteri ulteriormente peculiari nella tipologia corrispondente ai nuovi valori mobiliari.

tizzando il presupposto dell’inefficienza di un meccanismo negoziale a determinare un’ottimale allocazione delle risorse quando il presupposto non è una forza contrattuale equivalente fra tutte le parti in gioco.

(40) Le considerazioni proposte in proposito nel testa si limitano a confermare – nella chiave di una più ampia ricostruzione sistematica – le conclusioni espresse in uno studio precedente: v. A. NIJTTA, *L’abrogazione*, cit., p. 19, nota 12, p. 20, nota 17, p. 25, nota 30 (spec. *sub par.* 6.).

(41) Mi riferisco all’aumento del livello di concorrenza tra i vari tipi di imprese finanziarie (bancarie, assicurative e d’investimento) che secondo un’autorevole dottrina (v. A. NIGRO, *La nuova regolamentazione*, cit., 4) costituisce – o, come sostengo, dovrebbe rappresentare – una delle linee guida del sistema italiano alla luce della MIFID.

(42) Non pare affatto casuale che in dottrina si sia sovente inquadrato il rapporto tra asimmetrie e mercato in fattispecie del diritto antitrust – come l’abuso di dipendenza economica (cfr. G. AGRIFOGLIO, *Abuso di dipendenza economica e l’asimmetria dei contratti d’impresa*, in *Contr. e impr.*, 2008, p. 1373, dove definisce la categoria dei contratti ad asimmetria di potere negoziale) – sia pure muovendo dalla ricostruzione di fenomeni negoziali che appartengono al *genus* dei contratti d’impresa (categoria recentemente indagata, in specie, da L. SAMBUCCI, *Il contratto dell’impresa*, Milano, 2002, p. 87, dove indica nel mercato il dato capace di attribuire non solo una specifica valenza ad una singola manifestazione di autonomia contrattuale, ma di determinare comunque l’applicazione di una specifica disciplina. Ed è su questo piano – da definire sinteticamente come regolazione – che si muove quest’analisi). Gli è che la regolazione del mercato, ma – in radice, la stessa “sensibilità” del giurista alla logica del mercato, vede la luce – quasi in contemporanea – con la legge istitutiva dell’AGCM (L. 287/1990) e con la legge SIM, che introduce la prima regolamentazione specifica dei mercati finanziari in Italia.

(43) Attualmente, sia sul piano interno che al livello comunitario, si riscontra una forte tensione dialettica tra il buon funzionamento del mercato e il c.d. “*market abuse*” (di cui alla Direttiva 6/2=3/CE; cfr. B. MAGRO, *Manipolazioni di mercato e strumenti derivati*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2007, p. 45).

(44) Cfr. F. BRUNO – A. ROZZI, *Dalla sollecitazione all’investimento all’offerta al pubblico di prodotti finanziari*, in *Giur. comm.*, 2008, I, p. 276.

Infine, la disciplina relativa ai prodotti finanziari rileva per quanto concerne la questione del loro collocamento sul mercato finanziario, se cioè questo avviene nel contesto dell'immissione sul mercato primario, ovvero - per il tramite di soggetti abilitati - come semplice circolazione o nuovo collocamento<sup>45</sup> nell'ambito del mercato secondario.

È appena il caso di ribadire<sup>46</sup> che la previsione di una responsa-

(45) Parlo qui di un nuovo collocamento (e non di mera circolazione) perché esiste evidentemente una discontinuità con il primo, legato - ad es. - a fatti che concernono la società emittente. È comunque il caso di evidenziare che è possibile un secondo collocamento di strumenti finanziari già emessi - o, addirittura, già immessi sul mercato - quando ricorra una delle seguenti specifiche evenienze nella vita della società:

- Questa è stata il *target* di un'OPA totalitaria andata a buon fine e il *raider* intenda rimettere sul mercato le azioni che eccedono la quota di controllo;

- Il controllo è stato acquisito nell'ambito di una procedura per il risanamento di un'impresa in crisi, quindi il nuovo controllante intende rivolgersi al mercato per fondare su un collocamento che vada a buon fine il rilancio dell'iniziativa economica della società;

- Il carattere del collocamento (sul mercato) è da riconoscere anche nell'attività di distribuzione - ad es., che si realizzi attraverso una OPV o una OPSC - di valori mobiliari (aventi il carattere di titoli azionari) già emessi e sottoscritti a suo tempo da intermediari finanziari ai sensi dell'art. 2441, VII comma, c.c. Per quanto attiene, invece, alle obbligazioni - e ai titoli di debito assimilabili, emessi ai sensi dell'art. 2411, comma 3, c.c. (cfr. A. GIANNELLI, *sub* 2411, cit., p. 60), ovvero dell'art. 2447-bis, comma 1, lett. a) c.c. - è da ritenere che la previsione di cui all'art. 2412, comma 2 (seconda parte), c.c., vale a dire la responsabilità solidale dell'originario sottoscrittore (che corrisponda ad un investitore professionale) con la società emittente nell'ipotesi di mancato rimborso dei titoli di debito, quando gli stessi siano pervenuti ad investitori non professionali (R. VIGLIONE, *Nullità e risarcimento*, cit., p. 66). È da evidenziare come un'analoga previsione sia dettata dall'art. 2483, comma 2, c.c. a proposito dei titoli di debito emessi dalle s.r.l. (v. *supra*, alla nota 28).

(46) L'attuale dettato del TUF consente all'interprete anche di "amplificare" la rilevanza delle conclusioni già proposte all'epoca: l'intermediario potrebbe oggi assumere la posizione dell'internalizzatore sistematico, o comunque svolgere l'attività o il servizio d'investimento di negoziazione per conto proprio - di cui all'art. 1, comma 5-bis, TUF, anche assumendo le vesti del *market maker* (v. *supra*, nota 21). Potrebbe, così, provvedere nel tempo a collocare sul mercato secondario prodotti finanziari direttamente acquistati - nell'ambito di un collocamento privato, o riservato ad operatori qualificati - oppure sottoscritti in sede di emissione (vale a dire, dell'immissione sul mercato primario). In ciascuna di queste ipotesi, mi pare, è ragionevole prevedere per l'intermediario una "responsabilità d'impresa" - quanto meno nei termini dell'art. 100-bis, TUF - per i prodotti collocati, cioè immessi sul mercato.

In caso contrario, si consentirebbe di fatto anche una "operatività malata" da parte degli intermediari, capace non solo d'inquinare il libero gioco della concorrenza tra gli operatori, ma persino di "inquinare i pozzi" della fiducia di risparmiatori ed investitori italiani, con non trascurabili effetti macroeconomici (nonché, di arretramento o involuzione culturale) per il nostro Paese.

bilità d'impresa (quindi in termini oggettivi) degli intermediari finanziari per i danni conseguenti al collocamento di prodotti finanziari, in base all'art. 100-bis TUF, sembra atta a produrre effetti anche in chiave di regolazione del mercato finanziario.

Infatti, una riprova di quanto qui sostenuto si ricava dal combinato disposto tra la previsione dell'art. 25-bis con l'art. 30, comma 9, e l'art. 100-bis TUF, in base al quale il collocamento di "prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione" (come indicati nella lett. *w-bis* dell'art. 1, comma 1, TUF) da parte di una rete riferibile ad una banca o una impresa d'investimento (ex art. 1, comma 1, lett. *b*), dà luogo a responsabilità del soggetto cui è riferita l'attività di immissione del prodotto sul mercato. Si tratta di una responsabilità d'impresa dell'intermediario, che si radica nella sua posizione sul mercato finanziario e sull'affidamento dei risparmiatori-investitori nella regolarità e buon funzionamento di quella organizzazione<sup>47</sup>.

2. Mentre sul piano squisitamente normativo occorre guardare ancora all'art. 1 TUF<sup>48</sup> per ritrovare un'elencazione abbastanza completa<sup>49</sup> degli elementi da ricomprendere nella categoria degli strumen-

(47) Cfr. A. NIGRO, *La nuova regolamentazione*, cit., p. 3, identifica anche nell'affidabilità del mercato interno dei servizi finanziari - come attitudine ad assicurare un elevato grado di fiducia da parte degli operatori e degli investitori - uno degli obiettivi ultimi della normativa MIFID.

(48) Fatte salve le considerazioni già espresse *supra sub* nota 7, circa il carattere di categoria relativamente chiusa di quella previsione.

(49) L'elencazione presente nel TUF non comprende tutta l'ampia tipologia ricavabile dal codice civile (v., ad es. le azioni correlate, da reputare sostanzialmente corrispondenti alle cc. dd. *tracking stocks*: v. G.B. PORTALE, *Dal capitale "assicurato" alle "tracking stocks"*, in *Riv. soc.*, 2002, p. 149; cfr. V. CARBONE, *Le azioni correlate quale forma di finanziamento finalizzato*, in *Società*, 2008, p. 797; G. MIGNONE, *"Tracking shares" e "actiones reflect" come modelli per le nostre azioni correlate*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, I, p. 610; P.F. MONDINI, *Le azioni correlate*, Milano, 2009 (in corso di stampa), *passim*; cfr. pure R. SANTIAGATA, *Strumenti finanziari partecipativi a "specifici affari" e tutela degli investitori in patrimoni destinati. (Appunti)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, I, 302, nota 1; S. SERAFINI, *Le azioni correlate e i diritti patrimoniali sui risultati del settore*, in questa *Rivista*, 2005, I, p. 787), ma anche le ipotesi rintracciabili nella prassi internazionale e indicate in dottrina (come le cc. dd. *restricted stocks* - v. S. CAPELLLO, *La remunerazione degli amministratori. "Incentivi azionari" e creazione di valore*, Milano, 2005, p. 37 - ovvero, per ciò che attiene ai titoli di debito, la c.d. *WBS* - su cui v. R. ARLT, *La Whole Business Securitization alla luce del nuovo diritto societario e fallimentare italiano*, in *Dir. fall.*, 2007, I, p. 158 - o le "non-share tracking shares" - v. L. ENRIQUES, *Quartum non datur: appunti in tema di "strumenti finanziari partecipativi" in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, I, pp. 175 e 181 - oppure i cc. dd. *targeted bonds* - A. NIUTTA, *Strumenti finanziari*,

ti finanziari, d'altro canto è da rilevare - su un primo versante - che l'esegesi di quella disposizione sembra rinviare ad un gioco di "scatole cinesi"<sup>50</sup>, quando invece - al livello dell'interpretazione sistematica dello stesso dato - risulta molto probabile che almeno una delle sue possibili chiavi di lettura possa essere ricavata sul piano della funzione attribuibile all'istituto e alla disciplina che ad esso risulta applicabile.

Infatti, non pare dubitabile che tutto quanto appartiene alla categoria degli strumenti finanziari rappresenta l'oggetto dei servizi ed attività d'investimento che - insieme a quelli accessori - costituiscono l'attività da svolgere per gli intermediari finanziari<sup>51</sup>, che dà luogo ad una specifica applicazione degli artt. 41, comma 2 e 3, insieme con l'art. 47 Cost., nell'ordinamento settoriale della banca e della finanza<sup>52</sup>.

cit., p. 245, spec. nota 33). L'elenco di cui all'art. 1, comma 2, TUF, poi, dev'essere ampliato per effetto dell'interpretazione sistematica, alla luce della previsione di cui all'art. 5 della l. n. 130/1999 (citata *supra*, alla nota 8). È poi indubitabile che altri tipi di strumenti finanziari possano essere "ricavati" per effetto dell'interpretazione sistematica del TUF non solo con il cod. civ., ma anche con altre previsioni normative di rango primario, quali non solo il TUB, il codice delle assicurazioni private, il d. lgs. 5 dicembre 2005, n. 25216 sui fondi pensione, ecc., persino con discipline del settore pubblico (ad es., quella che ha consentito l'emissione di titoli di debito per il finanziamento delle opere pubbliche degli enti pubblici territoriali (mi riferisco, chiaramente, ai cc. dd. BOC e ai BOR).

Infine, anche considerando il combinato disposto tra il comma II-bis dell'art. 1 e l'art. 18, comma 5, si può sostenere che l'elenco degli strumenti finanziari di cui al II comma è solo relativamente chiuso (ribadisco qui l'orientamento già espresso in uno scritto precedente: cfr. A. NUTTA, *Strumenti finanziari*, cit., pp. 275-276).

(50) Dove i prodotti finanziari contengono gli strumenti finanziari (ma non si esauriscono in essi), mentre gli strumenti finanziari a loro volta comprendono - accanto ai valori mobiliari - le categorie corrispondenti agli strumenti del mercato monetario, alle quote di OICR (che, a loro volta, non corrispondono del tutto agli OICVM di cui alle direttive UCITS 3 - corrispondenti ai nn. 107 e 108 del 2001, citate *supra*, alla nota 3), nonché alle altre tipologie indicate nel testo.

(51) F. PARELLA, *Gli intermediari autorizzati*, in AA.VV., *Manuale di diritto del mercato finanziario*, cit., p. 81.

È d'uopo ricordare, sul punto, che in base al Regolamento Intermediari (recato dalla delibera CONSOB n. 16190 del 29.10.2007, e specificamente agli artt. 29, comma 3, lett. d), pp. 30, 31 ss., gli strumenti finanziari costituiscono l'oggetto proprio dei servizi d'investimento, il che rende quella fattispecie, nel suo complesso, funzionale all'applicazione della disciplina di attività e servizi d'investimento, come operatività propria dei cc. dd. soggetti abilitati (di cui all'art. 1, comma 1, lett. p) e all'art. 7, TUF).

(52) Cfr., da ultimo, S. AMOROSINO, *Principi - costituzionali - poteri pubblici, e fonti normative in tema di mercati finanziari*, in S. AMOROSINO, AA.VV., *Manuale di diritto del mercato finanziario*, cit., p. 3.

Inoltre, pare da valorizzare la previsione di cui al comma 4 dello stesso art. 1 - che risulta avere le conseguenze di vero e proprio un "regolamento di confini", sul piano concettuale<sup>53</sup> ed ermeneutico - insieme con quella dello stesso art. 1, comma 1, lett. u) (per cui "non costituiscono prodotti finanziari i depositi bancari o postali non rappresentati da strumenti finanziari").

In effetti, se - alla luce del dettato normativo appena citato - restano completamente fuori dal concetto (e dalla fattispecie) degli strumenti finanziari quelli che rivestono esclusivamente il carattere dei mezzi di pagamento e non danno luogo all'emissione di titoli<sup>54</sup>, è evidente che - sul piano della funzione - paiono ugualmente destinati a restare fuori dall'ambito dei prodotti finanziari (e, conseguentemente, da quello degli strumenti finanziari, che di essi sono parte<sup>55</sup>) quei contratti, cui consegue semplicemente una diversa configurazione giuridica della disponibilità monetaria del contraente - come avviene per il conto corrente bancario<sup>56</sup> - e che neppure danno luogo di per sé all'emissione di titoli che configurino a loro volta strumenti finanziari.

(53) Qui sembra ancora utile che - per organizzare al meglio l'esposizione - ci si riferisca nel testo esclusivamente ai cc. dd. "concetti normativi" (per tutti, v. T. ASCARELLI, *Tipologia della realtà, disciplina normativa e titoli di credito*, già in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1957, I, p. 357, ora in *Problemi giuridici*, I, Milano, 1959, p. 185; cfr. *Id.*, *Concetto e categoria dei titoli di credito*, in questa *Rivista*, 1932, I, p. 641 nonché *Id.*, *Sul concetto di titolo di credito e sulla disciplina del titolo V, libro IV del nostro codice*, in *Saggi dir. comm.*, Milano, 1955, p. 567), cioè a sintesi concettuali riassuntive di una disciplina, piuttosto che a nozioni frutto della speculazione concettuale di chi scrive, che appartengono più allo strumentario logico dello storico o del filosofo che a quello proprio del giurista.

(54) L'argomento, ad es., sembra utilizzabile a proposito del prodotto finanziario che corrisponde al conto-fondo "di liquidità" (che risulta estraneo alla classificazione dei fondi prospettata da ASSOGESTIONI - dove si distingue, appunto, tra fondi azionari, obbligazionari, bilanciati, flessibili e monetari - se non per la circostanza di prevedere un peculiare rapporto tra un conto corrente bancario - in funzione del suo saldo - e un dato fondo monetario). La peculiare struttura del conto-fondo di liquidità consente di escludere pure l'emissione, in questo caso, di quei titoli - corrispondenti ai certificati nominativi o al portatore, rappresentativi della partecipazione dell'investitore al fondo, che possono essere emessi anche a proposito di fondi aperti).

(55) Di cui all'art. 1, comma 1, lett. u), TUF.

(56) G. TEBBANOVA, *I contratti bancari*, cit., pp. 526-5275, nel riferirsi alla disciplina codicistica, si sofferma sul modello della banca di deposito e sconto, evidenziando come entrambe le operazioni - dove regolate in conto corrente - trattano la liquidità delle imprese, convertendo in moneta scritturale sia la disponibilità depositata che la "moneta del commerciante" che costituisce oggetto tipico dello sconto cambiario.

Se la relazione tra la fattispecie degli strumenti finanziari e quella dei servizi d'investimento<sup>57</sup> assurge ad una rilevanza generale - perché consente di reputare sempre applicabile agli strumenti finanziari la disciplina dei servizi ed attività d'investimento (riconoscendo, in particolare la necessaria presenza di un intermediario ogni qual volta si negoziano strumenti finanziari - non si può trascurare neppure l'opportunità di un'autonoma considerazione, circa la "normale destinazione" degli stessi strumenti finanziari alla negoziazione<sup>58</sup>. È tuttavia utile precisare subito cosa s'intende per tale normale destinazione alla negoziazione.

Si può ritenere che l'effettiva negoziazione non costituisce carattere comune a tutti gli aggregati di cui all'art. 1, comma 2, TUF<sup>59</sup>, ma unicamente un aspetto caratterizzante per qualcuna delle *sub*-categorie comprese in quel contesto<sup>60</sup>. Viceversa, la semplice "normale" de-

(57) Cfr. da ultimo AL. DI AMATO, *I servizi di investimento*, in AA.VV., *Manuale di diritto del mercato finanziario*, cit., p. 89.

(58) La "normale destinazione alla negoziazione" (espressamente menzionata per i valori mobiliari di cui alla lett. c) dell'art. 1, comma 1-bis, nonché dal comma 1-ter, TUF), infatti, non coincide con l'essere tutti quegli strumenti finanziari attualmente ammessi alle negoziazioni (cfr. F. BRUNO - A. ROZZI, *Dalla sollecitazione*, cit., p. 286 né, tantomeno, la circostanza d'essere di fatto negoziati.

La negoziabilità, invece, a suo tempo espressamente prevista nel dettato del TUF - all'art. 1, comma 2, lett. b-bis), dove si prevedevano gli "strumenti finanziari, negoziabili sul mercato dei capitali, previsti dal codice civile" (cfr. A. NIUTTA, *Strumenti finanziari*, cit., p. 275) - a proposito dei nuovi tipi di strumenti finanziari previsti dal codice civile riformato, è attualmente rinvenibile esclusivamente all'art. 62, comma 2, lett. d) (in relazione al regolamento del mercato), nonché all'art. 93-bis, comma 1, lett. b) (in relazione all'offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita), pare da riferire - più che ad un'astratta attitudine del tipo di strumento finanziario alla negoziazione - ad una concreta inclusione dello stesso tra gli strumenti negoziabili che si possa ricavare da quel dato regolamento di mercato o, al massimo, un regolamento riferibile ad uno dei mercati regolamentati iscritto nell'albo della CONSOB. È da ritenere, comunque, che - in forza della rilevanza del mutuo riconoscimento - debbano essere presi in considerazione anche quelle "securities" ammesse alla negoziazione in uno dei mercati europei ammessi al mutuo riconoscimento in Italia.

(59) V. *infra*, nel testo di questo stesso par. 2.

Come rileva N. AMBANI, *Il nuovo regime dei conferimenti*, cit., *sub* par. 3., - a proposito delle fattispecie dei valori mobiliari e degli strumenti del mercato monetario, di cui ai commi 1-bis e 1-ter dell'art. 1 TUF - "si tratta anche in questo caso di nozioni di derivazione comunitaria, frutto del richiamo operato dall'art. 10 bis, della Seconda Direttiva alle nozioni delineate dalla Direttiva 2004/39/CE del 21 aprile 2004, relativa ai mercati degli strumenti finanziari."

(60) Come, ad es., gli strumenti del mercato monetario (di cui all'art. 1, comma 1-ter, TUF, categoria certamente comprensiva, oltre che dei BOT, dei certificati di deposito emessi dalle banche e delle cc. dd. "carte commerciali" - anche delle obbliga-

stinazione alla negoziazione pare poter essere considerata un aspetto comune e caratterizzante - al di là dell'astratta "negoziabilità", non più prevista<sup>61</sup> come elemento qualificante - per la categoria degli strumenti finanziari: mentre è anche possibile che non sia prevista la circolazione di qualcuno dei contratti appartenenti al novero dei prodotti finanziari<sup>62</sup>, mi pare che la stessa funzione degli strumenti finanziari - inquadrabile già prima della MIFID nella raccolta di risorse finanziarie da impiegare nell'attività d'impresa dell'emittente<sup>63</sup> e oggetto di un'obbligazione per quanto attiene alla loro restituzione - in qualche modo implica che gli stessi siano almeno astrattamente<sup>64</sup> negoziabili,

zioni la cui vita residua non eccede i 12 mesi). È da considerare, infatti, che l'effettiva negoziazione - o, se si preferisce, la negoziabilità "in concreto" - possa essere suffragata dall'inclusione di quei titoli tra quelli contemplati nel regolamento di un mercato monetario, cioè dove siano in genere negoziabili strumenti con una vita residua (cioè, intercorrente tra l'emissione e l'adempimento della prestazione che dà luogo all'estinzione del diritto) non eccedente i 12 mesi.

Ritengo che - anche a prescindere dall'univoco dettato normativo dell'art. 1, comma 1-bis, TUF - non si possa argomentare in modo analogo a proposito della fattispecie dei valori mobiliari: infatti per gli stessi è logico reputare necessaria semplicemente la mera astratta negoziabilità dal momento che pare opportuno lasciare all'emittente (fatte salve la possibilità alternative, collegate a fatti diversi, come l'obiettivo di diffusione di quei titoli sul mercato; cfr. A. NIUTTA, *Modelli di governance*, cit., p. 352, *sub* nota 24) la scelta circa la negoziazione o meno dei propri valori mobiliari, che potrebbe richiedere una valutazione - nei termini del bilanciamento tra gli interessi contrapposti - tra un più agevole accesso alle risorse finanziarie, legato alla quotazione su mercati regolamentati, e la contendibilità del controllo - o, comunque, la relativa instabilità degli assetti proprietari che rappresenta il costo specifico di quell'opzione.

(61) Se non nei termini di cui *supra*, alla nota 40.

(62) Si pensi ai prodotti finanziari assicurativi: probabilmente, è da distinguere tra la circolazione della legittimazione a far valere diritti di credito nascenti dal contratto - di cui è ammissibile la trasmissione anche per successione - dalla circolazione del prodotto, cioè della titolarità della posizione giuridica soggettiva di parte del contratto, che non è ammissibile se non per l'impresa di assicurazione e in ipotesi particolari (come, ad es., la cessione di una parte del portafoglio clienti all'interno di una liquidazione coatta amministrativa).

(63) M. GARGANTINI, *La raccolta non bancaria*, cit., pp. 102-107.

(64) Cioè, per quella loro generale funzione e salvo che una regolamentazione speciale - ad es., frutto dell'autonomia statutaria della medesima società emittente (ma anche di un regolamento del mercato adottato dalla SGM, oppure di una regolamentazione pubblicistica, dettata dalle *Authorities* di settore o predisposta dal legislatore come disciplina inderogabile), non disponga diversamente (escludendo addirittura l'emissione di titoli azionari - ai sensi dell'art. 2346, comma 1, c.c.; cfr., sul punto, A. STAGNO D'ALCONTRES, *sub* art. 2346, in AA. VV., *Società di capitali. Commentario* a cura di G. NICCOLINI e A. STAGNO D'ALCONTRES cit., I, p. 251, nonché V. SANTORO, *sub*

se non ne fosse proprio già prevista in concreto la negoziazione su un mercato regolamentato, ovvero l'emittente non fosse fin dal principio disponibile - prendendo in concreto per sé la posizione del "market maker"<sup>65</sup> - ad agevolare la raccolta di liquidità rendendo più facile per un potenziale investitore la prospettiva del disinvestimento, assumendo in proprio l'onere della ricerca di un nuovo investitore disposto a subentrare al primo).

Diversamente, però, si è mosso il legislatore nel prevedere un potere, per il Ministro dell'economia e delle finanze, di individuare - con un regolamento adottato ai sensi all'articolo 18, comma 5, TUF, strumenti finanziari non riconducibili in nessuno dei tipi di cui al comma 2 dell'art. 1, e che tuttavia rivestano non solo il carattere della mera negoziabilità, bensì risultino in concreto - cioè, in considerazione della prassi dei mercati regolamentati e dei sistemi multilaterali di negoziazione - trattati sul mercato italiano<sup>66</sup>.

art. 2346, in M. SANDULLI e V. SANTORO, cit., vol. 1, 126 - ovvero limitando o escludendo la loro - tendenzialmente libera - circolabilità, ai sensi dell'art. 2355-bis, I comma, c.c.; cfr. S. GATTI, *La disciplina della circolazione delle partecipazioni sociali secondo il d.lgs. n. 6 del 2003*, in questa Rivista, 2003, I, p. 1; V. MELI, sub art. 2355-bis, in G. NICCOLINI - A. STAGNO D'ALCONTRES cit., I, p. 336; adde D. VATTERMOLI, sub art. 2355-bis, in M. SANDULLI e V. SANTORO, cit., I, p. 174, et A. DENTAMARO, sub art. 2355-bis, in G. COTTINO ed altri, cit., I, p. 378) la libera negoziabilità degli strumenti finanziari pare funzionale a migliorare la capacità dell'emittente di ottenere risorse finanziarie, dal momento che chi le dovrebbe apporare potrebbe trovare un incentivo nella possibilità di un agevole smobilizzo attraverso una negoziabilità dello strumento in luogo del suo rimborso anticipato (che potrebbe anche risulta concretamente più difficile o addirittura impossibile).

(65) V. l'art. 1, comma 5-bis, e 5-quater, TUF.

Gli "attori" dei mercati finanziari - identificati in dottrina (cfr. F. MONDINI, *I conflitti di interesse*, cit., p. 4, e gli AA. citati nelle note 6) - come *dealers, market makers, investment banks e portfolio managers* - costituiscono una tipologia di distinte "motivazioni" per le scelte di investimento/disinvestimento di cui il regolatore non potrà che tener conto nel predisporre una disciplina primaria e secondaria relativa ai prodotti (e quindi ai mercati) finanziari, agli intermediari e agli emittenti. È in quest'ambito che si deve realizzare l'integrazione tra i profili relativi al diritto dell'impresa e al diritto pubblico dell'economia.

(66) All'art. 1, comma 2-bis, TUF, infatti, si prevede che il regolamento individua "a) gli altri contratti derivati di cui al comma 2, lettera g), aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o soggetti a regolari richiami di margine; b) gli altri contratti derivati di cui al comma 2, lettera f), aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, negoziati su un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione, compensati ed eseguiti attraverso stanze di compensazione riconosciute o soggetti a regolari richiami di margine". In sostanza, rileva la circostanza che gli

Dunque, in tal caso il rinvio al potere regolamentare - in chiave di delegificazione - introduce un riferimento più diretto alla prassi dei mercati per "tipizzare" strumenti finanziari nuovi, che allora devono presentare il carattere di un uso effettivo nelle negoziazioni... il che costituirebbe un ragionevole e consueto<sup>67</sup> rinvio alla prassi dei mercati e dei mercati, sia pure "mediato" attraverso il ricorso al potere regolamentare dell'autorità pubblica. Peccato che, in questo caso, non si adotti il riferimento ad un'autorità indipendente, cui si attribuisce in generale la vigilanza sui mercati finanziari. Ma, forse, sarebbe eccessivo pretendere dal legislatore storico la capacità di produrre disposizioni che sia facile ridurre a sistema<sup>68</sup>...

Alla luce di queste precisazioni e considerazioni, quindi, si ricava la normale latitudine della fattispecie di cui al comma 2 dell'art. 1 TUF, ai sensi della quale per strumenti finanziari (da ritenere, allora, come una sorta di "macro-categoria") si devono intendere:

- a) valori mobiliari (cioè, la categoria di cui al precedente comma 1-bis della medesima previsione<sup>69</sup>);
- b) strumenti del mercato monetario (vale a dire, quelli previsti nella classe definita dal comma 1-ter, che si è citato *supra*<sup>70</sup>);

strumenti finanziari di cui trattasi, pur non appartenendo ad alcuno dei tipi già inclusi nell'art. 1, comma 3, TUF, sia attualmente negoziato in mercati regolamentati, ovvero su sistemi multilaterali di negoziazione, dove opera un sistema di compensazione e liquidazione, e perciò risultino soggetti a regolari richiami di margini. In sostanza, si afferma che la presenza di un dato modello organizzativo della fase di esecuzione del rapporto contrattuale risulta in concreto determinante rispetto alla riconducibilità dello strumento finanziario nella categoria di cui al comma II-bis.

(67) Quanto meno nell'ottica propria del diritto commerciale come "*ius mercatorum*", su basi soprattutto consuetudinarie, prima delle codificazioni ottocentesche (cfr. B. LIMONATI, *Corso di diritto commerciale*, cit., p. 4). Critica, da ultimo, l'efficacia della "*lex mercatoria*" a governare oggi le crisi dei mercati sia attraverso le regole riferibili al diritto societario e dell'impresa che a quelle corrispondenti al diritto dei mercati finanziari, G. ROSSI, *Quale capitalismo*, cit., p. 906.

(68) Cfr. G. ROSSI, *La legge sulla tutela del risparmio e il degrado della tecnica legislativa*, in *Riv. soc.*, 2006, p. 1.

(69) Su questa tipologia ci si intrattiene all'interno del par. 3 che segue.

(70) V. *infra*.

c) quote di un organismo di investimento collettivo del risparmio<sup>71</sup> (o OICR<sup>72</sup>).

È da dire che – al di là dell'evidente distanza terminologica – la principale differenza tra la definizione del TUF e quella recata dalle direttive UCITS3, attiene proprio all'oggetto dell'investimento collettivo, che nel secondo caso si riferisce espressamente ai valori mobiliari, mentre il d.lgs. n. 58/1998 si applica di per sé all'investimento collettivo del risparmio. Quest'ultimo, poi, può interessare non solo va-

(71) V. l'art. 1, comma 1, lett. m), TUF.

La differenza – non meramente definitoria – tra le fattispecie si coglie non appena s'instauri un confronto tra "quidditas" apparentemente simili quali le quote di OICR (quote di fondi comuni d'investimento e azioni di SICAV) e le azioni delle cc. dd. "Investment Companies", specie se quotate (v. P. CARRIÈRE, *Il problematico inquadramento delle Investment Companies nel vigente quadro normativo del mercato finanziario*, in *Riv. soc.*, 2007, p. 1084; quest'A. riconduce queste imprese nel "genus" delle finanziarie di cui agli artt. 106 e 107 TUB). Infatti, mentre per le quote degli OICR è sempre previsto un meccanismo complesso per la determinazione del valore della quota (che prevede l'intervento sia dell'impresa d'investimento che di una banca depositaria), nel caso delle SIO (cioè, per le società d'investimento immobiliare quotate; cfr. A. ARCANGELI, *I fondi immobiliari e le SIO*, in *AA.VV., Manuale di diritto del mercato finanziario*, cit., p. 159, spec. 165) il meccanismo è costituito dal mercato, cioè dalla quotazione sull'MTF, come per le quote dei fondi chiusi, le azioni delle SICAV e gli ETF, in tal senso, la quotazione su un mercato regolamentato rappresenta un meccanismo obiettivo di determinazione del valore per lo strumento finanziario.

(72) È il caso, qui, di tentare un inquadramento sistematico della categoria, che non si accontenti dello sforzo normativo di adottare una denominazione comune per le varie forme di gestione in monte – già culminato nella stesura originaria del TUF; cfr. ancora P. FERRO-LUZZI, *L'assetto e la disciplina del risparmio gestito*, in questa *Rivista*, 1998, I, p. 191), per considerare anche la novità normativa rappresentata dal ritorno, nel nostro Paese, anche della denominazione OICVM, legato all'adozione della direttiva 2006/31/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 5 aprile 2006 ed attuata dalla direttiva 2006/73/CE della Commissione, del 10 agosto 2006 e dal regolamento 1287/2006 della Commissione, del 10 agosto 2006; se – com'è sostenuto con dovizia di argomentazioni da A. NIGRO, *La nuova regolamentazione*, cit., p. 5, l'armonizzazione nella regolazione delle imprese d'investimento legata alla MIFID non consente agli stati membri di adottare una disciplina dell'intermediazione mobiliare più stringente o che imponga vincoli ulteriori alle imprese, determinando però contestualmente un livello di tutela in cui tutti i risparmiatori possano fare affidamento in ambito comunitario – la conformazione del nostro ordinamento ai contenuti delle direttive rende in qualche misura valido pure nel nostro sistema il concetto normativo di OICVM, che peraltro richiama pure la nuova fattispecie dei valori mobiliari inserita con l'art. 1, comma 1-bis, TUF.

In sostanza, allora, sono oggi compresenti nel nostro ordinamento entrambe le denominazioni, il che impone un tentativo d'inquadramento per una rinnovata ricostruzione sistematica del risparmio gestito.

lori mobiliari, ma anche altre categorie di strumenti finanziari<sup>73</sup>, nonché pure prodotti finanziari non rappresentati da titoli<sup>74</sup>.

Le successive lett. d)-f), insieme con la lett. d) dell'elencazione prevista dal comma 1-bis (e relativa ai valori mobiliari), costituiscono tutti strumenti finanziari derivati ai sensi del comma 3 che segue. Questa sub-categoria – come rivela già la denominazione comune – si caratterizza per il fatto di "derivare" il proprio valore (inteso sia come prezzo di scambio<sup>75</sup>, sia come valore di rimborso che come entità della remunerazione) dalla misura che ha assunto un dato comunemente definito come sottostante. È agevole, in proposito, osservare che costituisce, a questo punto, un evidente aspetto comune di tanti prodotti finanziari – anche di quelli emessi da banche ed imprese di assicurazione, di cui all'art. 25-bis, che l'art. 1, comma 1, lett. w-bis), TUF indica come "prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione" – tra il valore conseguito da un dato strumento finanziario e l'entità di una "quidditas" che può anche non coincidere – specie nel caso dei derivati<sup>76</sup>, ma

(73) Si pensi alle quote di OICR (come avviene nel caso dei fondi di fondi – la cui utilità si manifesta quando si tratta di fondi *bedge* – oppure di fondi immobiliari o altri fondi chiusi). È il caso di riferirsi pure all'investimento in quote di fondi monetari e ai cc. dd. "fondi comuni di crediti" (che costituiscono tipici OICR aperti, nella classificazione di ASSOGESTIONI; cfr. L. PICARINI, *Il "fondo comune di crediti" nel sistema della separazione patrimoniale*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, I, p. 76), operata nei prodotti finanziari corrispondenti ai cc. dd. "fondi (o conti) di liquidità".

(74) Ci si riferisce, ad es., ai rapporti di conto corrente o ai prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione.

(75) Al valore di scambio si riferisce specificamente G. FERRI Jr., *La nuova disciplina dei conferimenti in natura in società per azioni: prime considerazioni*, destinato alla pubblicazione in *Riv. soc.*, 2009, I, *sub par.* 4.5, ove ulteriori riferimenti normativi; al par. 5.5 quest'A. mette correttamente in relazione valore di scambio e valore d'uso con gli interessi rispettivamente serviti dalle previsioni di cui, rispettivamente, agli artt. 2343, commi 2 e 3, 2343-ter, e 2343-quater c.c.: cfr. anche N. ABRILANI, *Il nuovo regime dei conferimenti*, cit., par. 1.

(76) Si è passati dai derivati di credito (di cui si occupa ora l'art. 1, comma 2, lett. b; v., da ultimo, R. TAROLLI, *Trasferimento del rischio e trasparenza del mercato: i credit derivatives*, in *Giur. comm.*, 2008, I, p. 1169) – che parla di derivati "per il trasferimento del rischio di credito"; v. F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati di credito. Il "credit default swap"*, in *Dir. comm. internaz.*, 1997, p. 103 ss; Id., *I contratti derivati di credito*, Milano, 1998; v. anche C. ROTONDARO, *Riflessioni sul regime impositivo dei proventi da "Credit default swap semplice" quali redditi di capitale e diversi*, in *Dir. e prat. trib.*, 1999, I, p. 1468), ai derivati legati a *commodities* – è il caso dei *commodity futures* (sulla tipologia dei *financial e commodity futures* v. ancora V. VALLE, *Il contratto future*, in *AA. VV., I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, trattato diretto da GALGANO, IV, Torino, 1997, p. 393; da ultimo, cfr. C.M.

non solo<sup>77</sup> – con un altro strumento finanziario.

Guardando nel complesso alla tipologia dei derivati, è da rilevare che le differenze sembrano da ricondurre (in via di prima approssimazione) principalmente alla fase di esecuzione dei rapporti<sup>78</sup>, lì dove assume rilevanza pure la sussistenza di strutture organizzative *ad hoc* (come la presenza di un sistema multilaterale per la negoziazione<sup>79</sup>, oppure la cassa di compensazione, liquidazione e garanzia – o *Clearing House* – nonché l'eventuale previsione di un'obbligazione accessoria relativa al versamento di margini per i soggetti ammessi alle negoziazioni), funzionali alla riduzione del rischio di controparte e al contenimento delle insolvenze di mercato (che rischierebbero di pre-

DE IULIS, *Principi di diritto del mercato finanziario*, Torino, 2008, pp. 95-97) – ovvero di quelli agganciati all'andamento di variabili misurabili ma differenti, cioè "a valute, a tassi di interesse, a rendimenti, a merci, a indici o a misure" (si tratta di *covered warrant*, di cui all'art. 1, comma 1-bis, lett. d), come pure si è giunti a prevedere strumenti finanziari derivati sull'energia e il gas (in particolare, regolando anche la costituzione di mercati *ad hoc*: v. l'art. 66-bis, TUF), ma persino derivati costruiti per negoziare diritti all'emissione di CO2 nell'atmosfera (v. l'art. 1, comma 2, lett. j), TUF; in dottrina, A. NIGRO, *La nuova regolamentazione*, cit., p. 4), in ciò seguendo un'interessante suggestione già presente in uno dei primi contributi di *Law and Economics* diffusi nel nostro paese (v. M. BESSONE, *Politica dell'ambiente e judicial role di tutela degli interessi diffusi nella recente evoluzione dell'esperienza non-americaniana*, in AA. VV., *Interpretazione giuridica*, cit., p. 247).

La tipologia, attualmente, è da integrare sulla base delle suggestioni offerte in dottrina e ricavabili dalla prassi, anche a livello internazionale: v. G. ROSSI, *Quale capitalismo*, cit., p. 908 (che si riferisce anche agli "equity swap", o a S. CAPPILLO, *La remunerazione*, cit., p. 31, che menziona, tra l'altro, le cc. dd. "restricted stocks").

(77) È il caso, ad es., di prodotti del risparmio gestito come le quote di fondi comuni di credito, dove il sottostante (o *underlying*, se si preferisce la terminologia anglosassone adoperata nelle direttive a proposito degli UCITS) è costituito da rapporti di credito non necessariamente rappresentati da strumenti finanziari o valori mobiliari; v. L. PICARDI, nota 73, p. 76.

(78) A seconda che sia o meno possibile la consegna fisica del sottostante, oppure che sia prevista la mera liquidazione differenziale, senza che occorra un inadempimento della controparte; cfr. B. MAGNO, *Manipolazioni di mercato*, cit., p. 73, per un'indicazione relativa a comportamenti degli investitori che possono dar luogo a specifici abusi di mercato caratteristici della fase di regolamento sul mercato dei derivati (i cc. dd. "squeezes" e "corner").

Del resto, l'art. 16, comma 2, del Regolamento Mercati eleva "l'esistenza di condizioni efficaci di regolamento" a presupposto per la conformità del regolamento del mercato in cui è ammessa la negoziazione di quei derivati. È allora acquisito che l'espressione regolamento – a proposito degli strumenti finanziari derivati – vada riferita al pagamento di un corrispettivo in contanti, di un differenziale o di un "premio" (inteso come il corrispettivo di una facoltà acquisita con lo strumento finanziario derivato).

(79) Coincidente o meno che sia con un mercato regolamentato.

giudicare la credibilità<sup>80</sup>). Minori significato e pregnanza paiono da attribuire, invece, ad altri aspetti della tipologia, legati ad es. alle differenze nel sottostante<sup>81</sup> o a specifici contenuti negoziali (come, ad es., la standardizzazione oppure la dimensione "tailor made" dei prodotti OTC<sup>82</sup>), nonché a caratteri del sistema di negoziazione.

D'altro canto, anche il comma 1-ter dell'art. 1 TUF intende definire meglio la fattispecie degli strumenti finanziari, ma precisando – con una mera esemplificazione, da non ritenere, perciò, del tutto esauritiva – il contenuto di uno degli altri termini della categoria. In particolare, ai sensi della previsione appena citata, per "strumenti del mercato monetario" si devono intendere quelle "categorie di strumenti normalmente negoziati nel mercato monetario, quali, ad esempio, i buoni del tesoro, i certificati di deposito e le carte commerciali<sup>83</sup>". È opportuno, per la migliore intelleggibilità della disposizione – ricordare che, nella tecnica bancaria e del mercato mobiliare, il mercato monetario si differenzia da quello obbligazionario in quanto carattere tipico dei suoi prodotti è relativo alla durata (che non eccede i 12 mesi), il che incide chiaramente sulla loro relativamente scarsa rischiosità rispetto agli strumenti finanziari negoziati sul mercato obbligazionario<sup>84</sup>.

3. La macro-categoria di cui all'art. 1, comma 2, TUF riporta in vita, quale componente della fattispecie degli strumenti finanziari – quindi non in alternativa a questa e non in funzione né della definizione del solo am-

(80) Cfr., per una prima declinazione di questa nozione, R. VENTURINI, *Esigenze del mercato e tutela dei soci nell'operazione di azzeramento del capitale*, in questa Rivista, 1998, I, p. 773.

(81) Ad es., solo nei derivati di cui all'art. 1, comma 1-bis, lett. d), TUF, dove il sottostante può consistere in valori mobiliari, o quelli di cui alla lett. d) del comma II che segue. Viceversa, i derivati di cui alle lett. e)-g) l'*underlying* può consistere in "commodities", cioè merci recanti particolari caratteristiche di diffusione, standardizzazione e disponibilità.

(82) L'acronimo, com'è noto, sta per "over the Counter" e si riferisce a quei prodotti finanziari costruiti "su misura" rispetto alle esigenze dell'acquirente.

(83) Comma inserito dall'art. 1 del d.lgs. n. 164 del 17.9.2007.

(84) È chiaro che un orizzonte temporale ridotto (che comunque non eccede i 12 mesi), rende più facile fare affidamento sulla solvibilità dell'emittente (si abbassa, così, il rischio di *default*), effettuare valutazioni attendibili sull'andamento dei tassi di mercato (per ridurre il rischio – di variazioni avverse sui – tassi), sui rapporti di cambio tra le valute (nel caso che si tratti di titoli obbligazionari nominati in valuta estera, dove – per altro – potrebbe assumere importanza, ai fini del posizionamento del prodotto sui mercati internazionali dei capitali, anche il differenziale tra i tassi d'interesse nei vari Paesi; si tratta, allora, del rischio cambi).

bito di operatività degli intermediari finanziari, né unicamente per la disciplina della sollecitazione all'investimento e la regolazione dei mercati finanziari - la fattispecie dei valori mobiliari, che sarebbe meglio denominare, perciò, come nuovi<sup>85</sup> valori mobiliari.

In base alla nozione di cui al comma 1-bis dell'art. 1 TUF, costituiscono ora valori mobiliari<sup>86</sup> le componenti di un elenco - indicate, però, a titolo meramente esemplificativo, quindi non del tutto esaustivo - dalla lett. a) alla lett. d) della stessa disposizione, relativa appunto a "categorie di valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali".

Dunque, si tratta di valori (cioè, titoli<sup>87</sup> rappresentativi di un va-

(85) Si adopera l'aggettivo (cfr. S. AMOROSINO, *Funzioni e poteri della CONSOB "nouvelle"*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, I, p. 137) per accentuare la discontinuità con quella che era l'elaborazione teorica sui valori mobiliari (per tutti, cfr. L. SALAMONE, *Unità e molteplicità*, cit., *passim*).

(86) Mi pare che - al momento - la rilevanza della distinzione (*id est*, dalla non completa coincidenza ed identità) delle due fattispecie non debba essere riscontrata solo al livello normativo e logico - in ragione del fatto che nel testo attuale del TUF (come risulta a seguito del d.lgs. n. 164/2007, attuativo della MIFID) la fattispecie dei valori mobiliari è compresa in quella degli strumenti finanziari, ma non la esaurisce - ma anche sul piano interpretativo e "di sistema", dal momento che la distinzione si radica sul piano della disciplina comunitaria, lì dove (come constatato *supra*, *sub note* 3, 9 e 46) nella direttiva UCITS 3 si continua ad impiegare l'espressione OICVM in luogo di quella OICR cui ricorre il legislatore italiano.

E che non si tratti solo di una differenza "nominalistica" (determinante solo sul piano lessicale), ma di una diversità d'impostazione della regolazione, rilevante non solo al livello della capacità di proteggere effettivamente gli interessi di cui il regolatore dichiara di volersi interessare (sulla linea della *Interessenjurisprudenz* nota da decenni alla migliore dottrina italiana, sulla scorta della dottrina tedesca a partire da A. HECK, *Interessenjurisprudenz und Gesetzestreue*, in *Deutsche Juristenzeitung*, 1905, p. 1140; sul tema, v., da ultimo, E. BELOTTI, *La confusione di debito e di credito*, Padova, 2008, p. 22), ma anche sul piano dello "standing" internazionale del nostro Paese, inteso come capacità attrattiva della economia italiana per i potenziali investitori non italiani (nella speranza che il sistema Paese non risulti capace di attrarre solo "bad Money") e come attitudine a "trattenere" (cioè di non far fuggire) gli investitori italiani e a fornire ancora incentivi sufficienti per generare risparmio a livello nazionale.

(87) Ricorro all'espressione titolo - che intendo come termine nella sostanza sinonimo di quello valore, adoperato più avanti nel testo - senza volermi perciò riferire alla teorica dei titoli di credito, (cfr. G. GUZZI, *Il titolo azionario come strumento di legittimazione. La circolazione delle azioni tra diritto cartolare, diritto comune e diritto del mercato finanziario*, Milano, 2000, p. 121), per richiamare semplicemente non tanto lo strumento di legittimazione per l'esercizio di situazioni giuridiche soggettive, quanto il suo valore di referente obiettivo di misure, giudizi ed apprezzamenti da parte del mercato e dei soggetti in esso operanti.

lore economico e finanziario), che sembrano caratterizzati<sup>88</sup>, in generale, per la loro negoziabilità sul mercato dei capitali e che risultano - quanto meno con riferimento ad una porzione non minimale della tipologia (ci si riferisce a valori definiti dalla lett. c) - di norma effettivamente negoziati su mercati regolamentati (ovvero, nei sistemi multilaterali di negoziazione o da internalizzatori sistematici; v. *infra*), in modo tale da essere conoscibili ai risparmiatori-investitori italiani come possibile oggetto d'investimento, caratterizzato dall'essere agevolmente smobilizzato (cioè, convertito nuovamente in moneta)<sup>89</sup>.

(88) Quanto meno in sede di prima approssimazione e per un'interpretazione letterale del dato normativo (rappresentato dall'*incipit* del comma 1-bis).

Il riferimento all'astratta negoziabilità sembrerebbe, peraltro, coerente con la previsione dell'art. 2343-ter, c.c., lì dove indica la possibilità di conferire in s.p.a. valori mobiliari o strumenti del mercato monetario al "prezzo medio ponderato" degli ultimi sei mesi, chiaramente a condizione che gli stessi strumenti finanziari fossero negoziati nel medesimo periodo su un mercato regolamentato (cfr. M.S. SPOLIDORO, *Attuazione della direttiva 2006/68/CE su conferimenti non in contanti, acquisto di azioni proprie e assistenza finanziaria*, in *Notariato*, 2009, p. 66).

Tuttavia, la stessa possibilità d'interpretare quelle previsioni del diritto societario nel senso di consentire non solo di discostarsi da quel criterio - qualora, ad es., ricorrano circostanze "eccezionali" che abbiano reso poco significativo (per il mercato?) il prezzo medio ponderato - ma anche di scegliere comunque l'altro criterio di valutazione di cui all'art. 2343 - considerandolo, ad es., più rispondente all'interesse "prudenziale" dei creditori sociali (cfr. G. FERRI Jr., *La nuova disciplina*, cit.) - induce a ritenere che la circostanza qualificante, per definire in concreto la fattispecie dei nuovi valori mobiliari un funzione dell'applicazione delle discipline ad essi specifiche non possa che individuarsi nell'effettiva negoziazione.

(89) B. LIBONATI, *Corso di diritto commerciale*, cit., p. 640 ss., parla di mobilitazione della ricchezza come funzione tipica dei titoli di credito. Mi pare che l'attitudine a veicolare agevolmente la ricchezza sia attualmente un carattere dei nuovi valori mobiliari, come si desume dal carattere del tipo di cui alla lett. d) dell'elenco di cui al comma 1-bis, lì dove si prevede il regolamento per contanti, ma anche dalla normale negoziazione - prevista per i valori mobiliari di cui alla lett. c) - che comporta allora la possibilità di un agevole e veloce disinvestimento. Del resto, la circostanza di comportare un regolamento in contanti, al termine ovvero in sede di smobilizzo dell'investimento (per tutti i valori quotati su mercati regolamentati, ma anche per quelli dove sussistono comunque sistemi multilaterali di negoziazione, internalizzatori sistematici o *market makers* (che esercitano la negoziazione per conto proprio ai sensi dell'art. 1, comma V-bis, TUF), come pure in sede rimborso (quanto meno per i valori mobiliari di cui alla lett. b), costituisce un incentivo ad investire per tutti coloro che hanno il dubbio di poter abbisognare della disponibilità liquida in un orizzonte temporale indefinito, ma potenzialmente anche breve. È poi di agevole constatazione che - quando anche i valori mobiliari di cui alle lett. a) e c) risultano in concreto effettivamente negoziati su mercati regolamentati - ai sensi dell'art. 43, comma 1, e dell'art. 44, comma 1, lett. b)-c), Reg. Intermediari n. 16190 della CONSOB.

Un altro aspetto – sicuramente coerente con la definizione generale nei termini di “valori” e con quello appena evidenziato – è costituito dalla circostanza desumibile dalla lett. *d*) dell’elenco, dove si assume a dato caratterizzante la previsione di un regolamento per contanti, determinato facendo riferimento a *quidditas* come l’andamento di variabili note per il mercato, quali valori mobiliari di cui alle lett. *a*)-*c*)<sup>90</sup> o merci<sup>91</sup>, ovvero valute, tassi di interesse o altri rendimenti, indici o misure.

L’elenco si compone, in particolare, di quattro elementi, ma è addirittura ovvia la considerazione che impone d’interpretare – quindi di leggere in modo non solo meramente letterale – le previsioni di cui alle lett. *a*)-*d*), che meritano invece un’interpretazione sistematica (stante anche il contesto dove risultano inserite) e complessiva<sup>92</sup>.

Per alcuni dei valori mobiliari, poi, – ad es., quanto meno per i valori mobiliari di cui alle lett. *a*) e *c*), ma anche per alcuni di quelli ricompresi nella lett. *b*), cioè le obbligazioni “corporate” (ma, quindi, non per le obbligazioni bancarie o le ABS citate *supra*, nota 22 ed *infra*, nota 113) – è possibile riconoscere la comune derivazione da uno specifico “rapporto societario” (cfr. G. GUZZI, *Rapporti societari, mercato finanziario e tutela collettiva. Un esercizio interpretativo sull’ambito di operatività dell’azione risarcitoria collettiva ex art. 140-bis d.l.g. 206/2005*, in questa *Rivista*, 2008, I, p. 799), che però non può assumere il rilievo di aspetto caratterizzante l’intera categoria dei valori mobiliari.

(90) Se è questa la *ratio* per l’inclusione di questo elemento nella categoria dei derivati ai sensi dell’art. 1, comma 3, TUF, non pare altrettanto scontata l’esclusione da quel novero dei valori mobiliari di cui alla lett. *c*). In effetti, però, non può bastare una qualsivoglia relazione tra l’andamento di un valore e quello di un altro (che è alla base – ad es., della distinzione tra titoli ciclici e anticiclici, tra titoli correlati e non correlati, con correlazione diretta o inversa, aggressivi e difensivi (caratterizzati, cioè, da una *performance* superiore o inferiore rispetto al mercato di riferimento), ecc.

Dunque, non è sufficiente la presenza di una correlazione (sicuramente riscontrabile tra i valori mobiliari di cui alle lett. *a*)-*c*), specie se l’emittente è unico, ma anche se – cambiando l’emittente – sussiste tra gli emittenti una relazione economica o giuridica rilevante per il mercato) o la sua misura, occorrendo invece che lo strumento finanziario “derivi” il proprio valore e/o il proprio rendimento dall’andamento di un altro strumento finanziario o da altri dati di mercato (cioè, noti agli operatori, e comunque rilevanti).

(91) Purché abbastanza standardizzate e disponibili, nel corso del tempo e a livello geografico. Il dato è evidente in vari strumenti finanziari, quali *Commodity Futures*, ETC (l’acronimo sta per *Exchange Trade Commodities*), *covered Warrants* e *Certificates* (cfr. l’art. 2, comma 1, lett. *g*) del Regolamento Emittenti citato nel testo).

Per una ricognizione del fenomeno delle Borse merci, al livello nazionale, europeo e statunitense cfr. E. BANI, *Le Borse Merci*, Padova, 2008, p. 22, dove esclude che possano ricomprendersi tra le borse merci quelle prive del “crisma dell’ufficialità” per la mancanza del riconoscimento ministeriale. È evidente come, per i mercati finanziari, in Italia non sia applicabile lo stesso criterio.

(92) Che assumo, cioè, come referente l’insieme di tutte le disposizioni normative dell’ordinamento giuridico relativo al territorio italiano.

Ad es., mentre è assolutamente chiaro cosa non possa rientrare nell’ipotesi di cui alla lett. *a*)<sup>93</sup>, non pare altrettanto assodata la definizione di cosa appartenga effettivamente al novero dei titoli di *partnership*, se cioè l’indicazione possa essere ritenuta o meno comprensiva anche di almeno alcuni dei titoli emessi a fronte di un’associazione in partecipazione<sup>94</sup>, o riferibile anche alle azioni<sup>95</sup> non quotate

(93) Che non si può in alcun modo riferire alle partecipazioni nel capitale di una s.r.l. – le quote – che, per altro, non possono essere mai rappresentate da azioni o da certificati di partecipazione analoghi, né oggetto di una sollecitazione all’investimento indirizzata al pubblico risparmio.

Si tratta, in effetti, di una conseguenza da riportare all’interpretazione sistematica e complessiva, dal momento che sono riferibili alla disciplina societaria dettata dal codice civile novellato – all’art. 2468, comma 1 (v. E. FAZZUTTI, *sub art. 2468*, in M. SANDULLI e V. SANTORO, *cit.*, p. 53; M. PINNARÒ, *sub art. 2468*, in G. NICCOLINI – A. STAGNO D’ALCONTRES, *cit.*, p. 1492; P. REVIGLIONE, *sub art. 2468*, in G. COTTINO ed altri, *cit.*, II, p. 1798), in combinato disposto con gli artt. 2346, I comma, e 2452 (ultimo periodo) c.c., ma anche al tenore testuale dell’art. 1 TUF, che parlando di partecipazioni sicuramente allora non si riferisce alle quote di s.r.l.

(94) A. STAGNO D’ALCONTRES, *I titoli di credito*, Torino, 1999, p. 272; per un confronto – al livello della causa del rapporto d’emissione – tra prestito obbligazionario, associazione in partecipazione e altre modalità di finanziamento.

(95) Il Reg. Emittenti (all’art. 2, comma 1, lett. *m*), si limita a definire i titoli di capitale come “valori negoziabili”. Quindi, non si richiede che le azioni siano quotate. Il fatto della “diffusione” (di cui al successivo art. 2-bis, disposizione evidentemente in linea con la previsione dell’art. 2325/bis c.c.) si collega, naturalmente, a circostanze “di mercato” che solo parzialmente possono essere collegate a determinazioni della società emittente (v., ad es., l’ipotesi di cui all’art. 2-bis, comma 1, lett. *a*): il numero dei soci e l’entità della quota di capitale riferibile a ciascuno discenda da una scelta d’investimento, che è ovviamente di ciascun socio e non della società. Analogamente, in una delle ipotesi di cui al comma 2, il consenso alla negoziazione su un SSO (vale a dire, oggi, un sistema multilaterale di negoziazione) potrebbe essere stato prestatato dal socio controllante piuttosto che dagli organi della società emittente.

Altra questione è relativa al fatto che la società abbia emesso varie categorie di azioni, mentre è naturale che – in quest’ultimo caso – il rapporto della società-emittente con il mercato è legato alla diffusione (ovvero, dall’ammissione alla quotazione) delle sue azioni ordinarie, com’è rappresentato anche dalla regola che vuole – nell’ipotesi di emissione di azioni appartenenti a varie categorie – la maggioranza comunque costituita dalle azioni ordinarie (cfr. B. LIBONATI – P. FERRO-LUZZI, *Categorie di azioni ed aumento del capitale con emissione di sole azioni ordinarie*, in questa *Rivista*, 1990, I, p. 704), che di fatto rappresentano non solo – sul piano del diritto societario – la categoria in cui s’esprime la totalità delle situazioni giuridiche soggettive dell’azionista, ma anche lo strumento finanziario sul quale s’incentra l’attenzione del mercato, che vede in esso “l’oggetto del desiderio” di chi aspira ad acquisire il controllo della società o, comunque, ad ottimizzare e massimizzare gli effetti di una decisione d’investimento (ad es., quando salga la febbre dell’OPA su quell’emittente).

su mercati regolamentati<sup>96</sup> e neppure diffuse<sup>97</sup>.

Meno problematica, alla luce dell'univoco riferimento desumibile dall'art. 2351, comma 5, c.c., disposizione che è richiamata dal testo attuale del TUF<sup>98</sup>, nonché dalla normativa secondaria citata *infra*, appare l'esclusione degli strumenti finanziari nuovi di cui agli artt. 2346, comma 6 e art. 2349, comma 2, c.c.

D'altro canto, pare abbastanza definito ciò che rientra nell'indicazione ai sensi della lett. b), dal momento che l'interpretazione che include, accanto a quelli appena citati, anche un gran numero degli altri strumenti finanziari nuovi previsti dalla riforma del diritto societario tra i titoli di debito<sup>99</sup> sembra definitivamente confortata non tan-

(96) Nel Regolamento Mercati (adottato dalla CONSOB con delibera n. 16191 del 29 ottobre 2007) non si regolano più i SSO - cui si riferiva, invece, la versione originaria del TUF, fino all'attuazione della MIFID, dal momento che la disciplina regolamentare relativa ai sistemi multilaterali di negoziazione e internalizzatori sistematici (di cui agli artt. 77-bis e 78 TUF), nonché ai cc. dd. "market makers" (definiti dall'art. 1, comma 5-*quater*, del medesimo TUF), interessando aspetti del servizio d'investimenti di cui all'art. 1, comma 5, lett. g), TUF (relativo alla gestione dei sistemi multilaterali di negoziazione), nonché aspetti propri di attività esclusive degli intermediari finanziari, è coerente ricercare all'interno della disciplina secondaria recata dal Reg. Intermediari (adottato con dalla CONSOB con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007).

È da sottolineare che - in base all'univoco disposto dell'art. 2, comma 1, lett. c) del predetto Reg. Intermediari, l'attività propria degli internalizzatori sistematici e dei *market makers* è costituita dalla negoziazione per conto proprio di cui all'art. 1, comma 5, lett. a) TUF, dal momento che la norma regolamentare appena citata assimila la loro attività a quella di ogni altro negoziatore per conto proprio. Dunque, è da sottolineare come - a seguito dell'aggiornamento della normativa primaria e secondaria indotto dalla MIFID, è ora evidente come anche l'attività volta a facilitare l'accesso delle imprese al risparmio diffuso tramite la creazione di organizzazioni che agevolino il collocamento sul mercato di prodotti finanziari, o la circolazione di valori mobiliari, rientra nell'attività riservata agli intermediari finanziari, costituita dai servizi ed attività d'investimento aventi ad oggetto strumenti finanziari.

(97) Ai sensi degli artt. 2325-bis c.c. e 116, comma 1, TUF, nonché del Reg. CONSOB n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modificazioni (Regolamento Emittenti. Mi riferisco, in particolare, all'art. 2-bis). V. A. NIUTTA, *Modelli di governance*, cit., p. 352 nota 24.

(98) In particolare, all'art. 1, comma 6-bis, s'includono tra le partecipazioni - come indicate nel resto del TUF i titoli emessi in base all'art. 2351, ultimo comma, c.c.

(99) Oltre a quelli *ex art.* 2411, comma 3, e a quelli di cui all'art. 2447-*ter*, comma 1, lett. e), nonché ai sensi dell'art. 2483, sono titoli di debito quelli che possono emettere le società cooperative ai sensi dell'art. 2526 c.c. (cfr. A. LOLLI, *sub art.* 2526, in A. MAFFEI ALBERTI, cit., IV, 2709; E. TONELLI, *sub art.* 2526, in M. SANDULLI e V. SANTORO, cit., vol. 4, p. 90; G. BONFANTE, *sub art.* 2526, in G. COTTINO ed altri, cit., III, p. 2483).

Cfr. anche S. PATIBARCA, *I titoli di debito della s.r.l. tra opportunità e problemi interpretativi*, Milano, 2005, p. 2.

to dalle indicazioni univoche ricavabili dalla normativa secondaria<sup>100</sup>, quanto piuttosto da considerazioni desunte dall'ambito di applicazione di quella disciplina, da circoscrivere alle società quotate e a quelle emittenti strumenti finanziari diffusi, ai sensi del combinato disposto tra gli artt. 2325-bis c.c. con gli artt. 2-bis e 108 del Regolamento Emittenti della CONSOB). In particolare, guardando al disposto del comma 4 del citato art. 2-bis, si ricava che l'applicazione della disciplina regolamentare è riservata esclusivamente alle emissioni di titoli di debito non solo caratterizzati dall'applicazione di alcune norme codicistiche piuttosto che di altre, ma anche tali da risultare contrassegnate in funzione di un duplice requisito dimensionale, rappresentato insieme da una determinata misura minima dell'apporto complessivo di risorse finanziarie realizzato con l'emissione<sup>101</sup> - corrispondenti a non meno di cinque milioni di Euro - e da un numero di soggetti cui imputare l'apporto e attribuire la titolarità degli strumenti finanziari non inferiore a duecento<sup>102</sup>. Pertanto, la rilevanza "di mercato" del fenomeno non può prescindere da un parametro quantitativo, legato al

(100) Ci si riferisce qui, in particolare, agli artt. 98-bis e 122-bis del Regolamento Emittenti adottato dalla CONSOB nel giugno 2007, che richiama espressamente - ma anche esclusivamente - proprio gli strumenti finanziari nuovi di cui all'art. 2351, V comma, c.c., mentre ne trascura altri - quali, ad es., le azioni correlate.

(101) È appena il caso di rammentare che, per effetto della c.d. legge sul risparmio, è stato sostanzialmente novellato l'art. 129 TUB, lì dove prevedeva una specifica regolazione per l'emissione di valori mobiliari, proprio in funzione della rilevanza pubblicitaria di quell'atto d'impresa che poteva di fatto interferire con la politica monetaria e, al limite, persino con obiettivi di finanza pubblica. Sullo "status quo ante" della regolazione rispetto al nuovo testo dell'art. 129 TUB (introdotto dall'art. 1, comma 7, d.lgs. 29 dicembre 2006, n. 303, che ha modificato l'art. 11 della l. n. 262/2005) cfr. F. CAPRIGLIONE - V. TROIANO, *sub art.* 129, in AA. VV., *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di F. CAPRIGLIONE (seconda ed.), Padova, 2001, II, p. 977; per la disciplina attuale - a seguito della modifica dell'art. 129 TUB - v. G.L. GRECO, *sub art.* 11, cit., pp. 156-157).

Dalla previsione dell'art. 129 TUB risulta ora espunto ogni riferimento diretto alla fattispecie dei valori mobiliari, per un ricorso a quella di strumento finanziario: v. L. SALAMONE - M. ONZA, *Prodotti, strumenti finanziari*, cit., par. 2.II.7.

(102) Si da applicare, al collocamento di quegli stessi strumenti finanziari la disciplina della sollecitazione all'investimento.

Il referente normativo è l'art. 2-bis, comma 4, Reg. Emittenti, recante i parametri utili ad individuare un emittente obbligazioni diffuse in misura rilevante. È da ritenere che - per effetto della definizione di cui all'art. 2, comma 1, lett. a) del medesimo Reg. Emittenti - i valori mobiliari di cui alle lett. b) e d) dell'art. 1, comma 1-bis, TUF, sono da includere tra gli "strumenti diversi dai titoli di capitale", a loro volta definiti dalla lett. m), indicazione evidentemente relativa ai valori mobiliari compresi nelle lett. a) e c) dello stesso elenco.

numero dei soggetti interessati e all'ammontare complessivo dell'operazione in termini di valore monetario.

Quanto, invece, al c.d. "orizzonte temporale"<sup>103</sup> da considerare per intendere rettamente la categoria di cui alla lett. b), è il caso di richiamare – nei termini di un *argumentum a contrariis* – la fattispecie degli strumenti del mercato monetario di cui al comma 1-ter già considerato: i valori mobiliari appartengono certamente – come quelli appena menzionati – agli strumenti finanziari (cioè, ai prodotti finanziari cartolarizzati, o meglio titolarizzati<sup>104</sup>), ma differiscono sia per la circostanza relativa alla durata – si tratta di titolo a medio-lungo termine, piuttosto che a breve) – a sua volta incidente sul mercato dove sono negoziabili (obbligazionario, piuttosto che monetario), che per quella relativa al diverso "trade off"<sup>105</sup> tra rischio e rendimento, che si ripercuote anche sulla differente incidenza del rating<sup>106</sup> sugli uni e sugli altri.

(103) Cfr. A. NIUTTA, *Sulla presunzione di esercizio dell'attività di direzione e coordinamento di cui all'art. 2497/sexies c.c.: brevi considerazioni di sistema*, in *Giur. comm.*, 2004, I, p. 983, spec. sub nota 65, nonché ID., *I patrimoni e finanziamenti destinati*, Milano, 2006, p. 163.

(104) La preferenza per questa seconda espressione – certamente meno ricorrente dell'altra – non dipende solo dall'opportunità di evitare confusioni con la cartolarizzazione (di cui s'occupa la L. n. 130/1999; cfr. AA. VV., *La cartolarizzazione dei crediti in Italia*, a cura di R. PARDOLESI, Milano, 1999; AA. VV., *Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti (rif. a l. 30 aprile 1999 n. 130)*, a cura di A. MAFFEI ALBERTI, in *Nuove leggi civili comm.*, 2000, p. 997; F. BOCHICCHIO, *La cartolarizzazione dei crediti: sinergie tra intermediazione creditizia ed intermediazione mobiliare*, in *Dir. fall.*, 2000, I, p. 977; A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Brevi note sulla L. 30 aprile 1999, n. 130, recante "disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti"*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1999, I, p. 489; EAD., *Il credito cartolarizzato e la società cessionaria*, Milano, 2001 – ed. provv. –, ma risiede nella necessità di richiamare l'originaria denominazione anglosassone *Securitization*, che allude alla creazione di *Securities*, cioè di titoli (caratterizzati per il fatto d'essere liberamente negoziati sui mercati finanziari; v. *infra*) nell'ambito dell'operazione. Dunque, si parla di strumenti finanziari e valori mobiliari quando il contratto d'investimento in cui consiste il prodotto finanziario preveda l'acquisto o la sottoscrizione di titoli (a seconda che gli stessi siano già emessi o da immettere sul mercato).

(105) L'espressione anglosassone viene comunemente impiegata – anche dai giuristi (v. ad es., A. NIUTTA, *Modelli di governance*, cit., pp. 355, nota 28 e 358, nota 39, e ID., *I patrimoni e finanziamenti destinati*, Milano 2006, p. 230 e nota 75, nonché p. 289) – per indicare la normale alternativa tra rischio e rendimento riscontrabile in ogni forma d'investimento.

(106) Per gli strumenti del mercato monetario, a differenza dei valori mobiliari che si riferiscono al mercato obbligazionario, risulta meno rilevante il rating, perché non si discute di solito della solvibilità dell'emittente e perché – in un orizzonte temporale molto contenuto – di norma non si assiste a mutamenti nel contesto di mercato

Per quanto attiene, invece, alla lett. c) dell'elenco recato al comma 1-bis predetto, è da evidenziare che la scelta di ricorrere al termine "acquire"<sup>107</sup> – in luogo dell'apparente sinonimo "acquistare" – per

(variazioni dei tassi, dei cambi, ecc.) tali da intaccare profondamente le aspettative del soggetto cui imputare l'apporto delle risorse finanziarie. Per questa ragione, l'investimento in strumenti del mercato monetario è reputato, di solito, praticamente "risk free", il che priva sostanzialmente di senso il ricorso al rating per offrire una valutazione dell'investimento. È da rilevare, tuttavia, che non è da escludere che il giudizio delle agenzie sulla affidabilità di un "sistema-Paese" non solo non pare affatto inutile – nell'ottica degli investitori – né risulta in concreto improduttivo di effetti, specie se si considerano le conseguenze in ordine ai costi del finanziamento del debito pubblico e di un eventuale deficit di bilancio. Cfr. G. FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per le informazioni inesatte*, in *Contr. impr.*, 2008, p. 164; G. PIVA, *La securitization: rischi e ruolo del rating*, in AA. VV., *Lo sviluppo della securitization in Italia*, Roma, 1995, p. 95; G. RUMI, *Il ruolo fondamentale del "rating" nelle operazioni di cartolarizzazione*, in *Dir. e prat. soc.*, 2000, f. 24, 53.

In precedenza, l'attenzione della dottrina s'è focalizzata sull'attività degli analisti finanziari – come elemento capace di determinare scelte d'investimento anche improbabili (P.F. MONDINI, *I conflitti*, cit., pp. 37-38, spec. note 97 e 99), più che come fattore incidente sui flussi della domanda e dell'offerta di prodotti finanziari – incentrandosi in particolare sulle questioni collegate ad una loro eventuale responsabilità verso i risparmiatori-investitori: v. A. MAZZONI, *Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, in *AGE*, 2002, pp. 209-254; da ultima cfr. M.T. PARACAMPO, *L'informativa finanziaria derivata. Ruolo e responsabilità degli analisti finanziari*, Bari, 2008, p. 278, nonché V. CARITÀ, *La responsabilità degli analisti finanziari tra contratto e fatto illecito dopo il recepimento delle direttive dopo la direttiva market abuse e MIFID*, in AA.VV., *L'attuazione della direttiva MIFID*, a cura di L. FREDIANI e V. SANTORO, Milano, 2009, p. 155.

Più di recente, invece, G. GUIZZI, *Rapporti societari*, cit., p. 797, nonché P.F. MONDINI, *Le azioni*, cit., p. 35 si sofferma sulle difficoltà che possono incontrare gli analisti finanziari nel "prezzare" l'investimento in titoli emessi da società operanti in molteplici settori di attività; addè A. CARRETTA, V. FARINA, F. FIORELLI, D. MARTELLI, P. SCHWEIZER e M.G. SOANA, *Corporate governance e performance delle società quotate: il ruolo delle notizie diffuse dai media*, in *Banca, impr., soc.*, 2008, p. 359.

(107) Se è abbastanza evidente che la lett. c) si richiama i *warrant*, non si può tuttavia non evidenziare come l'art. 2, comma 1, lett. d) del Regolamento Emittenti si parla espressamente non solo dei valori che conferiscono la facoltà di acquistare (o, all'opposto, di vendere; v. *infra*), ma anche di quelli che attribuiscono la facoltà di sottoscrivere nuovi valori mobiliari. Non pare una differenza di poco momento, né sul piano pratico – poiché consente di dare rilievo anche al mercato primario dei valori mobiliari di cui alle lett. a) e b) – né sul versante dell'inquadramento sistematico del collocamento e della circolazione dei valori mobiliari sul piano del rapporto tra la società emittente ed il mercato dove questa cerca le risorse finanziarie utili a svolgere la sua attività economica. Tuttavia, si propone nel prosieguo del testo una "ortopedica interpretativa" della lett. c), basata su una valorizzazione del significato ampio che si può attribuire al termine "acquire" adottato dalla previsione in luogo dell'univoco "acquistare", che avrebbe limitato l'utilizzo dello strumento alla sola compravendita del sottostante.

definire il contenuto dei *warrants*, rivela la funzione dello strumento finanziario sia per il mercato primario che per quello secondario del sottostante.

In tal modo, il *warrant* resta disponibile anche per veicolare il diritto di sottoscrivere nuovi valori mobiliari da emettere (*id est*, per immetterli sul mercato dei capitali), oltre che per acquistare o vendere quelli già in circolazione a condizioni predefinite (ad es., il c.d. "*strike price*"<sup>108</sup>). Una conferma immediata - sul piano concreto - delle ragioni poste a fondamento della ricostruzione sistematica prospettata si rinviene nella circostanza che trova quotati sul medesimo mercato (l'MTA) sia le azioni che i *warrants* e le obbligazioni convertibili, men-

È da rilevare, poi, che - come si ricava agevolmente dal tenore dell'art. 44 del c.d. Regolamento Intermediari (già citato *supra* e recante il n. 16190, adottato con dalla CONSOB con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007) - che le lett. c) e d) dell'elenco di cui al comma 1-bis dell'art. 1 TUF, insieme alle lett. d)-j) del comma 2 del medesimo articolo, costituiscono strumenti finanziari complessi, suscettibili d'essere collocati presso il pubblico solo previo giudizio di appropriatezza e se sussistono frequenti occasioni di smobilizzare l'investimento sul mercato e senza costi eccessivi.

Da ultimo, è da segnalare che il ricorso all'espressione "acquisire" è comprensibile anche se si considera che il contenuto delle opzioni di cui alla lett. c) e d) del comma 1-bis può consistere sia in un "*call*" (cioè, in un'opzione d'acquisto, o di sottoscrizione) che in un "*put*" (vale a dire, un'opzione di vendita; cfr. E. GABRIELLI, *Contratti di put and call option, nuntamento delle circostanze per regolazione del mercato ed eccessiva onerosità*, in *Rass. Dir. civ.*, 2007, pp. 1151-1177; G. GALASSO, *Options e contratti derivati*, in *Contratti e impr.* 1999, I, p. 1269; M. GRUGOLA, *La sollecitazione all'investimento e la disciplina speciale delle stock options*, in *Le società*, 2002, p. 1357; R. RORDORF, *Stock options ed informazione del mercato*, in *Le società*, 2001, pp. 147-151; per un'ipotesi specifica - e facile da confondere con quella dei *Credit Default Swaps* (per qualche riferimento bibliografico v. *supra sub nota* 76 - cfr. M. NUCCI, *Credit default option*, in *Contratti*, 2006, pp. 823-825).

Sono state di recente approfondite le interferenze, in proposito, tra il diritto delle società e il diritto dei mercati finanziari; cfr. S. CAPPIELLO, *Stock Options e corporate governance*, in *AGE*, 2003, p. 1351. L'utilità non esclusivamente terminologica della scelta riluce quando si considerino, per un verso, che il prezzo dello strumento ricade sempre su chi acquisisce l'opzione (il che spiega perché è il venditore della *put* ad incamerare il premio - come avviene al sottoscrittore di una "*reverse convertible*" - mentre, a proposito delle opzioni "*call*" l'onere da corrispondere ricade su chi acquista (il che giustifica la minore remunerazione - al livello degli interesse previsti come corrispettivo - dalla delibera per l'emissione di obbligazioni "*cum warrant*", lì dove il *warrant* è di norma *call*); cfr. G. FAUCEGLIA, *Le obbligazioni emesse dalle banche*, Milano, 2000, p. 167 ss.).

(108) Si tratta del c.d. prezzo di esercizio, cioè del valore da corrispondere - per il titolare del *warrant* - in vista dell'acquisizione del sottostante "a mercato fermo", cioè fuori dalle negoziazioni in continua e per un corrispettivo predefinito.

tre basta passare ai *covered warrants* e il contesto delle eventuali negoziazioni si sposta al SEDEX<sup>109</sup> (cioè, al mercato dei derivati "titolarizzati", che costituiscono *Securities* scambiate sui mercati e per questo regolamentate).

A valori identificabili, invece, nei *covered warrants* e ai *certificates*<sup>110</sup> si riferisce la lett. d). Oltre alla differenza immediatamente evidente, relativa al sottostante - che può anche non coincidere con altri valori mobiliari di cui alle precedenti lettere del medesimo elenco, ma corrispondere ad altre variabili "di mercato" (come il corso di valute, tassi d'interesse o rendimenti), oppure al prezzo di merci<sup>111</sup>, o dipen-

(109) Si tratta del mercato dove si scambiano *securitized Derivatives*, cui ascrivere pure i cc. dd. *Certificates*; per riferimenti normativi, v. l'art. 2, comma 1, lett. e) e g) Reg. Emittenti - per la definizione di questi strumenti finanziari) e gli artt. 59, comma 1, 65, comma 1 (per la disciplina della loro immissione nel mercato), 105, commi 3 e 4 (circa le informazioni da trasmettere al mercato per le operazioni straordinarie poste in essere dall'emittente), nonché 106, comma 3, e 107, comma 2 (sull'informazione periodica e le altre informazioni da rendere ai mercati regolamentati) nella medesima normativa secondaria.

Alla tipologia dei prodotti finanziari che "derivano" il proprio valore da sottostanti particolari ritengo che possano essere ricondotti gli ETF (nonché la loro "variante" indicata con l'acronimo ETC, denominata per esteso *Exchange Trade Commodities*), attualmente negoziati nel comparto denominato *ETF Plus*.

(110) Mentre la definizione relativa ai *covered-warrants* (ricavata dall'art. 2, comma 1, lett. e) del Regolamento Emittenti della CONSOB citato *supra*, si differenzia in modo deciso dalla fattispecie dei *warrants* (di cui alla lett. d) della medesima disposizione, ma anche alla lett. c) dell'art. 1, comma 1-bis, TUF), risulta più tenue la distanza tra i *covered warrants* ed i cc. dd. *certificates*, al punto che questi si identificano in positivo con quegli strumenti finanziari che:

- a. Come i *covered warrant*, "replicano" un'attività sottostante;
- b. Tuttavia, si caratterizzano per il fatto di essere "altro" (cioè, diversi) rispetto ai primi.

È da sottolineare che l'inclusione dei *certificates* tra gli strumenti finanziari corrispondenti ai valori mobiliari rientra nella ricostruzione della categoria come una tipologia relativamente chiusa (cfr. A. NIUTTA, *Strumenti finanziari*, cit., p. 276): ogni nuovo titolo che sia frutto dell'innovazione finanziaria (cfr. P. FERRO-LUZZI, *La "cartolarizzazione"*, in AA. VV., *L'innovazione finanziaria*, Milano, 2003, p. 387; G. VOLPE PUTZOLU, *L'innovazione finanziaria nel settore assicurativo*, in *Rass. Ec.*, 1987, p. 567) deve essere riconducibile - in base ad una valutazione espressa in norme regolamentari *ad hoc* - in uno strumento finanziario o valore mobiliare di cui, rispettivamente, ai commi 1-bis e II dell'art. 1 TUF; altrimenti, non potrà che rientrare tra i prodotti finanziari non titolarizzati ai sensi del comma I della stessa disposizione, oppure tra i prodotti finanziari emessi dalle imprese di assicurazione, di cui alla successiva lett. *ter* bis), regolati dall'art. 25-bis dello stesso TUF.

(111) Purché anche questo sia una variabile oggettiva e "di mercato", cioè standardizzata, ricavabile agevolmente in ogni momento dell'anno e dappertutto (v. la borsa-merci di Chicago).

denti da dati obiettivi, come indici e misure, rilevanti nell'economia e in genere per la vita umana<sup>112</sup> - diversità che si esprime, come già notato, nella scelta di uno specifico ambito di mercato<sup>113</sup> per le negoziazioni - l'aspetto caratterizzante per la tipologia è relativo alla necessità di un regolamento per contanti, da definire su base differenziale (tra il valore di acquisizione e quello di realizzo).

Occorre, infine, interrogarsi circa il carattere chiuso o "semi-aperto" della categoria definita dal comma 1-*bis*, che stiamo esaminando con questo contributo.

Né la stessa previsione, né altra del TUF sembra aver conferito espressamente al Ministero dell'Economia e delle finanze - come fa, invece, il comma 2-*bis* a proposito dei derivati - (o ad altro Ministero) il potere d'individuare con proprio regolamento nuove tipologie di valori mobiliari da ricomprendere nella fattispecie di cui all'art. 1, comma 1-*bis*.

Tuttavia, forse è la stessa previsione generale del potere regolamentare di cui all'art. 18, comma 5, lett. a), TUF, a consentire (per via

(112) Si pensi alle variabili climatiche e alle quote d'emissione - relative al fenomeno dell'inquinamento (di cui (di cui all'art. 1, comma 2, lett. j) - o, per altro verso, o ai mercati regolamentati per la negoziazione di strumenti finanziari derivati sull'energia elettrica ed il gas (previsti dall'art. 66-*bis*, TUF), le cui conseguenze impattano la vita di *quisque de populo*.

Anche se - da un punto di vista letterale - l'esegesi della lett. d) risulterebbe da incentrare sul carattere del regolamenti in denaro, mi pare che la considerazione della funzione di questa categoria di valori mobiliari (desumibile sia da indicazioni che possono essere ricavate in dottrina (v. M. BESSONE e A. NIGRO, cit. *supra*, alla nota 76), che dalla prassi, conducono verso l'effettiva negoziazione come carattere da riscontrare anche nei *covered w.* e nei *certificates* per poter applicare la relativa disciplina. Infatti, la logica sottostante la previsione di titoli rappresentativi di quote d'emissione di *Co²* consiste proprio nella creazione di un meccanismo di mercato, capace sia d'incentivare i comportamenti "virtuosi" - cioè una minore produzione di agenti inquinanti - ma anche una distribuzione ottimale di risorse scarse, intese sia come la disponibilità di risorse ambientali che di ricchezza economica e finanziaria).

(113) L'espressione cui si ricorre nel testo evita volutamente il concetto tecnico-giuridico di "mercato del prodotto" (altrove impiegato, con riferimento al diritto antitrust; v. A. NIUTTA, "Errare humanum est, sed perseverare in errore...". *La delimitazione del mercato geografico rilevante da parte dell'Autorità Garante nella decisione relativa alla concentrazione Telecom/Intesa*, in questa *Rivista*, 1998, II, p. 290. Ma, è da notare, analoga ricostruzione vale anche in ordine ad altri settori del diritto commerciale, dov'è funzionale sia alla disciplina della concorrenza sleale che a quella della proprietà industriale). Per questo, non è del tutto condivisibile l'iter argomentativo di F. FERRO-LUZZI, *Regole del mercato e regole nel mercato: due taxi non comunicanti*, *ivi*, 2007, II, p. 207, lì dove ricorre (216) all'espressione "mercato geografico" in modo abbastanza a tecnico, pervenendo tuttavia a conclusioni di fatto condivisibili.

d'interpretazione estensiva e/o analogica) che il Ministero possa individuare - nell'ambito dei nuovi strumenti finanziari, "riconosciuti" ai sensi della predetta lett. a) - anche dei nuovi tipi di valori mobiliari, che possano essere "scorporati" dagli altri nuovi strumenti finanziari.

È da sottolineare, peraltro, che - a fronte di un *iter* così macchinoso - potrà comunque risultare più agevole (ed essere comunque di fatto preferito<sup>114</sup>) un intervento al livello della normativa primaria per integrare uno degli "elenchi" di cui all'art. 1 TUF.

Inoltre, come si può ricavare dalla definizione degli UCITS - che, come rilevato in precedenza<sup>115</sup>, coincidono con gli OICVM - caratteristica tipica dei valori mobiliari sembra non essere tanto la semplice negoziabilità (come pare doversi desumere dal tenore letterale del comma 1-*bis*). Infatti, quest'ultima, potendo anche interessare solo il mercato primario (come, ad es., avviene tipicamente per i prodotti finanziari), si distingue dall'attitudine a circolare, riferibile anche al mercato secondario, che invece sembra effettivamente propria solo di quella *species* dei prodotti coincidente con gli strumenti finanziari.

Viceversa - per quanto concerne i valori mobiliari - essi non sono semplicemente circolabili, ma in quanto effettivamente quotati su mercati regolamentati o comunque diffusi tra gli investitori<sup>116</sup>, la loro attitudine alla negoziazione ha assunto una rilevanza normativa tale da determinare l'applicazione non solo di una regolazione eteronoma - sia primaria che secondaria - *ad hoc*, ma anche di una "self-regula-

(114) Com'è già avvenuto effettivamente a proposito dei titoli emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione, cioè le cc. dd. ABS (*Asset backed Securities*), di cui all'art. 5 della L. n. 130/1999; v. A. NIUTTA, *Patrimoni destinati e procedure*, cit., pp. 353-357, note 173 e 175.

(115) V. *supra*, alla nota 10 dell'Introduzione.

(116) La caratteristica deve essere riscontrata anche per gli elementi della tipologia di cui all'art. 1, comma 1-*bis*, TUF, al fine di ritenere applicabile la disciplina che il medesimo TUF detta a partire dall'art. 93-*bis* ss. (nel Titolo II che si riferisce all'appello al pubblico risparmio), cioè ad ogni sollecitazione all'investimento che si realizzi mediante strumenti finanziari "comunitari", vale a dire (in base all'univoco dettato dell'art. 93-*bis*) i nuovi valori mobiliari, insieme alle quote dei fondi chiusi - e le previsioni regolamentari di attuazione (in particolare, il Reg. Emittenti) dettano a proposito dei valori mobiliari.

Infatti, anche per le azioni e le obbligazioni, l'art. 2-*bis* Reg. Emittenti detta specifiche condizioni - sulle quali si veda, A. NIUTTA, *Modelli di governance*, cit., p. 352, nota 24, in relazione sia alle azioni che a proposito delle obbligazioni) è da ritenere, tuttavia, che il requisito dell'effettiva negoziazione (da non confondere con la negoziabilità su un mercato regolamentato, per le ragioni che cercherò di precisare nel testo, di seguito) debba essere riscontrato anche a proposito degli elementi c)-d) dell'elenco di cui all'art. 1, comma 1-*bis*, TUF.

tion", ad opera delle SGM, nonché eventualmente anche di una regolazione da parte degli intermediari medesimi, come le singole SGR (ad es., lì dove, nell'adottare un dato regolamento del fondo, configurano quel prodotto del risparmio gestito) ovvero gli internalizzatori sistematici e i "market maker", anche nell'ambito della "gestione di sistemi multilaterali di negoziazione, su base continua" che costituisce oggi un autonomo servizio d'investimento ai sensi dell'art. 1, comma 5, lett. e), TUF.

Se, comunque, il dato normativo - nel contenuto letterale e nel significato ad esso riconosciuto in sede d'interpretazione - non risulta di per sé sufficiente a chiarire del tutto i caratteri tipici della fattispecie (necessari non solo a definire meglio il suo contenuto<sup>117</sup>, ma anche ad individuare il pacchetto normativo e la disciplina applicabile specificamente a ciascuna di esse), è assolutamente evidente come si debba puntare ad una ricostruzione funzionale della medesima disciplina<sup>118</sup>, secondo i normali canoni ermeneutici noti alla dottrina ed esplicitati nelle cc. dd. pre-leggi, poste - com'è noto - all'apertura del codice civile.

Mi pare che la funzione della fattispecie corrispondente alla categoria "valori mobiliari" non possa che riferirsi alla circostanza dell'attuale effettiva negoziazione, anche se il titolo corrisponde ad uno di quelli indicati dalle lett. a) e b) dove quello non è espressamente prescritto<sup>119</sup>. Inoltre, se l'impiego di valori mobiliari agevola in generale la capacità della s.p.a. di attrarre le risorse finanziarie di cui abbisogna per svolgere la propria attività, è solo l'effettiva quotazione, ovvero la diffusione degli stessi valori mobiliari come oggetto di scambio su sistemi multilaterali di negoziazione (oppure la presenza d'internalizzatori sistematici o *market makers* atti a agevolare l'incontro di domanda ed offerta in transazioni relative a quei valori) il fattore che può in

(117) In specie, circa la possibilità di ritenere quella categoria "semi-aperta", in base all'applicabilità estensiva dell'art. 18, comma 5, lett. a), TUF indicata *supra*, nel testo.

(118) Cfr. S. AMOROSINO, *Funzioni e poteri*, cit., p. 141.

(119) È possibile fornire una spiegazione assolutamente piana della opzione adottata a livello normativo: la scelta di quotare o meno le azioni risulta non solo estremamente rilevante sul piano della gestione dell'impresa (incidendo sia sulla maggiore o minore facilità che sui costi da sostenere per reperire nuove risorse finanziarie), ma rappresenta anche una decisione capace d'importanti implicazioni sul modello organizzativo che la società deve adottare. Si pensi al complesso di norme ricavabili dal TUF e dal Reg. Emittenti (cfr., ad es., A. NIUTTA, *Modelli di governance*, cit., p. 358, nota 40 ss.).

concreto incentivare una scelta d'investimento, offrendo una possibilità reale di rapido disinvestimento senza costi eccessivi.

Infatti, l'interferenza tra la disciplina primaria e secondaria dettata per le questioni societarie e quelle di mercato finanziario legate a quei medesimi valori mobiliari è verificabile solo per alcuni di quelli in precedenza indicati (in particolare, per quelli di cui alle lett. a) e c), nonché solo per alcuni di quelli di cui alla lett. b), ma anche in tale ipotesi, sembra comunque prevalere la logica che è del mercato e delle sue regole<sup>120</sup>, su quella propria dei rapporti negoziali intersoggettivi.

La *ratio* della regolazione che è il mercato viene particolarmente in luce oggi dal Regolamento Mercati adottato dalla CONSOB con delibera n. 16191 del 29 ottobre 2007, che consente di inquadrare il diritto dei mercati finanziari nel diritto dell'impresa: si tratta non solo d'incasellare la scelta di un dato "regolamento del mercato" nelle opzioni d'impresa operate da una SGM, ma anche di riconoscere il medesimo carattere all'opzione dell'intermediario di operare come internalizzatore sistematico o *market maker*, nonché di istituire e gestire un sistema multilaterale di negoziazione.

Il corollario di questo sarà verificare che anche il diritto degli intermediari finanziari prevede, per quella che si è definito come scelta d'impresa dell'intermediario, una regolazione a tutela dell'interesse dei risparmiatori-investitori, sì da imporre un intervento dell'Autorità di vigilanza sui mercati.

4. Per cercare di completare l'argomento introdotto da ultimo, a proposito della interpretazione funzionale della sub-categoria dei valori mobiliari, disposta nell'ambito della fattispecie degli strumenti finanziari, è il caso di enfatizzare una intuizione già accennata in precedenza<sup>121</sup>, e relativa al carattere imprenditoriale dell'attività di gestione dei sistemi multilaterali di negoziazione e dei mercati regolamentati, così come di quella riferibile ad internalizzatori sistematici e - per altro verso - ai cc. dd. *market makers* (quindi, relativa sia alla negoziazione per conto proprio che alla gestione dei sistemi multilaterali di negoziazione, attività da ascrivere nel *genus* della (istituzione e) gestione dei mercati ad opera di un intermediario finanziario o di una SGM).

(120) Si tratta chiaramente delle regole del mercato, cui si riferisce F. FERRO-LUZZI, *Regole del mercato*, cit., p. 213.

(121) V. *supra*, sub nota 96.

La ricostruzione dell'attività in discorso come impresa ha una serie di valenze, da distinguere tra loro:

1. *in primis*<sup>122</sup>, consente di riportare il servizio e l'attività d'investimento in questione sotto l'ombrello costituito dal combinato disposto dell'art. 41 con l'art. 47 Cost., il che illumina sia il versante pubblicistico - imponendo d'individuare nell'utilità sociale (rappresentata, nel caso di specie, dall'incentivo al risparmio e all'impiego produttivo dello stesso) la *ratio* di ogni limitazione alla libertà d'iniziativa economica privata nei cc. dd. "ordinamenti settoriali"<sup>123</sup> - che quello privatistico, dove riposa il diritto dei contratti riferibile all'impresa<sup>124</sup>;

2. in secondo luogo, quest'impostazione valorizza - sul piano degl'interessi in gioco) - quello dell'impresa che organizza e gestisce un sistema di scambi a ricavare da quel servizio o attività una congrua remunerazione;

3. al terzo posto va collocata, invece, la conformità di questa sistemazione con l'ordinamento comunitario e con la regolazione internazionale legata all'accesso al mercato dei capitali - definito sia sul piano degli strumenti negoziali più impiegati che su quello dei controlli sugli operatori ammessi in ciascun ambito di mercato;

4. infine, è da considerare il rilievo che assume oggi la dimensione globale di economia e finanza, talché una regolazione nazionale ed europea che volesse prescindere dal contesto internazionale risulterebbe semplicemente inutile, perché del tutto inefficiente.

È da ritenere che la funzione *lato sensu* pubblicistica della subcategoria si possa configurare quando si consideri, da un lato, proprio la rilevanza dell'impresa - così come regolata negli ambiti definiti rispettivamente da ciascuno degli ordinamenti settoriali - e del libero mercato quale fattore di crescita delle economie occidentali nonché, d'altro canto, la necessità di attrarre i capitali disponibili anche al livello internazionale (chiaramente, offrendo opportunità d'investimento a condizioni migliori - o, almeno, non deteriori - rispetto a quelle

(122) L'impiego dell'espressione latina qui si giustifica per la circostanza di rimandare all'elaborazione del sommo retore dell'antica Roma, M.T. CICERONE, "De oratione", *Liber Secundus* (scritto nel 55 a. C.).

(123) Cfr. S. AMOROSINO, *Principi costituzionali - poteri pubblici*, cit., p. 8.

(124) Che costituisce un'articolazione del diritto commerciale (C. ANGELICI, *La contrattazione d'impresa*, in AA. VV., *L'impresa*, Milano, 1985, 185, nonché - più di recente - ID., *Attività ed organizzazione*, Torino, 2007, 3; P. FERBO-LUZZI, *L'impresa*, in AA. VV., *L'impresa*, p. 19; e B. LIBONATI, *Corso di diritto commerciale*, cit., p. 5; adde L. SAMBUCCI, *Il contratto*, cit., 126), a sua volta specificazione del diritto civile.

reperibili all'estero). Si tratta, invero, anche d'evitare una fuga dei capitali nazionali, in un contesto dov'è particolarmente forte la concorrenza tra i vari sistemi economici e gli ordinamenti per accaparrarsi la massima parte possibile del risparmio prodotto, sia sul livello statale che a livello sovranazionale<sup>125</sup>.

Entrambe le motivazioni appena accennate hanno imposto l'adozione di una disciplina del fenomeno in sé abbastanza corrispondente a quella degli altri *competitors* sul mercato internazionale dei capitali, di fatto riducendo lo *spread*<sup>126</sup> che l'investimento nel nostro Paese poteva presentare per un investitore internazionale rispetto a quello in altri sistemi economici nazionali<sup>127</sup>. A ciò si aggiunga la "pressione di

(125) Dunque, una disciplina efficiente dei mercati finanziari si presta a tutelare non solo l'interesse individuale dei soggetti direttamente coinvolti nel mercato finanziario, ma anche quello pubblico del "sistema Paese" ad un incremento della ricchezza prodotta e forse anche obiettivi macro-economici cui una regolazione che pretenda d'essere efficiente non può restare indifferente.

(126) Che poteva derivare da un *deficit* di tutela per il risparmiatore-investitore. Questi, allora, poteva pretendere una remunerazione maggiore - rispetto ai prodotti finanziari concorrenti - in funzione dell'incremento della rischiosità dell'investimento che accettava.

Lo stesso è a dire, mi pare, anche a proposito della liquidabilità dell'investimento: una migliore liquidabilità - cioè, più rapida e senza spese che si aggiungano al costo di negoziazione (consistenti, ad es., in uno "sconto" - cioè, una riduzione del prezzo di mercato del prodotto finanziario, come ad es. può avvenire per la quota di un OICR rispetto al suo "NAV", cioè il *Net Asset Value* - pagato in funzione del rischio legato alla negoziazione sul mercato di titoli "sottili", ovvero con un flottante molto ridotto) - provoca effetti del tutto analoghi, nella determinazione del prezzo, ad un contenimento dei rischi collegati a prodotti simili, vale a dire un incremento del valore (oppure un contenimento della tendenza al deprezzamento). È da ricordare che questa logica è presente - al livello normativo - anche nella previsione di cui all'art. 44, comma 1, lett. c), Reg. Intermediari, dove s'inquadra nella fattispecie degli strumenti finanziari non complessi.

(127) P.F. MONDINI, *Le azioni*, cit., p. 30, nota 78, collega alla presenza di asimmetrie d'informazione la sussistenza di uno sconto nel prezzo di un titolo in funzione dell'incertezza. È da evidenziare come potrebbe risultare di fatto coincidente l'effetto delle asimmetrie di regolazione rispetto al valore dell'investimento in titoli relativi ad imprese operanti in settori contigui, ma soggetti a regole non corrispondenti dal punto di vista sostanziale. Questa logica - sostanzialmente alla base del processo di armonizzazione comunitari - impone di operare un'attenta valutazione anche della legislazione nazionale, onde evitare che simili asimmetrie (d'informazione, come di regolazione) possano essere riscontrate e persino tra imprese tutte soggette al medesimo ordinamento.

conformità<sup>128</sup> derivante dall'adesione all'UE e dal valore delle Direttive comunitarie, come stimolo ad adeguare il nostro ordinamento a quello dei "concorrenti prossimi", cioè gli altri Paesi dell'Unione.

Dunque, l'interesse alla massimizzazione dei ricavi - in funzione della massimizzazione del profitto - motiva sia la SGM che l'intermediario finanziario (nella veste dell'internalizzatore sistematico o del *market maker*, ovvero di gestore di sistemi multilaterali di negoziazione<sup>129</sup>) a favorire il collocamento sul mercato dei valori mobiliari e la

(128) Il concetto di "pressione di conformità" è stato elaborato nell'ambito degli studi sulla psicologia di gruppo (in riferimento a gruppi umani anche di dimensioni cospicue, cfr. l'indagine condotta nel 1951 da S. ASCH, *Conformismo patologico di gruppo*; per ulteriori riferimenti si rinvia a V. MASTRONARDI, *Le strategie della comunicazione umana*, Roma, 1998), in relazione alle dinamiche relazionali che si sviluppano all'interno di contesti umani sufficientemente omogenei e coesi, con particolare riferimento alle relazioni tra gli individui che appartengono da lungo tempo al gruppo e coloro che vi accedono successivamente, dovendo confrontarsi con le norme che regolano i comportamenti e quindi l'appartenenza al gruppo. In tale ambito si osserva la c. d. "pressione di conformità", per cui ciascun appartenente al gruppo tende a recepire e far propri quei comportamenti che reputa caratteristici dell'appartenenza al gruppo, "conformandosi" così a quelle che ritiene essere le regole del gruppo, che vede espresse dal comportamento degli altri appartenenti.

Si ricorre al concetto che viene qui impiegato in senso traslato, per esprimere certamente la forza espansiva delle scelte vincenti di uno degli ordinamenti europei rispetto agli altri (sia europei che comunitari) concorrenti, ma anche il fatto di concorrere da posizione vincente nell'elaborazione delle direttive cui tutti si dovranno conformare, pena l'irrogazione di sanzioni comunitarie. Qui, ad ogni modo, la causa dell'adeguamento è normativa (piuttosto che semplicemente psicologica, come nell'orientamento sociologico che si cita), così come i "limiti" della conformità, legati - da un lato - ai margini riconosciuti ai vari ordinamenti nazionali per discostarsi dal minimo comune denominatore comunitario e, su un altro versante, alla possibilità di un'emulazione verso l'alto, per cui gli ordinamenti nazionali possono competere con gli altri massimizzando le tutele per i risparmiatori-investitori (essendo in qualche maniera "costretti" ad inseguirsi nelle scelte continuare ad attrarre risorse finanziarie dal mercato internazionale dei capitali ed impedire le tentazioni di fuga del proprio risparmio).

(129) La differenza tra la negoziazione che adopera internalizzatori sistematici, quella attraverso *market makers* e, infine, quella attraverso mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione è sottolineata da R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., pp. 122-125, mentre non è altrettanto bene evidenziata da G. FEDERICI, *Il servizio di gestione multilaterale di negoziazione: i soggetti abilitati*, e EAD.,  *Mercati non regolamentati: i sistemi multilaterali di negoziazione e gli internalizzatori sistematici*, in AA.VV., *Manuale di diritto del mercato finanziario*, cit., pp. 123 e 221, dove (più specificamente) non si pone il problema dei *market makers*. La questione, invece, rileva non solo sul piano conoscitivo - dov'è evidentemente importante discernere realtà fenomeniche tutte presenti, anche a livello normativo - ma anche ai fini della ricostruzione del sistema e per la verifica dell'assetto d'interessi sottostante ai vari contratti e implicati dalle varie attività d'impresa oggetto di regolazione.

loro negoziazione, da cui discende non solo la possibilità per l'emittente di reperire agevolmente risorse sul mercato, ma anche l'effettiva liquidabilità dell'investimento per il risparmiatore interessato a tornare rapidamente in possesso della propria disponibilità<sup>130</sup>.

È evidente, in tal senso, che tutto quello che abbiamo appena considerato assicura innegabili vantaggi per l'economia nazionale, da sempre bisognosa di incentivi all'uso produttivo della ricchezza<sup>131</sup>.

Inoltre, è da rilevare come la regolazione della negoziazione dei valori mobiliari in sede di collocamento (nella misura in cui gli stessi costituiscono anche strumenti finanziari, cui applicare altresì la disciplina relativa al collocamento<sup>132</sup> dei prodotti finanziari) prevede non

Dunque, se l'attività del *market maker* è da inquadrare nella negoziazione per conto proprio, la remunerazione che ne rappresenta l'obiettivo si limita allo *spread* che si determina tra il prezzo d'acquisto e quello di vendita del valore mobiliare sul quale s'incentra l'operazione. L'attività d'internalizzatore sistematico, invece, è da raffrontare a quella del gestore di sistemi multilaterali di negoziazione: anche in tal caso si tratta di un sistema di negoziazione, ma questo è bilaterale e l'internalizzatore sistematico è parte necessaria in tutte le negoziazioni che si realizzano sul sistema. La remunerazione propria dell'internalizzatore sistematico è diversa a seconda del servizio d'investimento in cui si concretizza la sua attività: mentre come negoziatore per conto proprio mira a realizzare uno *spread*, nell'eseguire ordini del cliente intende conseguire delle commissioni (di negoziazione, di sottoscrizione o collocamento). Anche il gestore dei sistemi multilaterali di negoziazione - come una SGM rispetto ad un mercato regolamentato - aspira sia alla commissione degli intermediari ammessi che a quelle degli emittenti quotati (cfr. N. BANCHIELLI, *I mercati*, in AA.VV., *Manuale di diritto del mercato finanziario*, cit., p. 193 parla della "determinazione dei corrispettivi dovuti alla società" - riferendosi alla SGM - come un contenuto necessario del regolamento di mercato. Ritengo che questi corrispettivi debbano essere previsti nei regolamenti di mercato per tutti i SSO; cfr. G. FEDERICI, p. 226).

(130) È per questo che la gestione dei sistemi multilaterali di negoziazione risulta attualmente collocata tra i servizi d'investimento: si tratta, in effetti, di un momento assai importante - per non dire assolutamente determinante - nell'accesso dell'impresa - e non solo (si pensi all'emissione e circolazione dei titoli del debito pubblico) alle risorse finanziarie disponibili sul mercato dei capitali per effetto del risparmio (v. *supra*, alla nota 128).

(131) L'insieme degli interessi macro-economici - ad un incremento del PIL, così come delle entrate fiscali - a livello nazionale - ma anche la "capacità attrattiva" dei prodotti finanziari nazionali rispetto al risparmio prodotto, anche al livello internazionale, sono indicati *supra*, nel testo e alla nota 126.

(132) Per non rischiare che l'analisi del linguaggio (cfr. F. D'ALESSANDRO, *Persona giuridica ed analisi del linguaggio*, in *Studi in memoria di T. Ascarelli*, Milano, 1969, I, p. 261 - che risulta finalizzata all'interpretazione delle norme - subisca passivamente la "fasciazione" che deriva dalla mera "magia delle parole" (cfr., per tutti, T. ASCARELLI, *Cooperativa e società, concettualismo giuridico e magia delle parole*, in *Riv. soc.*, 1957, p. 397), è opportuno rilevare che già semplicemente nel TUF ricorre più volte l'espressione collocamento, in funzione della disciplina di fenomeni assai diversi.

solo gli obblighi informativi di cui agli artt. 94 ss. TUF e degli artt. 13 ss. (spec. 19, 22, 26, 28, 34 e 34-bis) Reg. Emittenti, ma anche il contrappeso legato all'eventuale responsabilità dell'intermediario ex art. 100-bis TUF. Per questa via, l'incentivo collegato alla possibile acquisizione delle commissioni di negoziazione viene bilanciato dal rischio di una responsabilità quando il collocamento sia stato difforme dalla regolazione e ne siano derivati danni di cui l'intermediario debba rispondere.

Da questo punto di vista, è chiaro che l'incentivo alla negoziazione è dato non solo dalle commissioni riferite alla stessa, ma anche da quelle dovute dall'emittente per il collocamento<sup>133</sup>, o da quelle ulteriori che siano pagate ciclicamente per l'ammissione dei valori alla quotazione su un mercato regolamentato<sup>134</sup> o l'inclusione tra quelli effettivamente negoziati su un sistema multilaterale di negoziazione<sup>135</sup>.

D'altro canto, il contrappeso non può essere costituito solo dal rimedio civilistico della responsabilità, ma deve essere rinvenuto altresì nei poteri esercitati sia dalla CONSOB (cui compete in termini ge-

Si va dell'art. 1, comma 1, lett. d), dove serve a richiamare sia il servizio d'investimento di cui alla lett. c) che quello ai sensi della lett. e-bis) del successivo comma 5 da differenziare rispetto al "offerta al pubblico di prodotti finanziari", all'enchiridion "promozione e collocamento", relativa all'offerta a distanza di prodotti finanziari di cui all'art. 31, passando attraverso un numero enorme di citazioni (circa 20 volte nel corso dello stesso TUF), quasi tutte in funzione dell'applicazione di regole diverse ed eterogenee, ma tutte funzionali a regolare un fenomeno sostanzialmente unitario, cioè quello che il legislatore definisce in generale come appello al pubblico risparmio, per regolare in generale il fenomeno per cui un emittente richiede in generale disponibilità liquide sul mercato dei capitali offrendo prodotti finanziari dettando regole più stringenti in alcune ipotesi specifiche...

(133) Si tratta, infatti, dei servizi ed attività d'investimento di cui alle lett. c) e e-bis) dell'art. 1, comma 5, TUF, nonché alla Sezione A, nn. 6)-7) dell'Allegato al TUF medesimo, in qualche modo collegati anche alle previsioni degli artt. 2441, comma 8, e 2412, comma 2, c.c., nonché 2483, comma 2, c.c.

(134) L'ammissione alla quotazione su di un mercato regolamentato (ai sensi dell'art. 16 del Reg. Mercati) implica di per sé l'agevolazione dell'emittente costituita dall'accesso diretto alle risorse finanziarie del c.d. risparmio diffuso che si realizza tramite il mercato e senza che si renda necessaria, ad es., l'opera d'intermediazione che si realizza ad es. attraverso l'impresa bancaria o quella di assicurazioni private. Chiaramente, operando direttamente sul mercato dei valori mobiliari l'investitore si fa carico degli oneri e dei rischi legati alla selezione dell'oggetto d'investimento, che non si scarica sull'impresa bancaria o assicurativa.

(135) Si parla di ammissione alle negoziazioni anche a proposito dei sistemi multilaterali di negoziazione, sulla base di quanto dispone l'art. 77-bis, comma 1, lett. b), TUF, nonché dell'art. 19, comma 1, lett. b) del Reg. Mercati.

nerali la vigilanza sui mercati<sup>136</sup>) sia dalle varie SGM o dai soggetti abilitati, in quanto interessati (ad es., quale gestore del mercato regolamentato o del sistema multilaterale di scambi<sup>137</sup>, oppure quale internalizzatore sistematico) ad assicurare - attraverso la conformità al regolamento del mercato - la regolarità del funzionamento del sistema di scambi gestito.

Se quanto si è appena rilevato non fosse reputato ancora del tutto convincente o di per sé bastevole a giustificare la presa di posizione in chiave di regolazione, si potrà allora considerare quanto desumibile approfondendo la distinzione tra il servizio di collocamento e quello di consulenza in materia d'investimento<sup>138</sup>, verificando poi quali strumenti finanziari possono essere oggetto dell'uno e quali dell'altro, nonché a quale tipologia d'investitori può rivolgersi l'uno e non l'altro (se non con precise garanzie per gli oblati che rientrino nella categoria

(136) In base agli artt. 74 e ss. TUF. Si consideri, però il ruolo - tuttora riservato dai vari livelli della regolazione - alle altre *Authorities* di settore: cfr., da ultimo, S. AMOROSINO, *Funzioni e poteri*, cit., pp. 140-141 (specie lì dove segnala un "arroccamento vincente" di Bankitalia (ma altrettanto, forse, è da dire a proposito dell'ISVAP e del COVIP; cfr. A. NIUTTA, nota 11, 30; da ultimo, per un cenno, cfr. S. AMOROSINO, p. 149).

(137) Ai sensi dell'art. 19, comma 2, lett. c) del Reg. Mercati, sia le SGM che i soggetti abilitati - in quanto interessati, rispettivamente, alla gestione di un mercato regolamentato e/o a quella di un sistema multilaterale di negoziazione, sono obbligati ad "eseguire prontamente qualsiasi istruzione della CONSOB in merito alla sospensione o esclusione di strumenti finanziari dalla negoziazione".

(138) È da rilevare che nell'attuale stesura del TUF non solo quest'attività costituisce ora un autonomo servizio d'investimento A. SCIARONE ALIBRANDI, *La consulenza in materia d'investimento: profili di novità della fattispecie*, in AA.VV., *L'attuazione della direttiva MIFID*, a cura di L. FREDIANI e V. SANTORO, cit. p. 73 ss.) - da distinguere rispetto al servizio accessorio prestato ai sensi dell'art. 1, comma 6, lett. f) e soprattutto d) (cui sembra riconducibile, per quanto attiene la consulenza nell'acquisizione d'impresa che costituisce concentrazione, pure il contratto di "financial advising"; v. T.M. USERTAZZI, *Il contratto di financial advising*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2007, I, p. 645) - ma che appartiene specificamente (oltre che agli intermediari finanziari abilitati come banche, intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale di cui all'art. 107 TUB, SIM ed SGR) ad una nuova figura professionale, vale a dire i cc. dd. "consulenti finanziari", regolati dall'art. 18-bis TUF, nonché agli artt. 39, 40, 85 e 88 Reg. Intermediari.

Pure in tal caso valgono le considerazioni già proposte *supra* (alla nota 130), circa il carattere finanziario di quest'attività oggi ascritta tra i servizi d'investimento: non è dubitabile, infatti, che tramite essa l'intermediario contribuisca ad incentivare l'afflusso delle risorse finanziarie alle imprese; cfr. M. DE MASI, *La consulenza in materia di investimenti: prime valutazioni e problemi applicativi*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2008, I, p. 393.

dei risparmiatori-investitori<sup>139</sup>). Mi pare, sul punto, assolutamente interessante la notazione che si ricava dall'art. 1, comma 1, lett. *w-quarter*, n. 4), TUF, che - nell'individuare gli emittenti quotati cui applicare la disciplina nazionale - si riferisce alla circostanza che gli stessi emettano azioni ammesse alla negoziazione su mercati regolamentati italiani o di altro Stato membro della UE, purché lo stesso emittente abbia sede in Italia. Analogamente è a dirsi quando si tratta di titoli di debito, purché il valore unitario contenuto - inferiore a mille euro, o alla quantità corrispondente della valuta estera in cui fossero quotati - ne facciano un prodotto finanziario disponibile anche per quei risparmiatori-investitori che il nostro ordinamento reputa più bisognosi di protezione<sup>140</sup>.

(139) Deduco l'argomento dal disposto dell'art. 25 del Reg. Emittenti, lì dove limita ai soli investitori professionali individuati ai sensi dell'art. 31, comma 2, del Regolamento CONSOB n. 11522 del 1° luglio 1998 (ci si riferisce ad uno dei Regolamenti concernenti l'albo e l'attività dei promotori finanziari, adottati dalla CONSOB con delibera n. 10629 dell'8 aprile 1997 e successivamente modificato con delibere n. 11522 e n. 11523 dell'1 luglio 1998 e, di seguito, con delibera n. 11745 del 9 dicembre 1998) la commercializzazione di quote o azioni di OICR armonizzati che può prescindere dagli obblighi informativi imposti all'emittente dagli artt. 24-24-ter del medesimo Reg. Emittenti; cfr. F. DI SABATO, *Strumenti di partecipazione a specifici affari con patrimoni separati e obbligazioni sottoscritte da investitori finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, I, p. 13; v. anche, A. NIUTTA, *Sulla presunzione*, cit., p. 983, nota 36), cui s'applica esclusivamente la disposizione dell'art. 24-ter, comma 3, Reg. Emittenti, vale a dire gli obblighi informativi a carico degli emittenti esteri di OICR armonizzati), non il complesso delle norme regolamentari sul collocamento degli OICR in Italia.

La regolazione del collocamento di strumenti finanziari costituisce - nell'ottica di una ricostruzione possibile del sistema, che sia oggettivamente utile non solo ad ogni interprete chiamato ad applicare le norme, ma anche ai pratici che vogliono desumere regole utili ad orientare la propria attività alla piena legalità - un aspetto della disciplina degli intermediari finanziari (come regolazione di una porzione della loro attività) che di per sé costituisce anche un momento essenziale di regolazione del mercato. Mi riferisco all'istituzione che rappresenta la risposta dell'ordinamento ad un'istanza di tutela che muove dai risparmiatori-investitori per assumere (in un'ottica di *Law and Economics*) tutto il peso e la pregnanza non solo di un'opzione fondamentale - espressa anche da disposizioni di rango costituzionale, poi primario e secondario - ma pure il ruolo di un "manifesto" per indicare il contesto in cui si reputa centrale la scelta di ottimizzare il livello di tutela per consentire alle imprese di competere nell'accesso al risparmio diffuso sulla base di regole corrispondenti a quelle cui sono soggetti i loro competitori a livello internazionale (V. ROCCO, *Promotori finanziari*, cit., p. 30).

(140) V. la normativa regolamentare di cui all'art. 23, comma 1, TUF, corrispondente agli artt. 37-38, nonché all'art. 57, Reg. Intermediari.

Una questione a sé concerne la tutela giurisdizionale - nei termini della responsabilità contrattuale - disponibile al risparmiatore-investitore che abbia sofferto dei danni per il non diligente adempimento dell'intermediario ai propri doveri nella pre-

In sostanza, la distinzione - o, se si preferisce, la non totale coincidenza - della fattispecie corrispondente ai nuovi valori mobiliari e con quella relativa agli strumenti finanziari mi pare che possa rilevare non solo sul piano logico-formale (per cui, se tutti i nuovi valori mobiliari sono anche strumenti finanziari non è corrispondente vera la reciproca affermazione) e al livello funzionale, ma anche in chiave di regolazione ed in vista dei differenti interessi oggetto di tutela del regolatore sul versante degli uni come su quello degli altri.

È da evidenziare, insomma, che la circostanza di fatto ricordata in precedenza - vale a dire, l'effettiva negoziazione, per i nuovi valori mobiliari, in luogo della mera negoziabilità che si predica a proposito degli strumenti finanziari - rileva anche a proposito della regolazione dettata per i nuovi servizi d'investimento, quando si distingue il collocamento dalla consulenza<sup>141</sup>, non tanto sul piano dei possibili oggetti

stazione dei vari servizi d'investimento; cfr. F. CARPI, *Servizi finanziari e tutela giurisdizionale*, in *Giur. comm.*, 2008, I, p. 1049; cfr. M. PELLEGRINI, *La responsabilità dell'intermediario per "solidarietà creditoria" in un orientamento giurisprudenziale in tema di prestazione di servizi finanziari*, nota a Trib. Ferrara, 28 settembre 2007, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, II, p. 171; v., anche D. CESANO, *Gli obblighi dell'intermediario finanziario nella prestazione dei servizi di investimento dagli orientamenti della giurisprudenza di merito alle Sezioni Unite*, in *RDS*, 2008, III, p. 614, nonché E. GUGLIEMUCCI, *Violazione degli obblighi informativi in materia di intermediazione e validità del contratto*, nota a Trib. Padova, 30 marzo 2006, in *Dir. fall.*, 2007, II, p. 550; da ultimi M. LEMBO - N. RAFAEL, *Intermediari finanziari e responsabilità*, nota a Trib. Milano, 25 gennaio 2007, e Trib. Bologna, 19 dicembre 2006, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2007, p. 317; per la proposta di una soluzione innovativa, v. A. PERRONE, *La responsabilità degli intermediari: tutela del risparmiatore incolpevole o "copertura assicurativa" per investimento sfortunato?*, in *Banca, impr. soc.*, 2008, p. 389; infine, per una particolare forma di tutela risarcitoria collettiva - eventualmente disponibile per la classe dei risparmiatori-investitori, v. G. GUZZI, *Rapporti societari*, cit., pp. 797 e 800.

(141) La differenza tra il collocamento e la consulenza in materia d'investimenti, per altro, rileva anche sul piano dell'individuazione dell'interesse in funzione del quale è prestato il servizio d'investimento.

Infatti, è chiaro che servizio di collocamento degli strumenti finanziari (e, tra questi, dei valori mobiliari) è generalmente svolto a favore dell'emittente, che quindi si assume l'onere di corrispondere all'intermediario - a fronte dell'adempimento che questi dà ai propri obblighi specifici (cfr. D. CESANO, *Gli obblighi*, cit., p. 614) - un corrispettivo per l'ammontare dei valori oggetto di collocamento e, sopeattutto, per le risorse finanziarie così acquisite sul mercato. È altresì logico che il corrispettivo risulti più cospicuo quando l'intermediario assume in proprio il rischio del collocamento, mentre probabilmente risponde in questo caso anche verso l'investitore per i danni che fossero derivati dagli strumenti finanziari emessi da altri ma acquistati presso l'intermediario, tramite un collocamento a seguito di preventiva sottoscrizione o acquisto a fermo. È, invece, più facile che l'intermediario possa almeno limitare o addirittura escludere la propria responsabilità per il prodotto finanziario o il valore mobiliare

dell'uno e dell'altro<sup>142</sup> quanto piuttosto sull'entità delle remunerazioni previste e del rischio di un'eventuale responsabilità che l'intermediario assume con ogni servizio<sup>143</sup>.

Una conferma diretta di quanto fin qui sostenuto si ricava dalla normativa secondaria. Infatti, un aspetto particolare nella disciplina dei valori mobiliari e, in generale, degli strumenti finanziari, come possibile oggetto d'investimento, utile non tanto a definire il mercato del prodotto, quanto piuttosto a ricostruirne la regolazione (per tentare di desumere una logica immanente alla sua disciplina), è legato ai cc. dd. "strumenti finanziari non complessi", di cui all'art. 44 del Reg. Intermediari della CONSOB. L'interesse di quella categoria, funzionale ad applicare agli intermediari la normativa sulla c.d. "best execu-

collocato quando sappia dimostrare che la relativa negoziazione sia stata conforme alla regolazione del collocamento presso quella tipologia d'investitore, con riguardo soprattutto alle concrete modalità di realizzazione (ad es., le regole sull'offerta fuori sede e "a distanza"; v. *supra*, alla nota 144). Del resto, non escluderei che anche altri possa impiegare il servizio di collocamento per immettere nuovamente sul mercato strumenti finanziari che in precedenza erano stati acquistati con un'OPA totalitaria, ad es. quando le adesioni siano superiori a quello che serve per controllare la società e il controllante non intenda procedere ad un "delisting" (R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 395) ma voglia piuttosto continuare a stare sul mercato.

Nella consulenza in materia d'investimenti, invece, il servizio viene prestato dall'intermediario completamente nell'interesse dell'investitore - analogamente al servizio di gestione patrimoniale su base individuale, rispetto al quale infatti sussiste qualche difficoltà di distinzione (v. M. DE MARI, *La consulenza*, cit., pp. 401-402 e pp. 404-405), che per questo paga il costo del servizio, mentre forse incontra maggiori difficoltà se pretende di ottenere *ex post* un risarcimento dall'intermediario per il contenuto dei consigli forniti (Cfr. A. PERRONE, *La responsabilità*, cit., p. 391).

(142) Si potrebbe ritenere che il collocamento possa avere ad oggetto solo i nuovi valori mobiliari - dal momento che l'effettiva negoziazione - rendendone più agevole lo smobilizzo, rispetto a strumenti finanziari solo "negoziabili" - potrebbe facilitarne l'immissione sul mercato, mentre la consulenza dovrebbe concernere tutti gli strumenti finanziari, anche quelli che non si possono rivolgere ai risparmiatori-investitori (che siano o meno identificati negli investitori "retail"; per una sostanziale identificazione dell'investitore non professionale con l'investitore-risparmiatore - o *retail* - R. VIGLIONE, *Nullità e risarcimento*, cit., p. 56, nota 6). Ad ogni modo, è da sottolineare che la distinzione incide sicuramente sul corrispettivo richiesto per ciascun servizio, che risulta per altro modulato anche in funzione del rischio di responsabilità che l'intermediario assume nei confronti del cliente, generalmente più cospicuo nel collocamento rispetto alla consulenza.

(143) Possiamo evidenziare che persino uno dei nuovi servizi d'investimento - vale a dire, la gestione di sistemi multilaterali di negoziazione - potrebbe prestarsi ad essere fonte di responsabilità per l'intermediario-gestore.

tion", si radica nel fatto di esprimere l'idea di vertice<sup>144</sup> che connota una disciplina moderna dei mercati finanziari: quella di distinguere la tipologia degli investitori per garantire ai risparmiatori - cioè, agli investitori non professionali - un livello di tutela che da un lato sappia evitare fughe di capitali e dall'altro possa costituire un sufficiente incentivo - insieme alla prospettiva di rendimenti adeguati - per la scelta di continuare a produrre - invece di astenersi dal lavoro per riposare - e di risparmiare per investire, piuttosto che limitarsi a consumare. In tale prospettiva, allora, il carattere dell'effettiva negoziazione - specie in riferimento ai valori di cui alle lett. a) e b)<sup>145</sup> - risulta determinante non solo per l'inclusione nella categoria degli strumenti finanziari non complessi disponibili a tutti i risparmiatori (quindi anche a quelli non professionali) e perciò l'applicazione della disciplina "pubblicistica" di cui agli art. 43 ss. Reg. Intermediari, ma anche come criterio per definire l'imputabilità di una responsabilità contrattuale dell'intermediario verso la propria clientela, specie se priva del carattere del "cliente professionale privato"<sup>146</sup>. In pratica, l'effettiva negoziazione per i valori mobiliari di cui alle lett. a)-b), così come altri dati "di mercato" costituiti, rispettivamente, da

- assenza di passività ulteriori rispetto al costo sostenuto per acquisire lo strumento<sup>147</sup>;

- disponibilità di un congruo bagaglio informativo, che non risenta di alcun atteggiamento di riservatezza o di reticenza dell'emittente circa i caratteri della propria attività;

- un fatto relativo all'origine della negoziazione, cioè che il servizio è prestato su iniziativa del cliente<sup>148</sup>;

(144) C. ANGELICI, *Società, persona e impresa, ora in Attività ed organizzazione. Studi di diritto delle società*, Torino, 2007, p. 334 impiega l'espressione "argomenti di vertice del diritto societario"; di "impostazione di vertice" parla da ultimo P. FERRO-LUZZI, *L'esercizio d'impresa tra amministrazione e controllo*, in AGE, 2007, p. 231. Cfr. pure B. LIBONATI, *Corso di diritto commerciale*, cit., XIII (nella "Prefazione").

(145) È opportuno ricordare, comunque, che - ai sensi dell'art. 43, comma 1, lett. a), Reg. Intermediari, non devono essere oggetto del servizio d'investimento titoli complessi come le obbligazioni strutturate.

(146) Di cui all'Allegato 3 del Reg. Intermediari.

(147) Ad ulteriore conferma della impossibilità di ammettere alla quotazione azioni non interamente liberate.

(148) Il che esclude modalità di "negoziazione sorprendente", come l'offerta fuori sede; cfr. E. PARELLA, *Offerta fuori sede e a distanza*, in AA.VV., *Manuale di diritto del mercato finanziario*, cit., p. 129.

- la circostanza che l'intermediario rispetta tutti gli obblighi (del tipo "disclose or abstain"<sup>149</sup>) in materia di conflitti d'interesse con i clienti.

Ciascun aspetto rileva sia per definire il corrispettivo atteso e il contenuto dell'eventuale responsabilità civile dell'intermediario, che per determinare la possibilità di un intervento dell'Authority di settore implicata nella vigilanza su quel mercato, ovvero competente a vigilare su quell'intermediario.

Da ultimo, sembra opportuno puntualizzare che si tratta di prescrizioni che esprimono, insieme, una sana logica di mercato<sup>150</sup> e un'istanza di tutela del risparmio, focalizzata sulle esigenze del risparmiatore-investitore "retail" (o "al dettaglio", per impiegare la denominazione rinvenibile nella normativa secondaria<sup>151</sup>). In proposito, poi, è da rilevare che l'esplicita esclusione - accanto agli strumenti finanziari più complessi - anche dei *warrants* non sembra molto giustificata e condivisibile.

Infatti, la circostanza<sup>152</sup> che sull'MTA siano quotati insieme azioni, *warrants* e obbligazioni convertibili la dice lunga non solo circa la

(149) Cfr. P.F. MONDINI, *I conflitti*, cit., p. 33 e la dottrina interna e statunitense citata alla nota 88, sulle regole in materia di *Insider Trading* e "Chinese Walls".

Sulle altre due regole (dettate in materia di OPA volontaria) - cioè, "positivity rule" e "break-through rule" - come disciplina "di base" per un efficiente mercato dei capitali, v. C. RABITTI BECCOGNI, *Le offerte pubbliche di acquisto e di scambio*, in AA.VV., *Manuale di diritto del mercato finanziario*, cit., p. 286.

(150) V. G. ROSSI, *Quale capitalismo*, cit., p. 913, per una contestazione radicale delle impostazioni di vertice del diritto delle società e dei mercati finanziari, legata al peso assunto, sulla scena internazionale, da nuovi "attori", come fondi sovrani, fondi *hedge* e fondi pensione, che sarebbero capaci di sottrarsi - fino a stravolgerle - alle cc. dd. logiche di mercato.

(151) V. l'art. 26, comma 1, lett. c), ss. Reg. Intermediari (dove si definisce il cliente "al dettaglio" come "il cliente che non sia cliente professionale o controparte qualificata". Per le diverse tipologie di clientela si veda altresì l'all. n. 3 del medesimo regolamento), nonché all'art. 32, comma 1, ss. Reg. Mercati. È opportuno considerare pure - per completezza - il regolamento congiunto Banca d'Italia - Consob in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento e di gestione collettiva del risparmio, adottato con provvedimento del 29 ottobre 2007, in cui all'art. 2, comma 1, lett. j), si afferma che cliente al dettaglio "è il cliente che non sia cliente professionale o controparte qualificata, secondo le definizioni del regolamento Consob adottato dall'art. 6, comma secondo, del Testo Unico della Finanza"; sul punto, v. M.A. STEFANELLI, *Problematiche in ordine alla efficacia*, cit., spec. nota 2; cfr. U. MOREIRA, *I rapporti banca-cliente nella normativa MIFID*. Un primo commento, in AA.VV., *La nuova normativa MIFID*, a cura di M. DE POLI, cit., p. 41.

Per la nozione limitrofa di "operatore qualificato" cfr. V. LEMMA, *L'operatore qualificato nelle operazioni in derivati*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, II, p. 69.

(152) Già rilevata *supra*, al par. 3.

prossimità - per non dire proprio la relativa fungibilità sul versante della domanda<sup>153</sup> - dei valori trattati su quel mercato ma anche su una certa facilità (per non dire "dimestichezza") ed abitudine per il risparmiatore-investitore *retail* medio nel passare dall'uno all'altro come possibile oggetto d'investimento. Mancando, in proposito, evidenze statistiche su cui fondare l'affermazione, è opportuno adoperare invece una formula dubitativa circa la diffusione tra i risparmiatori non professionali dell'investimento in *covered warrants*.

Ad ogni modo - stante l'effettiva negoziazione di quei valori mobiliari su mercati regolamentati<sup>154</sup> - è da ritenere che anche l'investimento in quelli di cui alle lett. c) e d) possa essere agevolmente smobilizzato<sup>155</sup> - cioè, tradotto nuovamente in liquidità, disponibile per altri impieghi. Dunque, si può sostenere che - in ragione della stessa quotazione su mercati regolamentati o nell'ambito dei sistemi multilaterali di negoziazione - alla fattispecie dei valori mobiliari si applicano varie discipline, cioè non solo la normativa primaria del codice, integrata dalle previsioni del TUF e del TUB, ma anche una serie di normative regolamentari, pubbliche e private<sup>156</sup>.

(153) Si tratta di una logica caratteristica di un altro aspetto dell'ordinamento - interno ed internazionale - sensibile ad un approccio metodologico di *Law and Economics*, vale a dire il diritto antitrust, inteso come regolazione del mercato e della concorrenza tra imprese: cfr. A. NITTA, nota 113 p. 302.

(154) Nel caso dei *covered warrants* si tratta in genere del SEDEX, mentre il mercato delle obbligazioni corrisponde di solito - cioè, quando non si tratta del TLX o di EXPANDI (cfr. R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., pp. 277 e 280) - al MOT. I *warrants*, invece, sono quotati lì dove lo sono le azioni che ne rappresentano il sottostante, cioè - a parte il già citato MTA - anche MTAX ed EXPANDI.

(155) In effetti, guardando al dettato dell'art. 16, comma 1, Reg. Mercati, la condizione generale per l'ammissione alla negoziazione dei valori mobiliari su un mercato regolamentato è che questi siano liberamente negoziabili, mentre - rispetto agli (altri) strumenti finanziari - si prescrive che le regole adottate dalla SGM (oltre ad essere di per sé chiare e trasparenti) siano tali da permettere che essi "possano essere negoziati in modo equo, ordinato ed efficiente", quindi semplicemente non discrezionale. Mi pare che la differenza valga a conservare, per i valori mobiliari, una possibilità d'impiego anche nelle società chiuse, mentre gli strumenti finanziari diversi dai valori mobiliari possono risultare in concreto più sensibili a logiche contrattuali e quindi occorre che il regolamento del mercato di fatto imponga una disciplina in qualche modo oggettiva. D'altro canto, per quei valori mobiliari come *warrants* e *covered warrants* (che possono essere pure considerati come derivati), sembra che il regolamento del mercato debba - ai sensi del secondo comma dello stesso art. 16 - assicurare la compatibilità tra le caratteristiche del derivato medesimo e "un processo ordinato di formazione del suo prezzo", per arrivare infine a verificare "l'esistenza di condizioni efficaci di regolamento".

(156) Ci si riferisce, nel testo, sia al regolamento di mercato adottato da una SGM, che a quello adoperato dall'intermediario come gestore di un SSO (cioè come

Si tratta, perciò di una circostanza che li rende di fatto – cioè, anche a prescindere da quanto desumibile dall'art. 44, comma 1, lett. b), reg. Intermediari<sup>157</sup>, ossia da considerazioni a carattere normativo – come strumenti finanziari non complessi, disponibili per l'investimento diretto anche da parte di risparmiatori (e quindi non solo tramite la partecipazione nel patrimonio di investitori qualificati perché istituzionali<sup>158</sup>.

5. Avvicinandosi agli ultimi passaggi di quest'indagine, è il caso d'introdurre alcune considerazioni critiche sull'assetto attuale della regolazione italiana del mercato<sup>159</sup> finanziario, come suggestioni – utili anche in una prospettiva "de jure condendo" – peraltro opportune in ordine alla disciplina degli intermediari. Si tratta, infine, dei profili problematici che attengono alla rilevanza di tutte le definizioni adottate in chiave di fattispecie per circoscrivere il mercato del prodotto cui applicare la normativa di riferimento.

Paiono tutt'ora da criticare le residue asimmetrie di regolazione in ordine al collocamento – nella modalità dell'offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita – dei prodotti finanziari emessi da compagnie di assicurazione<sup>160</sup>, a proposito dei quali non risulta del tutto soddi-

internalizzatore sistematico o sistemi multilaterali di negoziazione; richiamo il concetto relativo alle "multilateral trading facilities" o MTF, che possono essere oggi gestite sia da SGM che da intermediari finanziari, di cui tratta, ad es., G. FEDERICI, in S. AMOROSINO, in AA.VV., *Manuale di diritto del mercato finanziario*, cit., p. 223; conforme R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 256. Cfr. C. MOTTE, *Tipologia e disciplina delle "trading venues"*, in AA.VV., *L'attuazione della direttiva MIFID*, a cura di L. FREDIANI e V. SANTORO, cit. (nota 106), p. 35 ss., nonché B. ALEMANNI, *La concorrenza tra trading venues a seguito dell'introduzione della MIFID*, ivi, p. 13 ss.; in generale, sul processo di *outsourcing* che interessa le imprese d'investimento italiane A. PALMIERI, *Imprese di investimento e outsourcing nell'attuazione della disciplina comunitaria sui mercati degli strumenti finanziari*, ivi, p. 203 ss.

(157) La disposizione, per effetto dell'interpretazione complessiva, è da collegare al disposto della lett. a) che la precede, per cui è da intendere nel senso che la presenza di un'opportunità di agevola negoziazione, quindi tutte le volte che sussiste un mercato (che sia cioè legato alla presenza di internalizzatori sistematici o *market makers* cui rivolgersi, oppure di mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione noti o conoscibili per l'intermediario), l'investimento si riferisce a strumenti finanziari non complessi, il che consente di ritenere che ciascuna delle ipotesi di cui non solo alla lett. b), ma anche alle lett. c) e d) del I comma dell'art. 44 Reg. Intermediari si collocano obiettivamente fuori dalle ipotesi contemplate nella lett. a).

(158) V. *supra*, alla nota 6.

(159) Sul rapporto tra autonomia privata (e quindi tipologia dei contratti), autoregolazione in funzione della libertà d'iniziativa economica privata e regolamentazione eteronoma del mercato, v. l'autorevole studio di V. BUONOCORE, *Contratto e mercato*, in *Giur. comm.*, 2007, I, p. 394.

(160) Si rimanda, qui, al combinato disposto degli artt. 1, comma 1, lett. *u-bis*), 25-*bis*, 30, comma 9, 32, comma 2 e 100-*bis* TUF, nonché agli artt. 78, 79, 83 e 85-87

sfacente l'aggiornamento della disciplina introdotto nel TUF col recepimento della MIFID.

Infatti, mi pare ancora riscontrabile una certa disparità di regolazione che risulta capace di discriminare tra le tutele disponibili per i risparmiatori a seconda che accedano ai prodotti finanziari emessi dalle compagnie di assicurazione<sup>161</sup> attraverso il canale della distribuzione assicurativa<sup>162</sup> o quello bancario e delle imprese d'investimento<sup>163</sup>.

Reg. Intermediari: di asimmetrie "normative", a proposito della distribuzione assicurativa, parla espressamente pure P. MARANO, *Il mercato unico*, cit., p. 196.

Il riferimento normativo – cui rinvia espressamente lo stesso art. 1, comma 1, lett. *u-bis*), TUF – è costituito da "le polizze e le operazioni di cui ai rami vita III e V di cui all'articolo 2, comma 1, del decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209, con esclusione delle forme pensionistiche individuali di cui all'articolo 13, comma 1, lettera b), del decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 25216". Quindi, si tratta di prodotti riconducibili nella fattispecie delle polizze-vita, ma che non corrispondono ai fondi pensione.

Mi pare evidente che, anche in tal caso, il legislatore non solo costringe l'interprete ad un continuo lavoro di sartoria (vale a dire, di taglio e cucito) per ricostruire le fattispecie al livello delle strutture normative, ma implicitamente suggerisce l'impiego della chiave funzionale per tentare di dischiudere concetti che, in caso contrario, rischiano di rimanere criptici ed appannaggio esclusivo di "iniziati" (in termini critici – rispetto al tentativo di un approccio sistematico sul punto – cfr. L. SALAMONE – M. ONZA, *Prodotti, strumenti finanziari*, cit., *sub par.* 2.II.D). Si tratta, allora, di norme regolamentari che paiono dimenticare le ragioni e la metodologia da impiegare per una regolazione obiettivamente utile – perché almeno comprensibile per quelli che dovrebbero rappresentare i destinatari immediati di quella tutela – e quindi effettivamente efficace, nonché compatibili con la ricostruzione sistematica che dottrina e giurisprudenza dovrebbero poter realizzare.

(161) Non pare da trascurare, peraltro, una considerazione – già evidenziata in precedenza (cfr. A. NIUTTA, *L'abrogazione*, cit., p. 22, nota 25) – relativa alla sostituibilità (quantomeno parziale) dei prodotti finanziari emessi dalle compagnie di assicurazione – e da ricondurre in una delle tipologie di cui all'art. 29, comma 1, Reg. Emittenti – e alcune delle obbligazioni strutturate emesse dalle banche. Non mi pare discutibile, allora, che in casi del genere le asimmetrie di regolazione evidenziate *infra* (*sub* nota 162) possano assumere una valenza di distorsione non solo per gli emittenti di quei prodotti e strumenti finanziari, ma anche per i risparmiatori-investitori, che non sono messi in condizione di raffrontare prodotti finanziari sostanzialmente fungibili, non solo in funzione delle diversità sostanziali (nei termini di una differente durata dell'investimento, della maggiore o minore liquidabilità dell'investimento o della rilevanza dei costi da sostenere per il disinvestimento).

(162) P. MARANO, *Il mercato unico*, cit., p. 189; cfr. A. LUBERTI, *Funzione finanziaria*, cit., p. 67.

(163) Chiaramente, quando il collocamento si realizza attraverso le modalità dell'offerta fuori sede. In questo caso, la disciplina dello *ius poenitendi* – dettata dall'art. 30, comma 6, TUF, nonché dagli artt. 78 e 82 (e poi, come indicato alla nota 159, agli artt. 83-88) Reg. Intermediari – prevede la possibilità del recesso non solo entro sette giorni (invece dei trenta, previsti per la distribuzione assicurativa), ma poi

(segue nota 163)

il diritto è solo dell'oblato, non anche del soggetto che colloca o per cui si colloca (v. invece, P. CORRIAS, *I contratti di assicurazione*, cit., pp. 224-230).

Mi pare, per altro, che la possibilità riconosciuta – dal diritto delle assicurazioni private – di un esercizio "in comune" dell'attività d'intermediazione assicurativa, che è (ad oggi, cfr. V. ROPPO, *Promotori finanziari*, cit., pp. 23-24) ancora preclusa per quanto attiene all'offerta fuori sede di servizi e attività d'investimento. Infine, è da criticare che – persino nell'ottica dell'ottica della disciplina comunitaria della distribuzione dei prodotti assicurativi (che risulta connotata dalla parità concorrenziale delle imprese a livello comunitario e quindi da una certa indifferenza per la struttura organizzativa prevista da ciascun ordinamento nazionale, purché coerente con le prescrizioni della Direttiva 2002/92/CE; cfr. P. MARANO, *Il mercato unico*, cit., p. 181) – appare abbastanza criticabile che, da un lato, i prodotti finanziari possano essere immessi sul mercato sia attraverso i canali della distribuzione assicurativa che per quelli della distribuzione finanziaria, mentre il diritto delle assicurazioni sembra imporre ai promotori finanziari – per essere legittimati alla distribuzione assicurativa – di possedere anche la qualità soggettiva di agente, *broker* o di dipendente di un'impresa di banca-assicurazione. Inoltre, sul piano della posizione soggettiva dei destinatari del collocamento – i cc. dd. oblati – non sembra del tutto irrilevante la scelta di un canale distributivo in luogo dell'altro, dal momento che solo nel canale finanziario la previsione dello *jus poenitendi* ha i caratteri di cui all'art. 30, comma 9, TUF, nonché gli artt. 83, 85, 87 e 88 Reg. Intermediari. In particolare, dalla previsione di cui all'art. 87, è possibile desumere che:

1. non si incide sulla differente durata del termine previsto dall'art. 177 cod. ass. per esercitare il diritto di recesso – da parte del contraente (v. P. CORRIAS, *I contratti di assicurazione*, cit., p. 226; cfr. anche F. CAPPAL, sub artt. 176-177, in AA. VV., *Il codice delle assicurazioni private. Commentario al d.lgs. n. 7 settembre 2005*, n. 209, diretto da F. CAPRIGLIONE, Padova, 2007, II, t. 2, p. 120; E. FERRANTE, sub artt. 176-178, in AA. VV., *Commentario al codice delle assicurazioni. Decreto legislativo n. 7 settembre 2005*, n. 209, a cura di M. BIN, Padova, 2006, p. 552) – rispetto a quello di cui all'art. 30, comma 6, TUF, a sua volta significativamente differente da quello di cui agli artt. 64-67 cod. cons. – d. lgs. 206/2005 – (P. CORRIAS, *I contratti di assicurazione*, cit., p. 228; v. anche B. COLOSIMO, sub artt. 66-67, in AA. VV., *Codice del consumo*, a cura di G. VETTORI, Padova, 2007, p. 527; R. GIAMPETRAGLIA, *Commento artt. 64-67 cod. cons.*, in *Codice del consumo. Commentario*, a cura di G. ALPA e L. ROSSI CARNEO, Milano, 2005, p. 457);

2. analogamente, il diritto di ripensamento – cfr. F. PARRELLA, *Offerta fuori sede*, cit., p. 135 – del "consumatore di servizi finanziari" (v. G. UCCIARDELLO, *La tutela dei risparmiatori*, in AA. VV., *Manuale di diritto del mercato finanziario*, cit., p. 35) non risulta tutelato altrettanto bene se si consente, in un caso all'impresa di assicurazione o all'intermediario assicurativo di "scaricare" sul consumatore di servizi finanziari il costo non tanto della rete di distribuzione, quanto delle spese di emissione della polizza e – ma solo eventualmente e "in parte qua" – della copertura assicurativa goduta tra il momento della stipula ed il recesso (cfr. l'art. 177, comma 3, cod. ass. e gli artt. 11 e 12, d.lgs. n. 190/2005 – v. G. ALPA, *Commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori (commento al d. lgs. 19 agosto 2005, n. 190)*, in *Contratti*, 2005, p. 1173; v. anche F. BRANO, *Commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai*

Quanto questa discrasia possa di fatto incidere da un lato sul successo dei prodotti sul mercato – e quindi sulla capacità di raccolta<sup>164</sup> delle imprese di assicurazione emittenti – e, d'altro canto, sull'efficienza relativa della distribuzione assicurativa rispetto a quella bancaria e finanziaria, resta un dato fattuale da acquisire eventualmente con l'approccio metodologico statistico e forse non determinante rispetto ad un'indagine intesa a verificare l'adeguatezza di un modello di regolazione (per cui potrebbero bastare altri dati empirici).

È da evidenziare, invece, come l'irrazionalità di questa diversità di regolazione, che risulta sicuramente tale da influire sulle scelte organizzative e d'impresa degli operatori – ma potrebbe rivelarsi molto incisiva rispetto all'effettiva tutela dei destinatari di quella offerta, co-

consumatori (commento al d. lgs. 23 ottobre 2007, n. 221), ivi, 2008, p. 381; F. CUTTARO, *Dopo il codice del consumo, la disciplina dell'offerta a distanza di servizi finanziari*, in *Contratto e impr.*, 2007, p. 264) – mentre la disciplina dell'offerta fuori sede di prodotti finanziari impone all'impresa d'investimento di sospendere l'esecuzione del contratto fino a che il contraente non può più esercitare lo *jus poenitendi* (cfr. A. TORELLI, *Contratti a distanza e tutela dei consumatori. La nuova disciplina della commercializzazione dei servizi finanziari*, in *Nuove leggi civili comm.*, 2006, p. 621);

3. quanto alle qualità soggettive del collaboratore (interno o esterno che sia) – che si tratti di "promotori finanziari, dipendenti, collaboratori o altri incaricati" ai sensi dell'art. 83, comma 1, lett. b) Reg. Intermediari Consob – dell'impresa d'assicurazione, queste cambiano a seconda delle "qualità" imposte dalla normativa secondaria di riferimento ai soggetti partecipanti alla distribuzione: mentre la distribuzione assicurativa richiede al promotore ulteriori qualità soggettive (*id est*, quella di agente, *broker* o dipendente della compagnia), la distribuzione dei prodotti misti (cioè, prodotti finanziari emessi da imprese d'assicurazione) tramite una rete predisposta da banche o imprese d'investimento, richiede esclusivamente la qualifica di promotore e il rapporto di lavoro (dipendente o autonomo che sia) con l'intermediario abilitato al collocamento.

*Last but not least*, un'ultima, rilevante, asimmetria di regolazione attiene la vigilanza sulla funzione di distribuzione, rimessa a soggetti diversi (Consob e ISVAP), ma soprattutto dotati di una differente "cultura del mercato" (cioè, da un lato, tutela del risparmio e buon funzionamento – *id est*, il rispetto delle regole – mentre, sull'altro versante, ci si preoccupa solo di assicurare lo "stare decisis", ovvero il rispetto di quanto convenuto dall'autonomia privata; cfr. P. CORRIAS, *I contratti di assicurazione*, cit., pp. 229-230). Pare utile rammentare che il rispetto della neutralità della *regulation* sulle dinamiche del mercato non significa assolutamente evitare quelle correzioni che risultino necessarie a ripristinare una parità di condizioni nell'accesso ad un mercato che si vuole concorrenziale; cfr. Cfr. F. FERRO-LUZZI, *Regole del mercato*, cit., p. 215.

(164) Per un concetto di raccolta del risparmio che si riferisce alle imprese non bancarie – e, quindi, anche alle imprese assicurative – v. da ultimo, M. GARGANTINI, *La raccolta non bancaria*, cit., p. 81; sul medesimo tema già F. PARRELLA, *La raccolta del risparmio da parte di soggetti diversi dalle banche*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2006, I, p. 67; cfr. A. LUBERTI, *Funzione finanziaria*, cit., pp. 48-49.

munemente ricondotti nel c.d. pubblico risparmio, da riferire sia all'aggregato "famiglie" che a quello relativo alle "imprese"<sup>165</sup> - di fatto è di per sé da valutare come capace di distorsioni della concorrenza tra le imprese e persino di effetti negativi sugli aggregati rilevanti per l'economia nazionale<sup>166</sup>, non solo perciò in ambito comunitario.

L'opportunità di quanto appena sottolineato si apprezza solo che si consideri la fungibilità di questi prodotti sul mercato nazionale<sup>167</sup>, indipendentemente dal carattere del canale distributivo dove il risparmiatore li acquisisce, e la circostanza che fortunatamente il legislatore pare aver adottato tutt'altra impostazione per prodotti finanziari differenti - i cc. dd. fondi pensione - di cui intende espressamente favorire la diffusione<sup>168</sup>. Ma oltre al contrasto con uno degli obiettivi dichiarati della MIFID e del suo decreto d'attuazione, la scelta risulta del tutto criticabile anche sul piano della disciplina comunitaria delle imprese operanti nel settore assicurativo, dove mi pare che la logica di fondo della regolazione segua linee sostanzialmente analoghe alla "criteriologia" applicata in ambito bancario e finanziario... e non potrebbe essere diversamente, trattandosi - in entrambi i casi - di un diritto comunitario riferito alle imprese, dove l'attenzione del legislatore ad evitare non solo distorsioni nel trattamento di imprese concorrenti operanti sullo stesso mercato del prodotto nei vari Paesi UE, ma anche le discriminazioni nella disciplina applicata ad imprese che risul-

(165) Evidenzia la necessità di distinguere - all'interno dell'aggregato corrispondente agli investitori non professionali, la posizione dei risparmiatori da quella delle imprese - non finanziarie e non quotate - M.A. STEFANELLI, *Problematiche in ordine alla efficacia*, cit., p. 328.

(166) Si tratta di una possibilità riconducibile - nei termini di un "argumentum a contrariis" - a quanto già sostenuto in precedenza, nel testo e alla nota 19.

(167) Si applica qui il concetto di mercato del prodotto, elaborato dalla dottrina economica e comunemente adoperato anche dai giuristi, ad es. nell'ambito del diritto antitrust (ma non solo; cfr. V. RIZZO, *Promotori finanziari*, cit., p. 15). In quest'analisi la nozione ricomprende tutte le negoziazioni relative ai prodotti giudicati "fungibili", a prescindere dal fatto che si sviluppino in diverse organizzazioni di mercato, come i mercati regolamentati o non regolamentati (siano essi gestiti da SGM oppure da intermediari finanziari - abilitati a gestire sistemi multilaterali di negoziazione o ad operare come internalizzatori sistematici o *market makers* - ai sensi del TUF, come risulta a seguito della MIFID; v. *supra*, alla nota 21).

(168) Cfr., ad es., M.E. SALERNO, *Il nuovo decreto*, cit., p. 687, dove evidenzia comunque l'asimmetria di regolazione tra le forme pensionistiche individuali e collettive, che perpetua il vantaggio competitivo di queste ultime, come capace di pregiudicare il successo delle prime. Al collocamento dei fondi pensione aperti si applica la disciplina recata dagli artt. 29-31 Reg. Emittenti (nella versione in vigore fino al 30/6/2009).

tano di fatto concorrenti ed operanti sul medesimo mercato geografico - purché la loro operatività abbia dimensione almeno comunitaria - è assoluta.

Inoltre, se si guarda pure alla comune "strategia d'uscita" dei sistemi economici occidentali dalla crisi attuale (di dimensione mondiale e forse pure "epocale"), si riscontrano comunque logiche di vertice comuni, nel senso dell'opportunità di una regolazione attenta alle imprese e ai mercati. In sostanza, se persino negli USA - culla dell'approccio liberista e della sua versione più spinta (la c.d. "*Reaganomics*"<sup>169</sup> degli economisti monetaristi) - s'individua oggi nella regolazione non la migliore, ma forse addirittura l'unica via d'uscita dalla crisi e un'esigenza forte del sistema (che sembrerebbe aver messo maggiormente "al riparo" le economie continentali dagli effetti più negativi e permanenti dello "scoppio" della "bolla speculativa" sui mercati finanziari), è proprio sul terreno della regolazione del mercato che si colloca una critica dell'approccio giuridico corrente.

Si potrebbe obiettare che la lamentata asimmetria di regolazione affonda le proprie radici in un diverso trattamento riservato al mercato assicurativo dalla disciplina desumibile nel livello comunitario, tramite una certa peculiarità delle Direttive comunitarie, che finiscono per garantire a quelle imprese una disciplina rispondente alle loro specificità... in senso contrario, tuttavia, paiono militare non solo considerazioni di sistema - decisamente orientate a favore della riduzione delle asimmetrie di regolazione<sup>170</sup> - ma anche il fatto che nel suo complesso la normativa comunitaria risulta schierata a favore della ridu-

(169) Ci si riferisce, chiaramente, al pensiero del "padre" dell'approccio monetarista della c.d. "scuola di Chicago" l'americano Milton FRIEDMANN (le citazioni bibliografiche, trattandosi di uno dei più longevi e "fecondi" studiosi del '900, scomparso solo di recente ed ampiamente tradotto in Italia, rischierebbero di apparire arbitrarie).

Cfr., per tutti, S. DANZINGER, *Povertà ed ineguaglianza nella reaganomics*, in *Politica ed economia*, 1983, p. 51; da ultimo le critiche di F. SISI, *L'America alla prova: addio Reaganomics. La riscossa dell'America parte dall'onore*, in *Limes*, fasc. 6, 2008, p. 51.

(170) Si pensi alla Direttiva, sulla regolazione del collocamento a distanza e/o fuori sede dei servizi finanziari, attuata in Italia con il d.lgs. n. 190/2005 agli artt. 11 e 12, ora "trasfuso" negli artt. 64-67 ss. del d.lgs. n. 206/2005 - c.d. "codice del consumo" - dove si rinviene la disciplina specifica del diritto di recesso da considerare nel caso di specie (v. F. BRAVO, *Commercializzazione a distanza*, cit., p. 384).

Rispetto alla logica espressa da questi articoli, nonché dagli artt. 30, commi 6 e 9, TUF e 177 cod. ass. si cerca di inquadrare la ratio della regolazione relativa a quest'aspetto del collocamento di prodotti finanziari da parte di banche, intermediari finanziari ed assicurativi e imprese di assicurazione.

zione dei fattori che realizzano una distorsione nella competizione tra le imprese operanti su un mercato del prodotto sostanzialmente unico, senza che ne risulti alcun beneficio, né per i concorrenti né per i consumatori (che, in questo caso, coincidono soprattutto con i risparmiatori).

Non mi pare che si possa seriamente dubitare del fatto che - in ordine all'accesso sul mercato delle risorse finanziarie generate dal risparmio - le imprese assicurative da un lato e le imprese bancarie e d'investimento sull'altro versante operino sostanzialmente in competizione e che i loro rispettivi prodotti siano (almeno fino ad un certo punto<sup>171</sup>) "sostituibili sul versante della domanda"<sup>172</sup>.

È questa la ragione per cui le tutele si sono allineate al livello della normativa secondaria, dove il collocamento dei prodotti finanziari emessi dalle imprese di assicurazione e collocati sul mercato viene previsto nel Regolamento Emittenti - agli artt. 29-34-bis - e nel Regolamento Intermediari (in particolare, agli artt. 85-88), e per questo la normativa regolamentare dettata dall'ISVAP pare "silente" rispetto a questi aspetti. La disciplina dell'operatività delle imprese di assicurazioni e degli intermediari assicurativi sul mercato del risparmio non può essere dettata dall'ISVAP, perché compete alla CONSOB, in base alle disposizioni della legge sul risparmio,<sup>173</sup> che non risultano successivamente emendate e non possono essere "toccate" dal regolatore - se non dopo un ulteriore intervento del legislatore sulla normativa primaria.

Dunque, guardando alla disciplina primaria e secondaria da applicare ai prodotti finanziari emessi dalle imprese d'assicurazione, non pare affatto giustificata una regolazione della distribuzione assicurativa da incardinare solo sul momento negoziale<sup>174</sup>, che - peraltro - risulta del tutto "appiattito" sulle logiche dell'impresa emittente o distributrice (che, per il mercato del risparmio, restano tutt'ora degli "interna corporis", di difficile comprensione e giustificazione se comparate alle logiche espresse da altri prodotti finanziari), e comunque

(171) Ovviamente, finché si tratta dei prodotti finanziari emessi dalle compagnie di assicurazione, di cui agli artt. 1, comma 1, lett. w/bis, 25-bis, 30, comma 9, TUF.

(172) Cfr., sul piano della funzione, A. LUBERTI, *Funzione finanziaria*, cit., p. 49, che adopera la categoria dei prodotti assicurativi evidenziandone la funzione anche finanziaria.

(173) In particolare, v. G.L. GRECO, *sub art. 11*, cit., p. 142.

(174) Cfr. P. CORBIAS, *I contratti di assicurazione*, cit., p. 223.

distanti e difformi rispetto alle logiche di mercato - ove questo sia inteso come un meccanismo obiettivo d'incontro tra domanda ed offerta<sup>175</sup>.

È da ritenere che la logica del mercato unico e del c.d. "passaporto unico"<sup>176</sup> per banche, imprese d'investimento e imprese di assicurazione, nonché per gli intermediari finanziari ed assicurativi<sup>177</sup> e gli emittenti, legata alle Direttive europee nn. 2002/83/CE, 2002/92/CE e 2005/14/CE - cioè, la parità delle regole da applicare alle imprese comunitarie per l'accesso al mercato dei capitali - dev'essere coniugata alla regolamentazione espressa dalla c.d. "Prospectus Directive" - cioè la Direttiva 2003/71/CE - per ricavare l'assetto complessivo della disciplina dei mercati finanziari.

Si potrebbe sostenere, allora, che una ricostruzione di quell'assetto complessivo non possa prescindere da una corretta regolazione del momento informativo modulata sia in ragione della complessità dei prodotti finanziari oggetto del collocamento, sia del bisogno di informazioni "leggibili" da parte delle varie categorie d'investitori<sup>178</sup>.

(175) Cfr. G. FERRI JR., *La nuova disciplina*, cit., p. 12 del dattiloscritto, dove l'A. definisce il mercato come "un meccanismo di valutazione, impersonale, particolarmente attendibile, e che anzi la stessa legge mostra di ritenere maggiormente affidabile", quanto meno rispetto a criteri di valutazione esposti alle conseguenze di spinte soggettive provenienti da chi esprime la valutazione medesima.

(176) Come noto, il c.d. "passaporto unico" dell'UE concerne pure gli emittenti; v. F. BRUNO - A. ROZZI, *Dalla sollecitazione*, cit., p. 277.

Si tratta di un'impostazione della regolazione - decisa a livello comunitario - intesa evidentemente ad armonizzare - cioè, volta a ridurre le asimmetrie normative - e a facilitare quindi l'accesso delle imprese europee al mercato dei capitali disponibili (per effetto del risparmio) non solo al livello europeo, ma mondiale.

Perché quest'ultima affermazione non sembri il frutto di esagerazioni ed improvvisazioni, si consideri che - in un contesto di crisi globale che i più ascrivono (correttamente, credo) agli ultimi decenni di deregulation che ha condizionato la politica economica statunitense (ma forse, anche ad aspetti di cattiva regolazione riscontrabili al livello europeo; cfr. M.A. STEFANELLI, *Problematiche in ordine di efficacia*, cit., p. 307, parla della sostanziale inefficacia dell'attuale assetto europeo di regolazione dei mercati finanziari) - pare corretto ipotizzare che una via d'uscita dalla crisi possa essere indicata in una complessiva revisione delle politiche economiche a livello mondiale (tanto che si è ipotizzata una nuova "Bretton Woods"), ma anche probabilmente del diritto dell'economia.

(177) È il caso di riferirsi - quanto agli intermediari assicurativi e di riassicurazione - alla normativa secondaria di cui al Reg. ISVAP n. 5 del 16 ottobre 2006.

(178) La presenza, accanto agli investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale (cfr. l'art. 2412, II comma, c.c.), dei cc. dd. investitori qualificati ai sensi dell'art. 12, comma 3, lett. i), l. n. n. 262/2005 (o anche i "clienti professionali privati"; v. l'art. 64, comma 1, lett. e) Reg. Intermediari) e degli investitori "al dettaglio" (o *retail*) è rimarcata, da M.A. STEFANELLI, *Problematiche in ordine di efficacia*, cit., p. 298, nota 2 ove ulteriori riferimenti della normativa secondaria.

È, tuttavia, da precisare cosa debba intendersi per "corretta regolazione" del mercato, dal momento che in dottrina l'altro polo della tensione dialettica - ad oggi riscontrabile al livello della politica del diritto - tende a censurare anche una superfetazione delle regole<sup>179</sup>, che risulta del tutto criticabile nella misura in cui l'eccesso di regole, il loro livello di dettaglio, la rispettiva varietà e specificità sembrano rendere molto difficile per il risparmiatore medio<sup>180</sup> (vale a dire, il potenziale acquirente - e quindi consumatore o utilizzatore - di prodotti finanziari<sup>181</sup>) comprendere sostanzialmente il proprio "buon diritto" e quindi accedere alle forme di tutela previste da quella medesima disciplina, che allora risulta inefficiente in modo completo.

Mi pare che sussista una buona regolazione quando si possano conseguire insieme (cioè, contemperare) diverse serie d'interessi:

- l'accesso delle imprese (e non solo<sup>182</sup>) alle risorse finanziarie presenti a livello interno e internazionale;
- la tutela dei soggetti cui è riferibile quel medesimo risparmio<sup>183</sup>, diversificata a seconda della loro appartenenza ad una categoria d'investitori o ad un'altra.

(179) D'accordo con S. FORTUNATO, *Il dirigente preposto ai documenti contabili nel sistema dei controlli societari*, in *Società*, 2008, p. 402, ho parlato anche di "superfetazione dei controlli", A. NIUTTA, *Modelli di governance*, cit., p. 369, sub nota 83; v. anche M.A. STEFANELLA, *Problematiche in ordine di efficacia*, cit., p. 325, nota 50.

(180) La normativa secondaria preferisce riferirsi al c.d. "investitore medio" (cfr. l'art. 28, comma 2, lett. c), Reg. Intermediari) piuttosto che al risparmiatore medio. Tuttavia, poiché la stessa normativa secondaria si riferisce - all'art. 44, comma 1, lett. d) - al "cliente al dettaglio medio", che risulta di fatto nozione coincidente, con l'investitore al dettaglio di cui all'art. 64, comma 1, lett. e), è da ritenere che, in ogni caso dove una disposizione si riferisce a classi di investitori - quali clienti o potenziali clienti degli intermediari - applichi quale parametro il comportamento medio, cioè secondo l'*ad quod plerumque accidit*.

(181) Cfr., sul versante del diritto commerciale, A. GAMBINO, *La responsabilità e le azioni privatistiche nella distribuzione dei prodotti finanziari di matrice assicurativa e bancaria*, in *AA. VV.*, *I prodotti finanziari bancari ed assicurativi - In ricordo di Gaetano Castellano*, Milano, 2008, p. 86, e, per i profili più squisitamente gius-pubblicistici, G. MORIBELLI, *La vigilanza nella distribuzione dei prodotti finanziari emessi dalle banche e dalle assicurazioni*, *ibid.*, p. 50.

(182) È noto che l'aggregato corrispondente al risparmio viene - a livello nazionale - impiegato anche per finanziare il debito pubblico, al livello centrale (cfr. M. AMEROSO, *Emissione e circolazione dei titoli di stato*, Milano, 1997, p. 59) ma persino quello delle Pp. Aa. presenti al livello locale.

(183) Che, come accennato *supra*, si traduce nel contemporaneo incentivo alla produzione di reddito in misura da generare un surplus rispetto a quanto viene consumato, ma anche a non consumare integralmente il reddito prodotto.

Ora, non è dubitabile che il carattere "magmatico" della regolazione prodotta a più riprese (ovvero, quasi "a ciclo continuo") da CONSOB e Banca d'Italia - anche "d'intesa" - nonché, con riferimento alle imprese assicurative, dall'ISVAP, ha di fatto prodotto nel tempo (alle volte sulla spinta di una malintesa esigenza di conformarsi - più che a veri e propri precetti comunitari - alla immaginata "linea di sviluppo" della disciplina comune, una congerie di norme magari anche coerenti ed "armonizzate", ma assolutamente difficili da comprendere e da ricondurre a sistema, non solo e non tanto per l'utente-consumatore medio di prodotti finanziari<sup>184</sup>, ma persino per un consulente legale che non sia uno specialista assoluto dei mercati finanziari e dei prodotti che là si scambiano.

Mi sembra - a questo punto - del tutto ineludibile la questione legata non all'*an*, ma al *quomodo* e al *quantum* di una buona regolazione dei mercati finanziari, che sia cioè capace di servire effettivamente a tutelare le ragioni e gl'interessi<sup>185</sup> del risparmiatore-investitore.

6. Nell'indagare e distinguere tra regolazione dei mercati<sup>186</sup> e regolazione dell'emissione ed - eventualmente - della circolazione di strumenti finanziari<sup>187</sup> è da verificare pure la qualità della regolazione,

(184) Cui pure devono essere riferite le decisioni in ordine alle scelte d'investimento/disinvestimento, ma prima ancora a produrre reddito (invece di astenersi dal lavoro, per riposare) e risparmiare (cioè, non consumare parte del reddito prodotto).

(185) Cfr. A. HECK, *Interesse in giurisprudenza*, cit., p. 1140.

(186) Si può sostenere attualmente che - almeno per determinati aspetti - la regolazione dei mercati può essere riportata alla regolazione dell'impresa che realizza intermediazione finanziaria: a tanto conduce anzitutto la previsione tra i servizi d'investimento della (organizzazione e) gestione di sistemi multilaterali di negoziazione (art. 77-bis TUF) e dell'attività - da ricostruire come negoziazione per conto proprio (ai sensi dell'art. 1, comma 5, lett. a), TUF) - dei cc. dd. internalizzatori sistematici (di cui al successivo art. 78; cfr. *supra*, nota 20 e nota 94).

Tuttavia, quando si parla di regolazione del mercato si fa riferimento alla sussistenza di una vigilanza sia sul suo regolare funzionamento, che sulla conformità della disciplina prevista per quel sistema multilaterale di negoziazione alle prescrizioni del Reg. Mercati della CONSOB (art. 7, nonché art. 16, commi 1 e 2, e art. 19, comma 1, lett. a)-c); cfr. G. DI GASPARI, *Metamorfosi dei mercati finanziari ed attuazione della MIFID*, in *AA. VV.*, *La nuova normativa MIFID*, a cura di M. DE POLI, cit., p. 51; v. anche S. AMOROSINO, *Il sistema delle vigilanze pubbliche in materia di servizi d'investimento dopo il recepimento della MIFID*, *ibid.*, p. 105.

(187) Cfr. F. FERRO-LUZZI, *Regole del mercato*, cit., p. 207. V. anche G.L. GAICO, *sub art. 11*, cit., p. 156.

La circolazione dei prodotti finanziari, ove concretamente possibile, oltre a poter incidere sul successo della loro emissione (evidenziando così il collegamento tra mercato secondario e primario cui si accennava *supra*; v. nota 11 e nota 43), evidenzia

onde acclarare se un'ipotesi di "soft-regulation" dei mercati finanziari non risulta di fatto più efficiente in vista della migliore tutela dei risparmiatori-investitori (specie nella misura in cui sono del tutto o almeno in parte riconducibili nella tipologia del cliente "al dettaglio").

È chiaro che - discutendo, in senso generale, di regolazione dei mercati finanziari - altro è parlare di regolazione di quei mercati (che attiene alla disciplina dei sistemi di negoziazione dei prodotti finanziari), altro invece analizzare la specifica normativa relativa alla mera emissione degli stessi strumenti finanziari.

Sul piano degli interessi in gioco, è evidente come tutti e due i profili sottendono non solo l'interesse delle imprese - siano emittenti prodotti finanziari o intermediari - e dei soggetti titolari del risparmio diffuso, ma anche l'interesse pubblico al regolare funzionamento del mercato<sup>188</sup>, come strumento per l'ottimale allocazione delle risorse economico-finanziarie e quindi incentivo del loro regolare afflusso - o, almeno, disincentivo della fuga dei capitali - nel sistema economico nazionale.

il rapporto che sussiste tra regolazione dei mercati e regolazione dell'emissione - come raccolta non bancaria del risparmio diffuso da parte degli emittenti - in un contesto dove la politica del diritto non può che esprimere evidenti contraccolpi anche sulle scelte di politica economica che riguardano tutt'ora il governo nazionale.

(188) L'interesse pubblico a garantire la regolarità di funzionamento di ciascun mercato, quindi non solo la sua astratta conformità alle prescrizioni del Reg. Mercati, ma l'osservanza in concreto Di quanto previsto nel regolamento del singolo mercato è sotteso alla previsione dell'art. 17, comma 1, Reg. Mercati, lì dove prevede il potere della SGM di "sospendere o escludere dalle negoziazioni gli strumenti finanziari che cessano di rispettare le regole del mercato regolamentato gestito, tenendo conto degli obiettivi di tutela degli investitori e di ordinato funzionamento del mercato"; è da ritenere che CONSOB sia chiamata ad una "vigilanza di secondo grado", cioè a garantire che ciascuna SGM non si sottragga dall'esercizio di tale potere, mentre la SGM resta soggetta ad osservarne le decisioni di vigilanza ispettiva (cfr. il disposto dell'art. 19, comma 2, lett. c), ma è legittimo interrogarsi circa l'affidamento che il singolo investitore retail può riporre in esso dopo la stagione degli scandali finanziari che è sfociata nella crisi dei mercati.

D'altro canto, è evidente che - dalle prescrizioni del Reg. Mercati (e, in specie, ad es. dall'art. 20, comma 1, lett. b) e c) - si desume l'attribuzione alla CONSOB, come Authority di settore, del ruolo di Gatekeeper, cioè di soggetto che - in quanto messo nella condizione di conoscere sia le regole di funzionamento del singolo sistema di scambi organizzati che delle procedure adottate dalla medesima SGM o soggetto abilitato per "assicurare l'integrità del sistema e l'ordinato svolgimento delle negoziazioni", assume il ruolo di garante - per i risparmiatori-investitori - dell'osservanza delle regole di mercato. È da chiedersi se, in concreto, è possibile ritenere bastevole tale articolato meccanismo per garantire integralmente l'interesse degli stessi risparmiatori-investitori.

Se in quest'ottica sicuramente sussiste una relazione tra mercato secondario e mercato primario dei medesimi prodotti finanziari<sup>189</sup>, è indubbio che si tratta, nel primo caso, della regolazione concernente mercati ed intermediari finanziari, nell'altro di regolazione degli emittenti (in quanto capace di interferire sia con la raccolta - bancaria e non<sup>190</sup> - del risparmio che con fenomeni quali ad es. il finanziamento del debito pubblico). Peraltro, come già evidenziato in precedenza<sup>191</sup>, è chiaro che non ci sarebbe nulla da regolare e proteggere se non sussistessero - al livello nazionale - le condizioni per produrre e risparmiare.

Nel dibattito tra la regolazione dei mercati<sup>192</sup> e la regolazione dell'emissione e circolazione di strumenti finanziari<sup>193</sup> si rischia poi di restare invischiati in una considerazione esclusiva degli interessi dell'impresa e sostanzialmente dimentichi sia dell'interesse collettivo del-

(189) Come s'è già evidenziato (v. *supra*, nota 11, nota 43, nota 188), per il risparmiatore-investitore è tanto più facile decidere d'investire (sottoscrivendo strumenti finanziari, e quindi rinunciando ad una parte della propria liquidità) se e quando - sussistendo un mercato secondario di quegli stessi strumenti finanziari) è sempre possibile smobilizzare l'investimento, con un'alienazione dei medesimi strumenti finanziari da cui possa recuperare liquidità.

(190) Cfr. F. PARELLA, *La raccolta*, cit., p. 67.

(191) V. *supra*, nota 21, nonché par. 5 (p. 864 ss.) testo e note corrispondenti.

(192) Parla - in maniera del tutto condivisibile - di "zelo deregolatorio" il collega N. ABRILANI, *Il nuovo regime dei conferimenti*, cit., riferendo il modo non solo frettoloso, ma anche improvvido con il quale il legislatore italiano ha "sistematicamente assolto in questi ultimi anni all'impegno di semplificare il sistema societario, nel dichiarato obiettivo di rafforzare la competitività del nostro ordinamento", dando attuazione - anche prima di altri Paesi europei - alle Direttive comunitarie in ambito societario. Dunque, non si tratta forse solo di un degrado della tecnica legislativa - altrove paventato anche dal sottoscritto (oltre che da più autorevoli studiosi (cfr. G. ROSSI, *La legge sulla tutela*, cit., p. 8; v. anche - su questioni più incidenti rispetto alla politica del diritto delle società - N. ABRILANI, cit., sub par. 1., verso la fine, dove critica la "tecnica redazionale straordinariamente equivoca e a tratti finanche scadente" adoperata ultimamente dal legislatore italiano; di una "discutibile tecnica redazionale" che connota "i prodotti confezionati dal nostro stesso legislatore" di recente, parla anche C. IBA, *Osservazioni sulla stima dei costi detti conferimenti senza stima*, Conclusioni svolte alla Giornata di studio su "I conferimenti in natura, l'acquisto di azioni proprie e l'assistenza finanziaria nel d.lgs. 142/2008", organizzata dai Consigli notarili di Cassino, Frosinone e Latina (Arce, 16 gennaio 2009); al punto 3 - ma dell'atteggiamento pasticcione di chi pretende ... di essere più realista del re.

(193) Cfr. F. FERRO-LUZZI, *Regole del mercato*, cit., p. 213. V. anche G.L. GRECO, sub art. 11, cit., p. 156.

la controparte<sup>194</sup> (l'investitore, con particolare attenzione al risparmiatore-investitore, che rappresenta una *species* del *genus* "operatore (o investitore?) non qualificato"), sia di un interesse pubblico al miglioramento della politica del diritto nei settori strategici dell'economia nazionale.

È in questa dimensione che va a collocarsi l'ultimo passaggio di questo studio, che si concentra sulla qualità della regolazione.

Lo spunto viene da una constatazione: il libro V del codice civile è durato, senza stravolgimenti sostanziali per circa sessant'anni, sopportando agevolmente quei "ritocchi" che sono stati richiesti (o imposti) via via prima da fatti istituzionali<sup>195</sup>, poi dallo sviluppo della società ed economia italiana, spesso secondo modelli provenienti da oltreoceano.

D'altro canto, è agevole constatare come il degrado della tecnica normativa – già altrove segnalato<sup>196</sup> e non soltanto da chi scrive – s'esprima anzitutto nella regolazione secondaria<sup>197</sup>, ma coinvolga oggi persino la normativa primaria, dove non è oggi raro assistere, nel giro di pochi anni, ad una prima riforma (che qualcuno poi provvede subito a definire cruciale o epocale), poi a sue modifiche ed emendamenti, per pervenire poi alla riforma della riforma, in un tripudio di rimandi mobili ed incrociati.

È qui che l'abuso (o l'eccesso) di regole rischia di naufragare in una strisciante *deregulation*: una regolazione molto complessa – ancorché abbastanza completa, in vista della (teorica) migliore tutela dei risparmiatori-investitori – diventa in concreto molto difficile da leggere, interpretare e quindi comprendere ed applicare proprio per chi dovrebbe essere il destinatario e beneficiario dello "sforzo" regolatorio.

(194) Cfr., per un approccio solo "privatistico" (cioè, la tutela del "contraente debole"), I.P. CIMINO, *La tutela dell'assicurato nel nuovo codice delle assicurazioni private*, Torino, 2006, p. 127.

È differente l'approccio del diritto dell'impresa – nella misura in cui si supera la considerazione del singolo rapporto negoziale, per accedere all'inerenza di quello all'attività d'impresa di almeno uno dei contraenti – e del diritto dei mercati, dove si apprezzano pure le conseguenze della regolazione sulle relazioni tra i vari operatori del mercato, nonché i rapporti con i vari interessi pubblici coinvolti.

(195) Si va dall'adozione della Costituzione, ai vari trattati internazionali, tra i quali sono da considerare prima di tutto quelli che hanno istituito e poi "implementato" l'UE (v. *supra*, nota 4).

(196) V. gli AA. citati *supra*, nota 184.

(197) Lì dove tocca ai pratici "arrovellarsi" anche solo per definire la disciplina applicabile, relativa a determinati fatti ed istituti.

Non si pretende qui di ritornare con argomenti conclusivi sul tradizionale confronto – in chiave di politica del diritto – tra l'efficienza dei sistemi di *civil Law* e quella dei contrapposti sistemi di *common Law*<sup>198</sup>, ma pare evidente che la scelta di adottare poche norme generali ed astratte (facili da capire ed adoperare per tutelare gli interessi in gioco), lasciando alla magistratura e alle *Authorities* solo una disciplina applicativa e "di dettaglio", pare preferibile rispetto all'opzione alternativa, di dettare una disciplina tendenzialmente completa, che pretenda di regolare tutto, ma si espone sia al rischio di "buchi" – collegati al dato insopprimibile di una realtà pratica in continua evoluzione (soprattutto nell'ambito economico) – sia a quello dei "lacci e laccioli" che (volendo "imbrigliare" l'iniziativa economica privata per tutelare interessi "altri"), finiscono col risultare "soffocanti" per le imprese, tenendo lontani dal nostro sistema economico proprio gli investimenti privati che si vorrebbe proteggere ed incentivare.

È per questo che si è proposta una "soft-regulation" dei mercati finanziari<sup>199</sup>, prospettando una ipotesi di regolazione "leggera" ma efficiente per la tutela degli interessi in gioco. Dunque, non solo il legislatore, ma anche le *Authorities*, nel loro ruolo di regolatore, si dovrebbero preoccupare di imporre regole coerenti, il più possibile "comuni" ai vari settori economici – si da evitare "arbitraggi normativi" degli operatori – e capaci di tutelare i principali interessi che corrispondono agli attori del sistema economico nazionale (lavoro, capitale e impresa, dove la regolazione concernente il risparmio riguarda, infine, tutti e tre i momenti appena indicati<sup>200</sup>).

(198) Mi pare che, a partire dalla pietra miliare rappresentata – quanto meno in ambito privatistico – dal lavoro di G. GORLA, *Il contratto*, vol. I, Milano, 1955, la comparazione tra la regolazione dell'attività d'impresa nei sistemi di *common Law* e quelli di *civil Law* non abbia prodotto risultati conclusivi in ordine alla preferibilità di un modello invece dell'altro, mentre è chiaro che – per effetto dell'appartenenza del nostro Paese alla UE – la presenza dell'ulteriore livello di regolazione di fatto attenua la distanza tra i due modelli o, piuttosto, pone le basi del suo definitivo superamento.

(199) Cfr. M.A. STEFANELLI, *Problematiche in ordine alla efficacia*, cit., p. 326, nota 52, dove parla di "soft-informations", contrapposta ad *hard informations* che potrebbero costituire una fotografia dello stato dell'arte nella regolazione attuale del nostro sistema finanziario.

(200) In particolare, potrebbe sembrare – ad una considerazione molto superficiale – che il risparmio non riguardi il fattore lavoro. Al contrario, anche a prescindere dalle considerazioni già espresse circa il rapporto che si riscontra tra reddito prodotto e risparmio, è da sottolineare il rapporto strutturale che intercorre tra che lavoro e risparmio previdenziale: una parte della retribuzione – corrispondente al TFR – può essere impiegata per investire nei fondi pensione (cfr. ancora C. BALDARI, *I fondi pensione. Profili civilistici e tributari*, Milano, 1998; D. BLAKE, *Pension Schemes and*

In realtà, ad essere preso in considerazione - nella normativa secondaria che promana dalla CONSOB) - è l'interesse del risparmiatore, che si specifica nei termini dell'interesse dei risparmiatori-investitori, in quello degli investitori non qualificati nella misura in cui potrebbe essere diverso dal primo<sup>201</sup>) e, infine, nell'interesse degli investitori qua-

*Pension Funds in the U.K.*, Oxford, 1992 (trad. it. Id., *Schemi pensionistici e fondi pensione nel Regno Unito: normativa, politica pubblica, problematiche di gestione e conseguenze per i mercati dei capitali*, in AA. VV., *Fondi pensione e mercati finanziari: le esperienze internazionali e le prospettive per l'Italia*, a cura di A. PORTA, cit., p. 105; Z. BODIE, *L'effetto dei fondi pensione sui mercati dei capitali statunitensi*, in AA. VV., *Fondi pensione e mercati finanziari: le esperienze internazionali e le prospettive per l'Italia*, a cura di A. PORTA, Milano, 1993, p. 65; C. CAMEROTA, *I fondi pensione: le nuove forme pensionistiche complementari disciplinate dal decreto legislativo 21 aprile 1993, n. 124*, Milano, 1994; G. CASSELLI, *Dissociazione tra titolarità delle azioni e titolarità del diritto di voto nella disciplina delle forme pensionistiche complementari*, in *Giur. comm.*, 1997, I, p. 327; R. COSTI, *La gestione delle risorse dei fondi pensione*, in *Bancaria*, n. 10, 1996, p. 7; E.P. DAVIS, *Lo sviluppo dei fondi pensione: un confronto internazionale*, in AA. VV., *Fondi pensione e mercati finanziari. Le esperienze internazionali e le prospettive per l'Italia*, cit., p. 12; D. DONATI CANORI, *L'azionariato dei fondi pensione*, in *Riv. prev. Pubbl. e priv.*, 2001, p. 85; GENTILI, *Profili civilistici della gestione assicurativa dei patrimoni dei fondi pensione a contribuzione definita*, in *Assicurazioni*, 1997, I, p. 369; U.M. GIORZANO, *Gli schemi di convenzione per la gestione delle risorse dei fondi pensione: prime osservazioni anche alla luce dell'esperienza inglese*, in *Dir. banca merc. fin.*, 1998, p. 101; F. GISMONDI, *I nuovi fondi pensione: analisi gestionale e confronti internazionali*, Bologna, 1997; J. GORDON - A. CANDIAN, *Profili della disciplina dei fondi pensione nel diritto americano*, in *Dir. ed economia assicur.*, 1992, p. 695; J.O. LIGHT - A.F. PERHOLD, *Risk sharing and corporate pension policies*, Harvard Business School Working Paper, Ottobre 1987; R. MINNS, *Pension fund indicators - A long term perspective on pension fund investment*, London, 1989; R. PISANI, *I fondi pensione aziendali in Spagna*, in *Diritto ed economia dell'assicurazione*, n. 2-3, 1992; G. PONZANELLI, *Forma giuridica e controllo in tema di fondi pensione: la soluzione americana e il diritto italiano*, in *Riv. giur. lav.*, 1993, I, p. 483; R. ROMANO, *Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered*, in AA. VV., *Institutional Investors and Corporate Governance*, a cura di T. BAUMS, R.M. BUxbaum, K.J. HOPT, Berlin - New York, 1994, p. 105; U.H. SCHNEIDER, *Sulla strada dei fondi pensione come azionisti. (Dieci tesi sugli effetti della crescente partecipazione degli investitori istituzionali alle società con azioni diffuse tra il pubblico)*, in *Riv. soc.*, 1992, p. 1448; G. VOLPE PUTZOLI, *La gestione dei fondi pensione da parte delle imprese di assicurazioni vita*, in *Assicurazioni*, 1988, I, p. 22), il che evidenzia un rapporto struttura sussistente tra il lavoro (come fattore di produzione) e risparmio, anche a prescindere dalle politiche pubbliche d'incentivazione.

(201) La distinzione tra il cliente "al dettaglio" (o *retail*) dal cliente "non professionale" mi pare che possa poggiare su una duplice base:

1. da un lato, sulla disciplina - anche di livello comunitario - relativa alla distribuzione (*id est*, il collocamento) di prodotti finanziari ai consumatori (sicché non coincide la nozione d'investitore "retail" con quella d'investitori non professionali e di

lificati<sup>202</sup>) e, tra questi, degli investitori professionali<sup>203</sup>) soggetti a vigilanza prudenziale.

È comprensibile che il Regolamento Intermediari, nell'art. 26, comma 1, lett. c)-e), distingua il cliente dell'intermediario in cliente professionale (rispettivamente, privato o pubblico, in funzione

consumatori di prodotti finanziari; cfr. G. ALPA, *Commercializzazione a distanza*, cit., p. 1174; F. BRAVO, *Commercializzazione a distanza*, cit., p. 382; B. COLOSIMO, *sub artt. 66-67*, cit., p. 327; F. CUFFARO *Dopo il codice*, cit., pp. 269-270; R. GIAMPETRAGLIA, *Commento*, cit., p. 457; A. TORELLI, *Contratti a distanza*, cit., p. 624; da ultimo, cfr. P. FIORIO, *La non adeguatezza delle operazioni di investimento tra nuova e vecchia disciplina*, in S. AMBROSINI - P.G. DEMARCHE (a cura di), *Banche, consumatori e tutela del risparmio. Servizi di investimento, market abuse e rapporti bancari* (con prefazione di P. MONTALENTI), Milano, 2009;

2. d'altro canto, è chiaro che la distanza tra investitori qualificati e investitori non qualificati deve essere considerata di fatto superiore a quella che sussiste tra gli investitori non qualificati e quelli al dettaglio.

In realtà, è evidente che, da un lato, sussistono clienti astrattamente riconducibili ai clienti "al dettaglio" che chiedono d'essere trattati come clienti professionali (ad esempio, per poter accedere a prodotti finanziari che non sarebbero adeguati per i clienti al dettaglio, oppure perché l'intermediario applichi loro metodologie d'informazione o di contrattazione liberamente disponibili solo per gli investitori professionali), mentre d'altro canto è possibile che clienti da considerare in astratto come investitori professionali chiedano che sia loro applicata la normativa più stringente dettata per gli investitori al dettaglio.

(202) Le tre posizioni si desumono, rispettivamente:  
1) investitori qualificati (come definiti dall'art. 34-ter, comma 1, lett. b) in funzione dell'iscrizione nel registro di cui all'art. 34-quater, Reg. Emittenti. La definizione-base di "operatore qualificato" si rinviene all'art. 6, comma 2-quater, TUF (v. la successiva nota 204);

2) le persone giuridiche che non soddisfano almeno due dei requisiti indicati dall'art. 3, Reg. Emittenti, e che comunque non rientrano nella nozione d'investitori qualificati, di cui all'art. 34-ter, comma 1, lett. b) - quindi, sia le PMI che non sono iscritte nel registro di cui all'art. 34-quater, sia le persone giuridiche "pubbliche", da non considerare incluse nella fattispecie di cui all'art. 34-ter, comma 1, lett. b), n. 2), dello stesso regolamento;

3) le persone fisiche che non rientrano tra gli investitori qualificati iscritti nel registro di cui all'art. 34-quater (ad es., i consulenti finanziari persona fisica, di cui all'art. 18-bis TUF; v. M. DE MARI, *La consulenza*, cit., p. 407).

(203) La normativa secondaria (in specie, le lett. d) ed e) dell'art. 26, comma 1, reg. intermediari, ma anche il successivo art. 35, comma 1) consente solo la distinzione degli investitori in clienti "al dettaglio" da quelli professionali (a loro volta, suddivisi - in ragione della previsione di requisiti differenti, in clienti professionali privati - previsti dall'Allegato 3 allo stesso reg. intermediari - e pubblici - che, invece, debbono soddisfare i requisiti indicati nel regolamento emanato dal Ministro dell'Economia e delle Finanze ai sensi dell'articolo 6, comma 2-sexies, TUF) e dalle controparti qualificate (v. la nota 205 che segue).

delle previsioni dell'Allegato 3 del medesimo regolamento o dei requisiti di cui al regolamento adottato dal Ministero dell'Economia ai sensi dell'art. 6, comma 2-sexies, TUF) e al dettaglio, affiancando alla prima categoria quella della "controparte qualificata"<sup>204</sup> (di cui al medesimo art. 26, comma 1, lett. e, nonché al successivo art. 35, comma 1).

Tale classificazione, infatti, pone in capo all'intermediario regole di comportamento più stringente quando la sua controparte contrattuale riveste il carattere del cliente non professionale, oppure espressamente richieda l'applicazione della disciplina - relativa alle informazioni dovute<sup>205</sup>, alla regolazione del momento negoziale<sup>206</sup> e, in genere, alla normativa sui mercati finanziari - dettata per la clientela "retail".

(204) Nella normativa primaria, già l'art. 6, comma 2-quater, TUF, definisce le controparti qualificate riferendosi a:

1) soggetti riconducibili, più che nella fattispecie degli investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale, nel concetto normativo di investitori istituzionali, che comprende: "le imprese di investimento, le banche, le imprese di assicurazioni, gli OICR, le SGR, le società di gestione armonizzate, i fondi pensione, gli intermediari finanziari iscritti negli elenchi previsti dagli articoli 106, 107 e 113 del testo unico bancario, le società di cui all'articolo 18 del testo unico bancario, gli istituti di moneta elettronica, le fondazioni bancarie, i Governi nazionali e i loro corrispondenti uffici, compresi gli organismi pubblici incaricati di gestire il debito pubblico, le banche centrali e le organizzazioni sovranazionali a carattere pubblico";

2) altre imprese, corrispondenti a quelle "la cui attività principale consista nel negoziare per conto proprio merci e strumenti finanziari derivati su merci";

3) imprese "la cui attività esclusiva consista nel negoziare per conto proprio nei mercati di strumenti finanziari derivati e, per meri fini di copertura, nei mercati a pronti, purché esse siano garantite da membri che aderiscono all'organismo di compensazione di tali mercati, quando la responsabilità del buon fine dei contratti stipulati da dette imprese spetta a membri che aderiscono all'organismo di compensazione di tali mercati";

4) inoltre, "le altre categorie di soggetti privati individuati con regolamento dalla Consob, sentita Banca d'Italia, nel rispetto dei criteri di cui alla direttiva 2004/39/CE e alle relative misure di esecuzione";

5) infine, "le categorie corrispondenti a quelle dei numeri precedenti di soggetti di Paesi non appartenenti all'Unione europea".

(205) Occorre guardare, in proposito, non solo agli artt. 29-32 e 35-36 Reg. Intermediari, ma anche al successivo artt. 39 e 41 del medesimo regolamento (per ciò che concerne le informazioni che l'intermediario deve acquisire dal cliente e quelle da fornire prima di poter prestare servizi d'investimento).

(206) La normativa secondaria, in ordine al momento contrattuale, si rinviene agli artt. 37-38 Reg. Intermediari, mentre - come noto - la disciplina primaria è rinvenibile all'art. 23 TUF.

Risulta in qualche misura ragionevole, da un lato - porre in capo all'intermediario (quindi, alla controparte professionale) il dovere generale - da ascrivere tra gli obblighi di protezione<sup>207</sup> - d'inquadrare la propria controparte in una griglia che "gradu" le tutele in funzione del bisogno di protezione espresso non solo in termini generali ed astratti dalla classe di clienti cui risulta riconducibile la propria controparte, ma anche concretamente manifestato dal proprio cliente (che, pur non rientrando astrattamente nella categoria, può aver espressamente richiesto di essere trattato in concreto come cliente al dettaglio<sup>208</sup>, e l'intermediario abbia accettato<sup>209</sup>), nonché quanto dal mercato in generale.

È da ritenere che - secondo la logica espressa non solo al livello delle norme primarie<sup>210</sup>, ma anche dalla disciplina secondaria rinvenibile nel Reg. Intermediari<sup>211</sup> - è posto in capo all'intermediario l'onere di classificare la propria clientela (come tipica manifestazione del proprio potere di organizzare l'impresa, sulla base di quanto gli consente o addirittura gli impone la normativa interna o comunitaria di riferimento), ma mi pare pure che l'incidenza di tale classificazione sui diritti della controparte richieda - persino nel caso di quella parte della clientela meno assistita dalla tutela pubblicistica (mi riferisco, appunto, alle controparti qualificate) - un'accettazione espressa, sia questa generale o relativa al singolo rapporto, del trattamento "deteriore" rispetto a quello garantito ai clienti professionali<sup>212</sup>.

In effetti, proprio perché entrambe le controparti sono imprese, la disciplina appena tratteggiata costituisce norma dispositiva, derogabile dall'autonomia privata: quella che, in termini generali, potrebbe anche costituire controparte qualificata, ha facoltà di richiedere all'intermediario d'essere trattata come cliente professionale o, addirittura

(207) C. CASTRONOVO, *Obblighi di protezione*, in *Enc. giur.*, Roma, 1990, 1; cfr. *Id.*, *Obblighi di protezione e tutela del terzo*, in *Jus*, 1976, p. 124.

(208) V. l'art. 35, comma 3, reg. intermediari.

(209) L'affermazione si basa sul combinato disposto dei commi 4 e 5 dell'art. 58 reg. intermediari con gli ultimi tre capoversi dell'Allegato 3, parte I.

(210) Ad es. nel TUF, quando si regolano i contratti e le informazioni da assumere e (rispettivamente) fornire alla clientela (artt. 21 e 23).

(211) E, specificamente, all'art. 58, dove si definiscono la categoria delle cc. dd. "controparti qualificate", stabilendone - con norma dispositiva - i rapporti con le categorie dei clienti professionali e di quelli "al dettaglio", fissando la disciplina regolamentare propria di ciascuna, ma anche definendo le modalità per sottrarsi a quella contrattando con l'intermediario l'applicazione delle regole proprie di altra categoria (al limite, anche quelle che elevano le tutele offerte ai clienti al dettaglio).

(212) V. l'art. 58, comma 2, Reg. Intermediari.

ra<sup>213</sup> come cliente al dettaglio ma l'attitudine di questa richiesta a produrre effetti richiede che, in coincidenza, il soggetto abilitato presti la propria accettazione. Pertanto, lo scostamento dalla graduazione delle tutele prevista al livello della normativa primaria e secondaria si può produrre solo su base convenzionale e secondo le regole comportamentali del momento negoziale che si ricavano dalle medesime previsioni normative di diritto degli intermediari e dei mercati finanziari.

All'esito di questo "excursus" (che ci si augura non esser risultato troppo faticoso per il cortese lettore) è d'uopo tentare di tracciare delle conclusioni, che possano sperare di assumere la veste di punti fermi della sistematica sulla disciplina dei mercati finanziari.

Come già accennato in precedenza<sup>214</sup>, per il giurista le definizioni debbono risultare funzionali all'applicazione di una determinata disciplina, tant'è che un Maestro del secolo appena trascorso ha coniato la categoria dei concetti normativi<sup>215</sup>, per definire l'espressione sintetica di una disciplina data. È fisiologico, allora, che un giurista sensibile alle realtà dell'impresa e del mercato applichi quella sua predisposizione ed esperienza nell'attività di interpretazione della normativa, verificando sul campo l'attendibilità dei risultati teorici e l'applicabilità delle soluzioni prospettate. D'altro canto, il buon diritto - e la buona regolazione, verificata anche con il criterio della comparazione tra i sistemi economici e le diverse esperienze giuridiche - si misura attraverso l'attitudine ad offrire adeguate soluzioni di problemi tecnici che sussistono nella realtà pratica.

È da registrare che - in questi giorni - si va prospettando negli USA un nuovo modello di regolazione (che può sembrare più vicino

(213) Purché la richiesta sia espressa; v. sempre l'art. 58, comma 4, Reg. Intermediari. Poiché ci si è posti sul livello negoziale, è naturale che la richiesta dell'applicazione di una disciplina più "stringente" per l'intermediario debba essere contrattata ed accettata da quest'ultimo e che, sul piano formale e della pubblicità da dare a questa opzione, si debbano adottare - ai sensi del successivo comma 5 - le stesse modalità prescritte per "le richieste di trattamento quale cliente non professionale di cui agli ultimi tre capoversi dell'allegato n. 3, parte I".

In particolare, la richiesta, deve essere non solo espressa, ma scritta e l'intermediario è obbligato a conservarla nella documentazione relativa a quel rapporto (cfr. L. PONTICOLI - P. DUNIA, *Il formalismo nei contratti dell'intermediazione finanziaria ed il recepimento della MiFID*, in *Giur. comm.*, 2008, I, p. 151 ss.).

(214) Nell'introduzione a questo lavoro.

(215) Ovviamente, ci si riferisce all'elaborazione di T. ASCARELLI, *Tipologia della realtà, disciplina normativa e titolo di credito*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1957, I, p. 357.

all'assetto europeo) per segnare l'uscita dalla crisi. Solo i prossimi tempi consentiranno di sapere se i Paesi dell'UE continueranno a "procedere in ordine sparso" (anche se con lo sforzo per il coordinamento delle loro normative interne che promana da Bruxelles) o sapranno replicare all'amministrazione Obama che ha "battuto un colpo".

ANDREA NIUTTA