

LA CONSOB E IL MERCATO MOBILIARE

(di S. Fortunato e F. Scannicchio)

SOMMARIO: *I. Nozioni introduttive:* 1. Società, mercato finanziario e mercato mobiliare – 2. Dalla riforma del diritto societario alla disciplina organica del mercato mobiliare – *II. Vigilanza sul mercato mobiliare, Consob e società di revisione:* 1. La vigilanza delle pubbliche autorità e il riparto delle competenze – 2. Struttura e funzioni della Consob – 3. L'informazione periodica di bilancio e il controllo legale dei conti – 4. L'attività di revisione legale – *III. Prodotti scambiati (oggetti) e operazioni di accesso e sollecitazione nel mercato:* 1. Prodotti finanziari e strumenti finanziari – 2. Accesso al mercato e controlli – 3. Appello al pubblico risparmio e offerte pubbliche – 4. La disciplina delle offerte al pubblico di sottoscrizione e di vendita – 5. La disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e scambio – 6. Le offerte pubbliche di acquisto obbligatorie – *IV. Emittenti, investitori e intermediari:* 1. I soggetti del mercato. Emittenti e informazione – 2. Gli investitori. Gestione individuale e gestione collettiva del risparmio – 3. Gli o.i.c.r.: A) I fondi comuni di investimento. – 4. B) Le s.i.ca.v. – 5. I fondi pensione – 6. I servizi di investimento – 7. Offerta fuori sede e promotori finanziari – *V. Organizzazione dei mercati mobiliari:* 1. I mercati secondari: mercati regolamentati e sistemi di negoziazione diversi dai mercati regolamentati – 2. I mercati regolamentati e la società di gestione del mercato – 3. La tutela penale del mercato: manipolazione del mercato e abuso di informazioni privilegiate.

Sezione I: Nozioni introduttive

1. Società, mercato finanziario e mercato mobiliare

Il finanziamento delle società può contare da un lato su *capitali propri*, attuati cioè con apporti dei soci o con accantonamento di utili, dall'altro lato su *capitali di terzi*, ottenuti mediante il ricorso al credito. Se si esclude l'autofinanziamento realizzato mediante accantonamento di utili, la raccolta di capitali propri e di terzi si traduce da un punto di vista economico in **domanda di risparmio** da investire nell'attività produttiva che le imprese rivolgono ai *risparmiatori* (o – secondo il linguaggio economico – «famiglie»)

che alimentano così la corrispondente **offerta di risparmio**.

Domanda delle imprese e offerta di risparmio da parte delle famiglie talvolta si incontrano direttamente, sia pure attraverso l'opera di intermediari professionali, quando per esempio le prime emettono e le seconde sottoscrivono o acquistano azioni ed obbligazioni: spesso tuttavia il risparmio viene raccolto in proprio presso le famiglie da altri intermediari (le banche) che erogano a loro volta il necessario finanziamento alle imprese sotto forma di prestito. Tendenzialmente il costo della remunerazione del risparmio raccolto direttamente dalle impre-

se, pur tenendo conto dell'eventuale commissione dell'intermediario che agevola l'incontro fra domanda e offerta, è più basso di quello relativo al risparmio erogato per il tramite del sistema bancario, il quale si carica del costo di una doppia intermediazione. Ciò avrebbe dovuto indirizzare i sistemi economici verso il primo modello di finanziamento del sistema produttivo – detto anche *sistema market oriented* per il ruolo determinante assunto nella allocazione ottimale delle risorse finanziarie dal **mercato** come complesso di negoziazioni tra richiedenti e offerenti il risparmio da investire – piuttosto che verso il secondo modello – detto invece *sistema banking oriented* per il ruolo prevalente assunto dalla intermediazione bancaria. Ma complesse ragioni storiche hanno fatto sì che il primo modello si affermasse soprattutto nei paesi anglosassoni, mentre il secondo prevalesse in particolare nei paesi dell'Europa continentale, compresa l'Italia, benché attualmente questi ultimi paesi si stiano sempre più avvicinando al primo modello.

Per **mercato finanziario** può intendersi il complesso delle negoziazioni aventi ad oggetto la varia tipologia dei «prodotti finanziari» in cui affluisce il risparmio (luogo ideale di incontro fra domanda ed offerta di risparmio). Dal punto di vista giuridico quei prodotti finanziari si traducono nella stipulazione di diverse categorie contrattuali fra imprese abilitate e relativa clientela, cui si è soliti correlare tre fondamentali segmentazioni del mercato finanziario: il *mercato bancario*, in cui le banche raccolgono risparmio fra il pubblico mediante contratti di deposito ed erogano finanziamenti mediante contratti di credito; il *mercato assicurativo*, in cui le imprese di assicurazione – mediante contratti di assicurazione – raccolgono risparmio sotto forma di pagamento di un «premio», a fronte della prestazione di copertura di un rischio con il versamento di una «indennità» in caso di sinistro; e il *mercato mobiliare*, in cui soggetti emittenti «prodotti finanziari», eventualmente con l'utilizzo dei servizi di appositi intermediari, sollecitano l'investimento nei detti prodotti per

destinarne il ricavato al finanziamento di una determinata attività.

La possibilità di sviluppo dei vari segmenti del mercato finanziario dipende dalla *fiducia* che i risparmiatori nutrono nei confronti dei soggetti che vi operano a vario titolo, fiducia destinata ad accrescersi in relazione all'efficienza delle forme giuridiche di *tutela* che l'ordinamento appresta in loro favore. E poiché sussiste un pubblico interesse al corretto funzionamento del sistema finanziario, per il ruolo strategico da esso assolto complessivamente nello sviluppo economico del Paese, si spiega perché nei relativi segmenti l'ordinamento ha finito per introdurre non solo strumenti più o meno rafforzati di autotutela ma anche strumenti di eterotutela affidati a **pubbliche autorità** preposte alla vigilanza e altresì alla regolamentazione dei singoli settori (Banca d'Italia, Isvap e Consob).

Bisogna sottolineare che, pur permanendo, allo stadio attuale della evoluzione legislativa, una notevole distinzione fra i tre segmenti del mercato finanziario per tipologia dei prodotti scambiati, soggetti abilitati e autorità di vigilanza, tendono tuttavia ad affermarsi alcuni principi comuni quanto alle regole di stabilità, trasparenza e correttezza degli intermediari. Di qui l'attenuarsi della distinzione che nel passato recente era solita giustificare una diversa filosofia di vigilanza da parte delle pubbliche autorità nei primi due segmenti rispetto al terzo, sulla base della considerazione che nel mercato bancario e assicurativo si trovasse investito *risparmio inconsapevole* (cioè gestito in proprio a fini produttivi da banche e assicurazioni) mentre nel mercato mobiliare affluisce *risparmio consapevole* (cioè direttamente indirizzato dal risparmiatore all'investimento in attività produttive).

Recenti scandali finanziari nazionali ed internazionali, che hanno fortemente danneggiato il pubblico dei risparmiatori, hanno innescato un processo di profonda ristrutturazione del sistema che ha visto un più intenso coordinamento fra le pubbliche autorità preposte al settore.

2. Dalla riforma del diritto societario alla disciplina organica del mercato mobiliare

Fra disciplina delle società e disciplina del mercato mobiliare vi è un indubbio legame, come è attestato dalla circostanza che la riforma dei due istituti si è spesso trovata accomunata nel medesimo testo normativo. Ciò è accaduto con la **legge 7 giugno 1974, n. 216** che, pur intitolata al «mercato mobiliare ed al trattamento fiscale dei titoli azionari», fu anche immediatamente battezzata dalla dottrina come «miniriforma societaria»; ciò si è ripetuto con il **d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58** con cui è stato approvato il «testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria» (d'ora in poi t.u.fin.) e che contiene in realtà non solo la riforma organica del mercato mobiliare ma anche norme in tema di società con azioni quotate in grado di riflettersi più in generale sulle soluzioni del diritto comune delle società. Ciò è stato confermato dalla recente riforma delle società di capitali con il **d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6**, in cui il ricorso al mercato del capitale di rischio è criterio distintivo di differenti modelli legali di s.p.a.

Il collegamento fra i due corpi normativi discende sia dal fatto che tutti i principali operatori del mercato, soprattutto gli intermediari, rivestono forma societaria (perlopiù di diritto speciale) sia dal fatto che gli emittenti, che alimentano la domanda di risparmio, sono principalmente società.

Va tuttavia evidenziato che la costruzione di una disciplina organica, unitaria e complessiva del mercato mobiliare si è venuta progressivamente affrancando dalla norma del diritto societario, non nel senso di negare il legame fra i due istituti ma nel senso di riuscire sempre più a distinguere i profili strutturali dell'impresa societaria (o di *corporate governance*) dai profili di mercato conseguenti alla sollecitazione all'investimento del pubblico risparmio. Si è così passati dalla timida riforma della borsa valori degli anni Settanta, quale settore tradizionalmente regolamentato del mercato mobiliare e vista so-

prattutto come strumento di maggiore funzionalità della grande impresa azionaria, alla introduzione di nuove figure istituzionali di investimento collettivo del risparmio (i cosiddetti investitori istituzionali: fondi comuni, s.i.ca.v., fondi pensione) e alla disciplina degli intermediari mobiliari e dei servizi di investimento da essi offerti anche al di fuori di specifici mercati regolamentati.

a) La già citata **legge n. 216/1974** costituisce così per un verso l'esito parziale ed incerto dei numerosi progetti organici di riforma della s.p.a. che si erano puntualmente succeduti dagli anni Cinquanta del secolo scorso e per altro verso il momento iniziale di una svolta fondamentale del diritto societario sempre più orientato al «mercato dei titoli».

Fino ad allora si erano confrontate due scuole di pensiero, che concordavano nella diagnosi ma divergevano nella terapia. Il comune punto di partenza si incentrava nella **riforma della s.p.a.**, considerata il modello privilegiato della grande impresa capace di mobilitare ingenti flussi di risparmio e quindi idonea a sostenere la crescita economica del Paese. Comune era altresì l'analisi del male, individuato soprattutto nella formazione di *minoritari gruppi di controllo* nelle società ad azionariato diffuso che finiva per mettere in crisi il principio fondamentale di legittimazione del potere di gestione esercitato dagli amministratori in quanto nominati dalla maggioranza assembleare dei soci. La polverizzazione del capitale sociale fra centinaia di piccoli azionisti e il fenomeno che ne conseguiva del diffuso assenteismo assembleare rendevano inconsistente la cosiddetta «democrazia azionaria»: la dialettica maggioranza-minoranza si rivelava fasulla poiché le decisioni venivano adottate da gruppi minoritari di controllo, concentrandosi l'effettiva maggioranza del capitale sociale nelle mani di azionisti assenti, e si spezzava così il principio che giustifica le deliberazioni maggioritarie in relazione al maggior rischio corso dalla maggioranza di capitale per il più alto investimento realizzato.

Di qui, però, le *due diverse terapie*. Alcuni puntavano a rivitalizzare la «democrazia

azionaria», rafforzando i diritti individuali dei singoli soci, in particolare accrescendo l'informazione ad essi destinata e favorendo una loro più attiva partecipazione all'assemblea. Altri, giudicando irreversibile il fenomeno dell'assenteismo assembleare, se da un lato auspicavano l'ampliamento oggettivo dell'informazione societaria, dall'altro lato spingevano, con l'introduzione delle «azioni di risparmio» prive del diritto di voto, verso una definitiva formalizzazione della distinzione anche sul piano giuridico fra *soci-imprenditori*, interessati al controllo e alla direzione della gestione societaria e *soci-risparmiatori*, interessati alla sola valorizzazione economico-patrimoniale del proprio investimento azionario.

Il legislatore del 1974 opta per una *terza via*, che accoglieva le indicazioni più significative dei due contrapposti orientamenti ma ne avviava al contempo il superamento. Il generale modello organizzativo della s.p.a. subiva qualche lieve ritocco (in materia di rappresentanza assembleare, diritto di opzione, informativa di bilancio, società controllate e collegate e obbligazioni convertibili in azioni); ma a quel modello si affiancava una disciplina speciale per le **società con azioni quotate in borsa**, considerate il prototipo della grande impresa ad azionariato diffuso. In esse si sarebbe dovuta attuare la scissione formale fra soci-imprenditori e soci-risparmiatori pur con cautele aggiuntive. Per tali società venivano introdotti tre istituti: la facoltà di emettere azioni di risparmio, la possibilità di convocare l'assemblea straordinaria anche in terza seduta con ridotte maggioranze costitutive e deliberative, la soggezione all'obbligo di «certificazione» del bilancio d'esercizio ad opera di neo-istituiti controllori esterni, le società di revisione, ma con il vantaggio di fruire in caso positivo di favorevoli «effetti legali» fra cui la limitazione del diritto di impugnativa della deliberazione approvativa del bilancio da parte del singolo socio che non possedesse una aliquota significativa del capitale sociale.

Ma la novità di maggior peso era costituita dalla istituzione della **Commissione nazio-**

nale per le società e la borsa (d'ora in poi Consob), organismo amministrativo cui veniva affidato il duplice compito di esercitare un *controllo pubblicistico* sulle società con azioni quotate e di *sovrintendere al governo* del mercato di borsa.

Il controllo pubblico affidato alla Consob sulle società con azioni quotate non andava confuso con il sistema autorizzatorio dell'Ottocento, teso a sindacare il «merito» dell'iniziativa economica intrapresa dalla società e dunque l'opportunità dell'esercizio di una determinata attività, del dove e come esercitarla. Si trattava e si tratta di un controllo di «legittimità», sulla correttezza (esattezza) e completezza dell'informazione societaria dovuta ai soci e al mercato, per consentire agli operatori di formulare un ponderato giudizio sull'andamento dell'impresa e sulla redditività dell'investimento effettuato o da effettuare. Una vigilanza, dunque, che pur avvalendosi di ampi poteri regolamentari e conformativi dell'informazione dovuta, non inquina la natura privatistica del sistema societario né limita e/o indirizza l'esercizio delle attività economiche, ma tende – come si esprime la relazione accompagnatoria alla legge – a «garantire il miglior funzionamento della struttura organizzativa della società nell'intento di *tutelare il pubblico risparmiatore*».

La legittimità costituzionale di tale vigilanza pubblicistica, più che all'art. 41 Cost. il quale fa riferimento a limiti, controllo e indirizzo delle attività economiche, va ricondotta all'art. 47 Cost. in forza del quale «la Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme» e «favorisce l'accesso del risparmio popolare (...) al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del paese». Ed è proprio la **tutela del risparmio** l'elemento di unificazione fra i due compiti affidati alla Consob dal legislatore del 1974.

In realtà ben presto ci si sarebbe resi conto che il governo del mercato di borsa e la vigilanza sulle società ivi quotate erano aspetti parziali di un più ampio problema che meritava un organico intervento regolamentare: il finanziamento del sistema produttivo

tendeva ormai ad attuarsi attraverso la sollecitazione all'investimento del pubblico dei risparmiatori in mille forme e anche al di fuori del mercato regolamentato della borsa valori. Il problema era dunque rappresentato dalla disciplina dell'intero mercato mobiliare sul piano soggettivo e oggettivo e di ogni forma sollecitatoria del pubblico risparmio che in esso si realizzava.

b) Dopo il faticoso avvio di operatività della Consob, consentito da tre decreti delegati attuativi della riforma del 1974 (d.p.r. nn. 136, 137 e 138 del 1975), la successiva **legge 4 giugno 1985, n. 281** – oltre a rivedere le regole delle sollecitazioni e delle «vendite a domicilio» dei valori mobiliari (introdotta con la legge n. 77 del 23 marzo 1983, che aveva altresì istituito un secondo mercato regolamentato, il «mercato ristretto») – riconosceva alla Consob personalità giuridica di diritto pubblico con una più accentuata autonomia contabile e regolamentare nei confronti del potere esecutivo (Consiglio dei Ministri e Ministro del Tesoro), così formalizzando il ruolo di autorità indipendente dalla stessa assunto.

La legge **2 gennaio 1991, n. 1** introduceva una sistematica disciplina delle attività di intermediazione mobiliare e dei soggetti intermediari a ciò abilitati (le s.i.m. oltre che le banche ed altri operatori in via transitoria) nonché delle strutture di negoziazione dei valori mobiliari (i mercati regolamentati) tutte sottoposte al potere costitutivo o autorizzatorio della Consob.

Nel frattempo il panorama si arricchiva di nuove figure di investitori istituzionali, che si affiancavano ai fondi comuni di investimento mobiliare aperti disciplinati dalla già citata legge n. 77/1983: dai fondi comuni di investimento mobiliare chiusi ai fondi pensione sino ai fondi comuni di investimento immobiliare e alle s.i.ca.v.; nonché di regole repressive dell'abuso di informazioni privilegiate da parte dei c.d. *insiders* a tutela della correttezza delle negoziazioni sui valori quotati nei mercati regolamentati e di regole disciplinanti le offerte pubbliche obbligatorie nell'ambito del mercato del «controllo azionario».

Da ultimo l'attuazione delle direttive comunitarie, cosiddette Eurosim, sulla armonizzazione delle discipline nazionali sui servizi di investimento produceva il **d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415** contenente non solo il principio del mutuo riconoscimento delle autorizzazioni dei singoli Stati membri a favore delle imprese di investimento ovunque operanti nell'Unione e la ridefinizione della disciplina degli intermediari mobiliari, ma soprattutto la *privatizzazione della gestione dei mercati regolamentati* sulla scia del modello anglosassone e sia pure sotto la vigilanza delle autorità indipendenti di settore.

c) Si giunge così al prima citato t.u.fin., il **Testo unico sulla intermediazione finanziaria** (d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58), che raccogliendo gli esiti di questo lungo processo riformatore detta norme di coordinamento, non prive di importanti innovazioni, dell'intera disciplina della intermediazione mobiliare e dei mercati regolamentati di «strumenti finanziari», sia sotto il profilo della vigilanza da parte delle pubbliche autorità, sia sotto il profilo degli intermediari abilitati e dei servizi di investimento e sia sotto il profilo degli investitori istituzionali e dei soggetti emittenti prodotti finanziari. Il t.u.fin. ridisegna nell'ambito della disciplina degli «emittenti» la normativa delle *società con azioni quotate* «con particolare riferimento – secondo quanto dispone la legge delega n. 52/1996 su cui trova fondamento il testo unico – al collegio sindacale, ai poteri delle minoranze, ai sindacati di voto e ai rapporti di gruppo, *secondo criteri che rafforzino la tutela del risparmio e degli azionisti di minoranza*».

Il quadro delle norme applicabili alle società quotate viene poi reso ulteriormente complesso dall'incidenza della generale riforma del diritto delle società di capitali (**legge delega 3 ottobre 2001, n. 366** e d.lgs. n. 61/2002, n. 5/2003 e n. 6/2003, nonché n. 37/2004), che prevede, oltre ad un insieme di norme applicabili alla generalità delle società azionarie, disposizioni peculiari per le s.p.a. che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, delle quali le società quotate rappresentano una sottospecie. Di qui, l'op-

portuna precisazione che le norme del capo V del titolo V del libro V del Codice Civile (Società per azioni) «si applicano alle società con azioni quotate in mercati regolamentati in quanto non sia diversamente disposto da altre norme di questo codice o di leggi speciali» (art. 2325-*bis*, comma 2° c.c.).

d) La disciplina del t.u.fin. dalla sua entrata in vigore è stata soggetta a profonde modifiche sia in conseguenza del processo di armonizzazione comunitario che ha interessato la disciplina del mercato mobiliare ed ha portato al recepimento nel nostro ordinamento delle Direttive comunitarie emanate in materia di: prospetti informativi (Direttiva 2003/71/CE), abusi di mercato (Direttiva 2003/6/CE), informativa societaria (Direttiva 2004/109/CE, c.d. Direttiva «Trasparenza»), offerte pubbliche di acquisto (Direttiva 2004/25/CE), servizi d'investimento e mercati di strumenti finanziari (Direttiva 2004/39/CE, nota come Direttiva MIFID), revisione legale dei conti (Direttiva 2006/43/CE), diritti degli azionisti di società quotate (Direttiva 2007/36/CE), sia per effetto della **legge 28 dicembre 2005, n. 262**, recante «Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina

dei mercati finanziari», che – per rispondere ad esigenze di tutela del pubblico risparmio sorte a seguito dei gravi dissesti che hanno colpito importanti gruppi industriali italiani (ma anche stranieri come i *default* che hanno riguardato grandi gruppi statunitensi) e degli scandali che nel 2005 hanno interessato in particolare il sistema bancario del nostro Paese – ha modificato in modo rilevante la disciplina degli emittenti, degli intermediari e dei mercati ed ha soprattutto riformato le funzioni delle Autorità di Vigilanza ed il loro coordinamento. L'analisi che seguirà sul vigente ordinamento del mercato mobiliare ne individuerà preliminarmente le **autorità** di vigilanza e la regolamentazione; quindi la «merce» che vi si scambia, l'oggetto o gli **oggetti** delle molteplici negoziazioni che qualificano il mercato in quanto tale, come mercato per l'appunto «mobiliare», e le operazioni di sollecitazione. Si procederà poi all'esame dei **soggetti** che vi operano, a cominciare dagli emittenti sino agli investitori e agli organismi di investimento collettivo nonché agli intermediari. Infine si considereranno i **mercati regolamentati**, e cioè le strutture organizzate di negoziazione.

Sezione II: Vigilanza sul mercato mobiliare, Consob e società di revisione

1. La vigilanza delle pubbliche autorità e il riparto delle competenze

Il «mercato», inteso come luogo ideale di incontro della domanda e dell'offerta di un dato bene o servizio, non sempre (e forse quasi mai) è in grado di mantenere una forma concorrenziale idonea ad assolvere alla funzione di allocazione ottimale delle risorse disponibili quando è lasciato al libero gioco delle forze che vi operano. A tal fine è necessario da un lato dettare regole del gioco dirette a conservare la forma concorrenziale del mercato e prime fra tutte regole di trasparenza e di parità di trattamento; e dal-

l'altro lato individuare una pubblica autorità che in posizione di indipendenza dagli operatori possa adottare e adeguare le regole di dettaglio agli sviluppi del mercato e vigilare sulla loro osservanza.

L'ordinamento attribuisce funzioni di «vigilanza» sul mercato mobiliare a due pubbliche autorità indipendenti: la *Banca d'Italia* e la *Consob*. Talune funzioni sono tuttavia assegnate al *Ministro dell'Economia e delle Finanze*, che ha natura di organo statale politico, e altre possono essere delegate alla «*società di gestione*» di un mercato regolamentato, che ha invece natura di soggetto di diritto privato.

A. La vigilanza sul mercato mobiliare si ripartisce fra Banca d'Italia e Consob secondo un criterio alquanto complesso e non unitario: con riferimento alla vigilanza sugli intermediari e relative attività di investimento si segue un criterio di competenza per materia piuttosto che per soggetti, pur perseguendo una medesima finalità articolata; con riferimento alla vigilanza sui mercati (regolamentati e non) e sugli emittenti prodotti e strumenti finanziari prevale un criterio misto di ripartizione di competenze per soggetti e materie.

La *vigilanza su intermediari e relative attività* ha per obiettivi: la salvaguardia della fiducia del sistema finanziario, la tutela degli investitori, la stabilità, il buon funzionamento e la competitività del sistema finanziario, nonché l'osservanza delle disposizioni in materia finanziaria (art. 5, comma 1° t.u.fin.).

Per il perseguimento di tali obiettivi la **Banca d'Italia** è competente per quanto riguarda il contenimento del rischio, la stabilità patrimoniale e la sana e prudente gestione degli intermediari (art. 5, comma 2° t.u.fin.), mentre la **Consob** è competente per quanto riguarda la trasparenza e la correttezza dei comportamenti (art. 5, comma 3° t.u.fin.).

Entrambe operano però in modo coordinato ed hanno ampi poteri di natura regolamentare (art. 6 t.u.fin.: *vigilanza regolamentare*), di acquisizione di informazioni tramite sia l'assolvimento di obblighi di comunicazione di dati e notizie, trasmissione di atti e documenti da parte dei soggetti abilitati (art. 8 t.u.fin.: *vigilanza informativa*) sia di ispezione, richiesta di esibizione di documenti e compimento di ogni atto necessario presso i soggetti abilitati (art. 10 t.u.fin.: *vigilanza ispettiva*) e con la possibilità di effettuare interventi sui loro organi (art. 7 t.u.fin.: *interventi sui soggetti abilitati*).

Analoghi poteri (regolamentari, informativi e ispettivi) sono esercitati per attuare la c.d. *vigilanza sul gruppo* di cui faccia parte una s.i.m. o una s.g.r., con la precisazione che compete alla Banca d'Italia, sentita la Consob, individuare la nozione di gruppo rilevante a tal fine e l'insieme dei soggetti sottoposti

a questa forma di vigilanza che – similmente a quanto accade per i gruppi bancari – si esplica per il tramite della società capogruppo (artt. 11 e 12 t.u.fin.).

La *vigilanza sui mercati* e sulle relative società di gestione nonché la *vigilanza sugli emittenti* – come sarà meglio chiarito nelle Sezioni apposite – vede un ruolo prevalente (per soggetti e materie) della Consob, salvo che per i mercati all'ingrosso dei titoli di Stato in cui – per l'evidente connessione con la funzione monetaria della Banca Centrale – spetta alla Banca d'Italia.

B. Compete invece al **Ministro dell'Economia e delle Finanze** determinare, con proprio regolamento adottato sentite la Banca d'Italia e la Consob, i *requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza* dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo nelle s.i.m., s.g.r. e s.i.ca.v. (requisiti imposti a pena di decadenza dalla carica: art. 13 t.u.fin.), così come i soli *requisiti di onorabilità* per chi abbia una «partecipazione qualificata» al capitale sociale di dette società. E ciò ancora una volta in parallelo a quanto disposto per banche e società finanziarie dal Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385, d'ora in poi t.u.b.). E in termini analoghi si deve sottolineare che il mancato possesso dei requisiti di onorabilità per i soci qualificati determina il congelamento del diritto di voto ad essi astrattamente spettante e l'impugnabilità – anche da parte della Consob e della Banca d'Italia – dell'eventuale deliberazione assembleare adottata con il loro voto determinante (art. 14 t.u.fin.).

Chi voglia acquisire o cedere partecipazioni qualificate nel capitale di dette società ha l'obbligo della *preventiva* comunicazione alla Banca d'Italia, così come per le successive variazioni rilevanti. Effettuato l'acquisto o la cessione ha poi l'obbligo di comunicarlo a Banca d'Italia, Consob e società partecipata (art. 15 t.u.fin.). La violazione di tali disposizioni può comportare pur sempre la sospensione del diritto di voto e l'impugnabilità delle deliberazioni assembleari come detto in precedenza (art. 16 t.u.fin.).

C. Compiti di vigilanza sono poi attribu-

iti alla (o alle) **società di gestione del mercato**, di cui si tratterà più oltre, direttamente dalla legge (provvede in particolare alla ammissione, esclusione e sospensione degli strumenti finanziari e degli operatori dalle negoziazioni) ovvero su delega della Consob.

D. La vigilanza può condurre alla adozione di provvedimenti di rigore nei confronti dei vari operatori del mercato.

In particolare le irregolarità compiute nell'esercizio delle attività da parte di s.i.m., imprese di investimento e banche extracomunitarie, s.g.r., s.i.ca.v. e banche autorizzate con sede in Italia, nonché da parte di imprese di investimento e banche comunitarie (e società finanziarie di cui all'art. 18, comma 2°, t.u.b.) possono attivare i **poteri interdittivi** di Banca d'Italia e Consob secondo le rispettive competenze, tanto nei confronti dei soggetti abilitati (artt. 51, 52 e 54 t.u.fin.) quanto nei confronti degli organi amministrativi (art. 53 t.u.fin.) e dei promotori finanziari (art. 55 t.u.fin.).

Se le violazioni sono particolarmente gravi il Ministro dell'Economia e delle Finanze, su proposta della Banca d'Italia o della Consob, può adottare a carico di s.i.m., s.g.r. e s.i.ca.v. (nonché a carico delle banche ai sensi del t.u.b.) i provvedimenti di **amministrazione straordinaria**, che determina la sostituzione coatta degli organi ordinari di gestione e di controllo con organi straordinari nominati dall'Autorità, o di **liquidazione coatta amministrativa**, che determina la nomina d'autorità degli organi di liquidazione con finalità estintiva dell'ente (artt. 56 e 57 t.u.fin.).

2. Struttura e funzioni della Consob

La **Commissione nazionale sulle società e la borsa** (Consob) si struttura come «autorità indipendente», dotata di *personalità giuridica di diritto pubblico* e soprattutto di *piena autonomia* organizzativa e regolamentare nei limiti della legge, ma con spiccata indipendenza dal potere esecutivo del Governo.

Essa è composta da un presidente e quattro

membri – nominati dal Presidente della Repubblica su proposta del Presidente del Consiglio, previa delibera del Consiglio stesso – che durano in carica cinque anni e possono essere rieletti una sola volta. Varie disposizioni tendono poi a garantire professionalità, moralità e indipendenza dei componenti la Commissione, anche stabilendo divieti e incompatibilità.

L'*autonomia*, che fa della Consob una vera e propria *magistratura economica*, si manifesta sotto vari profili: in particolare sotto il profilo regolamentare, in quanto la Commissione adotta le norme concernenti la «propria organizzazione ed il proprio funzionamento» nonché le numerose norme di disciplina dei mercati come demandate dalla legge; e sotto il profilo dell'autonomia di spesa, in quanto gestisce autonomamente il fondo apposito stanziato nel bilancio dello Stato e i fondi provenienti dai diritti versati dagli operatori (soprattutto intermediari e promotori finanziari), con proprio bilancio di previsione e consuntivo, soggetto peraltro al controllo della Corte dei Conti.

L'autonomia sembra attenuarsi nei confronti del Ministro dell'Economia e delle Finanze, in ragione della contiguità delle competenze che impone un coordinamento, ma senza che ciò determini interferenze di poteri. La Consob è tenuta a informare il Ministro sugli atti ed eventi di maggior rilievo e a trasmettergli entro il 31 marzo di ciascun anno una relazione sull'attività svolta, sulle questioni in corso e sugli indirizzi e le linee programmatiche che intende seguire, informazioni e relazione trasmesse al Parlamento dallo stesso Ministro con proprie eventuali valutazioni.

La Consob assolve a due fondamentali *funzioni*, collegate alla generale funzione di vigilanza sul mercato mobiliare: da un lato garantisce l'esatta e completa *informazione* dei risparmiatori da parte dei soggetti che a vario titolo fanno appello al pubblico risparmio; dall'altro lato assicura il *regolare funzionamento del mercato* mobiliare in generale e dei mercati regolamentati in particolare. E ciò spiega perché i poteri di vigilanza, inizialmente concepiti come poteri di acquisizione di in-

formazioni nei confronti delle società quotate e degli intermediari di borsa, si siano progressivamente estesi, qualitativamente e quantitativamente, a tutti gli operatori del mercato mobiliare.

Strumentale alla funzione di vigilanza informativa della Consob è l'opera svolta dalle *società di revisione* iscritte nell'albo speciale, di cui si tratterà nei paragrafi che seguono.

3. L'informazione periodica di bilancio e il controllo legale dei conti

Fra i principali strumenti di informazione destinati al mercato da parte delle società di capitali vi è l'informazione periodica di bilancio, tanto individuale quanto – in caso di gruppo – consolidato. Nell'ipotesi di soggetti coinvolti nelle operazioni di raccolta del risparmio mediante appello al pubblico, compresa la quotazione dei prodotti finanziari in mercati regolamentati, l'informativa di bilancio è parte essenziale di quella informazione su cui si esercita il controllo di esattezza e completezza da parte della Consob. È tuttavia evidente che la Consob non potrebbe assolvere da sola ad un tale gravoso compito né può fare esclusivo riferimento all'organo interno di controllo delle società, necessitando in tale materia il contributo di un soggetto terzo rispetto alla società.

Di qui la soluzione, introdotta con la l. n. 216/1974 e successivamente disciplinata in modo organico dal t.u.fin., di affidare ad apposite società, le società di revisione iscritte nell'albo speciale tenuto dalla Consob, la attività di «controllo legale dei conti» delle società con azioni quotate in mercati regolamentati italiani o in altri paesi dell'Unione Europea.

La disciplina della funzione di «controllo legale dei conti» è stata di recente riformata dal d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 39 che, attuando la direttiva comunitaria 2006/43/CE in materia di revisione legale dei conti annuali e dei conti consolidati, ha portato rilevanti modifiche normative riguardanti principalmente l'individuazione dei soggetti

abilitati a svolgere l'attività di revisione, il conferimento dell'incarico di revisione, lo svolgimento dell'attività oggetto dell'incarico e l'apparato sanzionatorio. La nuova disciplina oltre ad introdurre un nuovo corpo normativo ha modificato o abrogato numerose norme (in particolare quelle del codice civile, del t.u.fin. e del t.u.b.), molte delle quali però continuano ad essere applicate fino alla emanazione dei regolamenti previsti dal predetto d.lgs. n. 39/2010.

Nella disciplina previgente al d.lgs. n.39/2010 era previsto che il controllo contabile delle società con azioni non quotate o diffuse tra il pubblico in misura rilevante fosse svolto da revisori contabili o società di revisione iscritti nel registro dei revisori contabili istituito con d.lgs. n. 88/1992 e sottoposto alla vigilanza del Ministro della Giustizia, mentre per le società con azioni quotate e per altri operatori del mercato (come s.i.m., s.g.r., s.i.ca.v.) era previsto che l'attività di revisione contabile fosse svolta esclusivamente dalle società di revisione contabile iscritte nell'albo speciale tenuto dalla Consob e soggette alla vigilanza della stessa.

La vigente normativa introdotta dal d.lgs. n.39/2010 prevede un unico registro, il registro dei revisori legali, istituito presso il Ministero dell'Economia e delle Finanze, al quale devono essere iscritti i soggetti (società o singoli professionisti) abilitati allo svolgimento della «revisione legale», come viene ora definita dal d.lgs. n. 39/2010 l'attività di revisione contabile. Per l'iscrizione in tale registro sono richiesti requisiti di professionalità e onorabilità e specifiche condizioni per le società di revisione (art. 2 d.lgs. n.39/2010).

La materia è regolata da un corpo di norme comuni ai revisori legali e alle società di revisione legale indipendentemente dal tipo di incarico loro conferito, mentre sono dettate norme specifiche per la revisione legale degli «enti di interesse pubblico», come definiti dall'art. 16 del d.lgs. n. 39/2010.

«Enti di interesse pubblico» sono le società italiane emittenti valori mobiliari quotati in mercati regolamentati italiani o dell'Unio-

ne Europea, le banche, le assicurazioni, le società emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante, le società di gestione dei mercati regolamentati, le società di gestione accentrata degli strumenti finanziari, le società di gestione dei sistemi di compensazione e garanzia, le s.i.m., le s.g.r., le s.i.ca.v., gli istituti che emettono moneta elettronica, gli istituti che prestano servizi di pagamento e gli intermediari finanziari (art. 16, comma 1° d.lgs. n. 39/2010).

Negli enti di interesse pubblico, nelle loro società controllanti, controllate o società sottoposte con essi a comune controllo la revisione legale non può essere esercitata dal collegio sindacale, ma solo dai soggetti iscritti nel registro dei revisori legali; la Consob può individuare tra le predette società quelle nelle quali, in ragione della loro non significativa rilevanza nell'ambito del gruppo, la revisione legale può essere esercitata dal collegio sindacale (art. 16, commi 2° e 3° d.lgs. n. 39/2010).

L'incarico di revisione legale degli enti di interesse pubblico dura nove esercizi per le società di revisione e sette esercizi per i revisori legali e non può essere rinnovato o nuovamente conferito se non siano decorsi almeno tre esercizi dalla data di cessazione del precedente incarico (art. 17, comma 1° d.lgs. n. 39/2010). Mentre per le società diverse dagli enti di interesse pubblico l'incarico di revisione legale dura tre esercizi, con scadenza alla data dell'assemblea convocata per l'approvazione del bilancio relativo al terzo esercizio dell'incarico (art. 13, comma 2° d.lgs. n. 39/2010).

Il conferimento dell'incarico di revisione legale sia negli enti di interesse pubblico sia nelle società diverse da questi, è deliberato, su proposta motivata dell'organo di controllo interno, dall'assemblea ordinaria della società che determina anche il corrispettivo (con gli eventuali criteri di adeguamento dello stesso) spettante al revisore legale o alla società di revisione legale per l'intera durata dell'incarico; l'incarico di revisione legale può essere revocato dall'assemblea ordinaria, sentito l'organo di controllo interno, qua-

lora ricorra una giusta causa (art. 13, commi 1° e 3° d.lgs. n. 39/2010).

Per tutelare l'indipendenza del soggetto incaricato della revisione legale è espressamente previsto che non costituisce giusta causa di revoca la divergenza di opinioni in merito ad un trattamento contabile o a procedure di revisione; sempre a tale scopo, il corrispettivo per l'incarico di revisione legale non può essere subordinato ad alcuna condizione, non può essere stabilito in funzione dei risultati della revisione, né può dipendere dalla prestazione di servizi diversi dalla revisione (artt. 10, comma 9° e 13, comma 3° d.lgs. n. 39/2010). Inoltre, per il revisore legale o per la società di revisione legale incaricati non devono ricorrere situazioni che ne possano compromettere l'indipendenza (artt. 10 e 17 d.lgs. n.39/2010).

In caso di mancato conferimento dell'incarico di revisione legale nelle società con azioni quotate non è più previsto, come nella previgente disciplina, il potere della Consob di provvedere d'ufficio al conferimento dell'incarico, ma è stabilito unicamente il dovere della società che deve conferire l'incarico di informare tempestivamente la Consob della mancata nomina del revisore esponendo le cause che hanno determinato il ritardo nell'affidamento dell'incarico (art. 159, comma 1° t.u.fin., come modificato dal d.lgs. n.39/2010).

La Consob esercita funzioni di vigilanza per i soggetti che hanno incarichi di revisione legale in enti di interesse pubblico, mentre il Ministero dell'Economia e delle Finanze svolge le medesime funzioni per i soggetti incaricati della revisione legale di società diverse dagli enti di interesse pubblico.

Nell'esercizio della vigilanza sia la Consob che il Ministero dell'Economia e delle Finanze hanno rispettivamente poteri informativi e ispettivi e, in caso di accertate irregolarità nello svolgimento dell'attività di revisione legale, possono, tenendo conto della loro gravità, adottare provvedimenti sanzionatori, sino a giungere anche alla cancellazione del revisore o della società di revisione dal registro (artt. 21-26 d.lgs. 39/2010).

4. L'attività di revisione legale

La nuova disciplina (art. 14, comma 1° d.lgs. n.39/2010) prevede che nello svolgimento dell'attività di revisione legale i soggetti incaricati:

a) verifichino nel corso dell'esercizio la regolare tenuta della contabilità sociale e la corretta rilevazione dei fatti di gestione nelle scritture contabili;

b) esprimano con apposita relazione un giudizio sul bilancio di esercizio e sul bilancio consolidato.

Tale relazione può contenere un giudizio sul bilancio ovvero una dichiarazione di impossibilità di esprimere un giudizio. Il **giudizio** può essere di tre tipologie: 1) il revisore esprime un *giudizio senza rilievi* se il bilancio è conforme alle norme che ne disciplinano la redazione e se rappresenta in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria e il risultato economico dell'esercizio; 2) un *giudizio con richiami d'informativa* che il revisore sottopone all'attenzione della società, senza che essi costituiscano rilievi; 3) un *giudizio con rilievi* ovvero con richiami di informativa relativi a dubbi significativi sulla continuità aziendale; 4) un *giudizio negativo*. Nelle ultime due ipotesi ed in quella in cui il revisore rilasci una dichiarazione di impossibilità di esprimere un giudizio, la relazione illustra analiticamente i motivi della decisione ed il revisore ne dà tempestiva informazione alla Consob.

Il giudizio negativo, il giudizio con richiami di informativa relativi a dubbi significativi sulla continuità aziendale e la dichiarazione di impossibilità di esprimere un giudizio non alterano l'ordinario regime di impugnativa delle deliberazioni assembleari (o del consiglio di sorveglianza che approvi il bilancio), mentre il giudizio senza rilievi e il giudizio con richiami di informativa non relativi a dubbi significativi sulla continuità aziendale producono l'effetto di limitare la legittimazione all'impugnativa del singolo socio relativamente ai soli vizi di «mancata conformità del bilancio alle norme che ne disciplinano i criteri di redazione», nel senso che l'ammettono solo a favore di tanti

soci (ovviamente anche uno solo) che rappresentano almeno il cinque per cento del capitale sociale.

Risulta poi introdotta una *azione di accertamento* della conformità del bilancio consolidato alle norme che ne disciplinano i criteri di redazione, esperibile dalla medesima aliquota di soci, posto che a questo documento, che è atto degli amministratori e non dell'assemblea, non può trovare applicazione il regime di impugnativa delle deliberazioni assembleari.

La Consob può esercitare in ogni caso le azioni di impugnativa e di accertamento, di cui si è detto, entro sei mesi dalla data di deposito del bilancio presso l'ufficio del registro delle imprese (art. 157 t.u.fin.).

Nelle società con azioni quotate il soggetto incaricato della revisione legale svolge anche i seguenti compiti: 1) in caso di aumento del capitale sociale con esclusione o limitazione del diritto di opzione, esprime il *parere di congruità* del prezzo di emissione delle azioni; 2) in caso di aumento del capitale, ove lo statuto escluda il diritto di opzione entro i limiti del dieci per cento del capitale preesistente, redige una *relazione a conferma* che il prezzo di emissione delle azioni corrisponde al valore di mercato delle stesse (art. 158 t.u.fin.).

Al fine di consentire una coordinata **revisione legale dei gruppi** in modo che i flussi informativi provenienti dalle controllate siano verificati alla fonte da un soggetto indipendente e qualificato ed offrano maggiore affidabilità al bilancio consolidato della controllante quotata, l'intera disciplina della revisione legale, con la sola eccezione degli effetti legali dei giudizi *ex* art. 157 t.u.fin., si applica anche alle società controllate da società con azioni quotate; ciò ai sensi dell'art. 165 t.u.fin., norma abrogata dal d.lgs. n.39/2010, ma che continua ad essere applicata fino all'emanazione del regolamento Consob che individuerà le società controllanti enti di interesse pubblico, società controllate da questi ultimi o società sottoposte a comune controllo con gli stessi che vanno qualificate enti di interesse pubblico ai fini dell'applicazione della relativa disciplina.

Il corretto esercizio dei compiti del revisore è presidiato, oltre che dalla vigilanza della Consob, anche dalle regole di **responsabilità** civile e penale. È infatti previsto che i soggetti incaricati della revisione legale siano responsabili in solido con gli amministratori della società che ha conferito l'incarico per i danni derivanti dall'inadempimento dei loro doveri; se l'incarico è stato conferito ad una società di revisione legale, il responsabile della revisione (cioè il soggetto responsabile dello svolgimento dell'in-

carico) ed i dipendenti della società che hanno collaborato all'attività di revisione legale sono responsabili, in solido tra loro e con la stessa società di revisione, per i danni conseguenti a propri inadempimenti o fatti illeciti (art. 15 d.lgs. n.39/2010).

Si aggiungono poi le sanzioni penali per falsità nelle relazioni e comunicazioni dei responsabili della revisione legale, corruzione dei revisori, illeciti rapporti patrimoniali con la società assoggettata a revisione e compensi illegali (artt. 27-31 d.lgs. n.39/2010).

Sezione III: Prodotti scambiati (oggetti) e operazioni di accesso e sollecitazione nel mercato

1. Prodotti finanziari e strumenti finanziari

La nozione di strumento finanziario è stata per la prima volta utilizzata nel nostro ordinamento dal più volte citato «Decreto Eurosim» in sostituzione della previgente (e non completamente coincidente) definizione di «valore mobiliare» recata dalla l. n. 216 del 1974 all'art. 18-bis, ritenuta, non senza fondamento, inadeguata e poco chiara dal «Decreto Eurosim».

L'attuale nozione di strumento finanziario – ripresa dal t.u.fin., successivamente integrata dal decreto di coordinamento tra quest'ultimo e la riforma operata dal d.lgs. n. 6/2003 ed infine ulteriormente modificata a seguito della Direttiva MIFID recepita nel nostro ordinamento con il d.lgs. 17 settembre 2007, n.164 – è definita tassativamente dal legislatore (art. 1, comma 2° t.u.fin.) secondo un'elencazione chiusa che peraltro è dilatabile con regolamento del Ministro dell'Economia e delle Finanze al fine di tener conto dell'evoluzione dei mercati e delle norme di adattamento stabilite dalle autorità comunitarie (art. 18 t.u.fin.).

Quindi, per **strumenti finanziari** si intendono:

a) i valori mobiliari che, diversamente dalla previgente nozione di valore mobiliare, sono

definiti come le categorie di valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali quali ad esempio: le azioni e gli altri titoli equivalenti ad azioni di società, di partnership o di altri soggetti e certificati di deposito azionario; le obbligazioni e altri titoli di debito, compresi i certificati di deposito relativi a tali titoli; i titoli che premettono di acquisire o di vendere i valori mobiliari precedentemente indicati;

b) gli strumenti del mercato monetario definiti quali le categorie di strumenti normalmente negoziati nel mercato monetario quali ad esempio i buoni del Tesoro, i certificati commerciali e le carte commerciali;

c) le quote di un organismo di investimento collettivo del risparmio;

d) i contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine sui tassi d'interesse e altri contratti derivati connessi a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, merci o ad altri strumenti derivati, indici finanziari o misure finanziarie che sono regolati o possono essere regolati con consegna fisica del sottostante o attraverso il pagamento di differenziali in contanti;

e) i contratti derivati connessi a variabili climatiche, tariffe di trasporto, quote di emissione, tassi di inflazione o altre statistiche economiche ufficiali, il cui regolamen-

to avviene o può avvenire attraverso il pagamento di differenziali in contanti;

e) i contratti a termine («forward») connessi a merci il cui regolamento può avvenire attraverso la consegna fisica del sottostante;

f) gli strumenti derivati per il trasferimento del rischio di credito;

g) i contratti finanziari differenziali;

Gli strumenti finanziari quindi comprendono da un canto titoli negoziabili sul mercato dei capitali e monetario e quote di organismi di investimento collettivo del risparmio e d'altro canto i cosiddetti strumenti finanziari «derivati».

I *mezzi di pagamento* (moneta, assegni bancari) non sono strumenti finanziari.

Sono invece definiti **prodotti finanziari** «gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria», mentre non costituiscono prodotti finanziari i depositi bancari o postali non rappresentati da strumenti finanziari (art. 1, comma 1, lett. *u* t.u.fin.).

È chiaro dunque che i prodotti finanziari costituiscono il genere e gli strumenti finanziari la specie, e mentre i primi assumono carattere aperto i secondi formano un numero chiuso.

Ovviamente la categoria di maggior peso sembra essere proprio quella, di specie, degli *strumenti finanziari*: ad essa è legata l'identificazione delle *imprese e dei servizi e attività di investimento*, così come degli *emittenti quotati* e dei *mercati regolamentati*. La più generale nozione di *prodotto finanziario*, comprensiva degli strumenti, è tuttavia il presupposto di applicazione della non meno rilevante disciplina delle *offerte al pubblico di sottoscrizione e di vendita* e delle *offerte pubbliche di acquisto e di scambio*.

2. Accesso al mercato e controlli

La disciplina dell'art. 129 t.u.b. nella sua originaria formulazione attribuiva a Banca d'Italia, poteri interdittivi e di vaglio preventivo in relazione ai collocamenti di prodotti finanziari sul mercato primario (mer-

cato cioè nel quale vengono sottoscritti gli strumenti finanziari di nuova emissione contrapposto al mercato secondario ove invece si negoziano strumenti già emessi).

La finalità di tale funzione di controllo attribuita a Banca d'Italia era quella di garantire la stabilità e l'efficienza del mercato mobiliare in modo che emissioni ed offerte di prodotti finanziari fossero assorbite dal mercato senza squilibri eccessivi tra domanda ed offerta ovvero che le caratteristiche tipologiche dei prodotti fossero tali da non ingannare i risparmiatori e creare perciò instabilità al mercato nei conseguenti momenti patologici.

La normativa prevedeva: (a) emissioni ed offerte liberamente effettuabili, caratterizzate dal limitato importo e dalla corrispondenza dei prodotti emessi a tipologie previste dall'ordinamento con le caratteristiche individuate dalla Banca d'Italia in conformità a deliberazioni CICR; (b) emissioni ed offerte sottoposte alla previa comunicazione alla Banca d'Italia, nel caso in cui superavano l'importo fissato ovvero nel caso in cui i prodotti finanziari non erano riconducibili a quelli tipizzati dall'ordinamento. In queste ipotesi decorsi venti giorni dalla comunicazione o dalla risposta ad eventuali richieste di informazioni integrative senza esercizio di poteri interdittivi da parte della Banca d'Italia, l'operazione era liberamente effettuabile; (c) emissioni ed offerte sottratte all'obbligo di comunicazione o soggette a procedura semplificata, individuate per tipologia dalla Banca d'Italia in relazione a quantità e caratteristiche dei prodotti, natura dell'emittente o modalità di svolgimento dell'operazione; (d) emissioni ed offerte soggette a regime di esonero dalla disciplina, salvo che per le comunicazioni statistiche all'autorità, e relative ai titoli di Stato o garantiti dallo Stato, ai titoli azionari e strumenti finanziari partecipativi, a quote o titoli rappresentativi di partecipazione in organismi d'investimento collettivo del risparmio nazionali o situati in altri stati dell'Unione Europea.

La predetta disciplina è stata profondamente innovata dal decreto legislativo di

coordinamento (d.lgs. 29 dicembre 2006, n. 303) della l. n.262 del 2005 con il t.u.fin. ed il t.u.b.; in base a quanto previsto dal nuovo dettato normativo alla Banca d'Italia non sono più attribuiti poteri di controllo preventivo ed interdittivi, ma poteri di acquisizione dagli emittenti ed offerenti strumenti finanziari di segnalazioni periodiche, dati ed informazioni a carattere consuntivo riguardanti gli strumenti finanziari emessi od offerti in Italia, ovvero all'estero da soggetti italiani, al fine di acquisire elementi conoscitivi sull'evoluzione dei prodotti e dei mercati finanziari (art. 129 t.u.b.).

Pertanto, agli emittenti o offerenti strumenti finanziari è applicabile unicamente la normativa di vigilanza di Banca d'Italia che prevede per tali soggetti l'obbligo di effettuare segnalazioni periodiche a carattere consuntivo riguardanti gli strumenti finanziari emessi e collocati.

Con la soppressione dei controlli di tipo preventivo della Banca d'Italia, gli strumenti di controllo in materia di emissione ed offerta di strumenti finanziari trovano la loro disciplina nell'art. 11 t.u.b. (e relativa normativa regolamentare) per quanto riguarda la raccolta di risparmio tra il pubblico che, tra l'altro, demanda al CICR la fissazione dei relativi limiti e criteri, nonché nella disciplina dell'appello al pubblico risparmio, recentemente riformata con il recepimento della Direttiva comunitaria in materia di prospetti informativi, per quanto riguarda la trasparenza e la correttezza dei comportamenti degli intermediari.

3. Appello al pubblico risparmio e offerte pubbliche

L'offerta al pubblico per la sottoscrizione, vendita, acquisto o scambio di prodotti finanziari determina l'applicazione di una **speciale disciplina sulla formazione e conclusione dei relativi contratti** in funzione di tutela di un particolare bisogno di protezione dei soggetti **destinatari dell'offerta per l'investimento o il disinvestimento**. La normativa di diritto comune,

infatti, presuppone negoziazioni individualizzate fra i contraenti e affida alle clausole generali di buona fede e correttezza la verifica di adeguatezza dei comportamenti tenuti, con un sindacato successivo rimesso all'autorità giudiziaria. Essa però si rivela inidonea a raggiungere un equilibrato assetto di interessi, quando le negoziazioni siano di massa e standardizzate e abbiano ad oggetto beni, come i prodotti finanziari, il cui valore (e prezzo) dipende fondamentalmente da informazioni e comportamenti gestori propri dell'emittente.

Di qui la speciale disciplina delle offerte «pubbliche» per l'investimento e per il disinvestimento in prodotti finanziari – contrapposte a quelle «private» – nelle quali da un lato si tende a colmare l'asimmetria informativa sui beni negoziati (e sugli emittenti ed operatori coinvolti nell'operazione) e dall'altro lato si impongono regole di comportamento per assicurare correttezza nelle negoziazioni e parità di trattamento dei destinatari dell'offerta.

L'impianto normativo dato alla materia dal t.u.fin. – che è stato recentemente riformato dal d.lgs. 28 marzo 2007, n. 51 che ha recepito la Direttiva comunitaria 2003/71/CE in materia di prospetti informativi – distingue tra *offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita* (ovvero *offerta per l'investimento*) e *offerte pubbliche di acquisto o di scambio* (ovvero potremmo dire specularmente *offerta per il disinvestimento*) di prodotti finanziari e si preoccupa poi – nell'ambito di questa seconda categoria – di prevedere la disciplina delle «offerte pubbliche di acquisto obbligatorie» applicabile alle sole società italiane con titoli ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati italiani.

L'**offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita** è definita come “ogni comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e dei prodotti finanziari offerti così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o di sottoscrivere tali prodotti finanziari, incluso il collocamento tramite soggetti abilitati», parallelamente l'**of-**

ferta pubblica di acquisto o di scambio

è definita come «ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma effettuati, finalizzati all'acquisto o allo scambio di prodotti finanziari e rivolti a un numero di soggetti e di ammontare complessivo superiori a quelli indicati con regolamento dalla Consob (art. 1, comma 1°, lett. *t*) e *v*) t.u.fin.), la quale ha stabilito (art. 34-ter reg. emittenti n.11971/1999) in cento il numero dei soggetti (diversi dagli investitori qualificati) ed in euro duemilioni-cinquecentomila le soglie quantitative oltre le quali l'offerta di acquisto o scambio è definibile «pubblica» e pertanto soggetta alla relativa disciplina.

Le fattispecie di offerte pubbliche d'investimento o disinvestimento, al di là delle differenze tra prodotti finanziari e *tipi negoziali* (vendita e sottoscrizione, acquisto e scambio) oggetto dell'offerta, si possono ricondurre ad elementi costitutivi comuni:

a) l'offerta si realizza con una vera e propria conclusione di un contratto che segue ad una proposta comunicata in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo ovvero ad un invito ad offrire o un messaggio promozionale;

b) il carattere pubblico dell'offerta che è il presupposto per l'applicazione di una speciale disciplina volta primariamente a soddisfare il particolare bisogno di protezione informativa dei destinatari della stessa.

Inoltre l'art. 100 t.u.fin. prevede casi d'inapplicabilità della speciale disciplina sia delle offerte al pubblico di sottoscrizione e vendita sia delle offerte pubbliche di acquisto e scambio. Come prima detto, sono previste soglie quantitative individuate da Consob (art. 34-ter reg. emittenti n.11971/1999), riguardanti il numero dei soggetti ai quali è rivolta l'offerta e l'ammontare complessivo della stessa, al di sotto delle quali non è applicabile la speciale disciplina sia per le offerte al pubblico di sottoscrizione e vendita sia per le offerte pubbliche di acquisto e scambio (art. 100, comma 1°, lett. *b* e *c* t.u.fin.), ciò in considerazione dell'interesse dell'offerente a non essere gravato da oneri eccessivi rispetto alla rilevanza

quantitativa dell'offerta.

Si aggiungono infine casi di inapplicabilità «oggettiva», collegati cioè al prodotto o strumento finanziario offerto in quanto emesso da soggetti particolarmente affidabili o comunque sottoposti a vigilanza pubblica prudenziale ovvero nei cui riguardi il legislatore esclude il bisogno di specifica tutela informativa dell'investitore (art. 100 t.u.fin.).

4. La disciplina delle offerte al pubblico di sottoscrizione e di vendita

Nelle offerte al pubblico di sottoscrizione e di vendita di prodotti finanziari la speciale disciplina, quando applicabile, può essere organizzata intorno a tre fasi: una fase preparatoria, una fase di esecuzione, una fase successiva. Si deve tuttavia precisare che alcune regole sono comuni a più fasi, come si avrà modo di segnalare.

A. La fase preparatoria va dalla comunicazione effettuata alla Consob dall'offerente alla pubblicazione del prospetto informativo. È disposto infatti che coloro che intendono effettuare un'offerta al pubblico di «strumenti finanziari comunitari» per tali intendendosi i valori mobiliari e le quote di fondi chiusi i cui emittenti hanno l'Italia come «stato membro d'origine», ovvero di prodotti finanziari diversi dai predetti ovvero di quote di fondi comuni d'investimento aperti o di azioni di società d'investimento a capitale variabile (s.i.ca.v.), ne danno preventiva comunicazione alla Consob, allegando il prospetto destinato alla pubblicazione (art. 94, comma 1° e 98-ter comma 1° t.u.fin.).

A carico del sollecitante o proponente l'operazione sono posti dunque due obblighi preventivi alla esecuzione dell'operazione:

a) dare *comunicazione* alla Consob degli estremi dell'operazione, secondo un contenuto fissato in via regolamentare, con allegato il prospetto, al fine evidente di consentire alla Consob medesima il controllo preventivo e l'eventuale esercizio di poteri interdittivi;

b) pubblicare il *prospetto* (secondo moda-

lità e contenuto anche differenziati, in relazione alle caratteristiche dei prodotti finanziari, degli emittenti e dei mercati, e fissati in via regolamentare dalla Consob) diretto a realizzare la tutela informativa dei destinatari dell'offerta.

Il prospetto «contiene, in forma facilmente analizzabile e comprensibile, tutte le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dell'emittente e dei prodotti finanziari offerti, sono necessarie affinché gli investitori possano pervenire a un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici e sulle prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti, nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti». Inoltre il prospetto contiene «una nota di sintesi recante i rischi e le caratteristiche essenziali dell'offerta» (art. 94, comma 2° t.u.fin.).

Da quanto precede emerge che in un'operazione di offerte al pubblico di sottoscrizione e di vendita di prodotti finanziari i *soggetti interessati* non si riducono all'offerente e agli investitori (o destinatari dell'offerta); poiché ben può esservi un emittente distinto dall'offerente e ancora intermediari incaricati del collocamento. A fini di vigilanza, inoltre, il legislatore considera altresì i soggetti controllanti e controllati o anche solo collegati dell'offerente, emittente e collocatori.

Agli obblighi a carico dell'offerente di preventiva comunicazione dell'operazione e di pubblicazione del prospetto, si aggiunge nella fase preparatoria *a carico dell'emittente l'onere della soggezione* dell'ultimo bilancio approvato e dell'eventuale bilancio consolidato redatto *a giudizio positivo* da parte del soggetto incaricato della revisione legale, poiché il giudizio negativo o la dichiarazione di impossibilità di esprimere un giudizio ed evidentemente la mancata revisione sono ostativi all'effettuazione dell'offerta (art. 96 t.u.fin.).

Prima della pubblicazione del prospetto è vietata la diffusione di qualsiasi annuncio pubblicitario riguardante offerte al pubblico di prodotti finanziari diversi dagli «strumenti finanziari comunitari», con l'unica possibi-

lità di effettuare pubblicità secondo criteri stabiliti dalla Consob con regolamento avendo riguardo alla correttezza dell'informazione e alla sua coerenza con quella contenuta nel prospetto. La documentazione relativa a qualsiasi tipo di pubblicità relativa all'offerta è trasmessa alla Consob contestualmente alla sua diffusione (art. 101 t.u.fin.).

Considerata l'importanza che il **prospetto** destinato alla pubblicazione assume nell'economia complessiva delle offerte è opportuno soffermarsi ulteriormente sulla sua disciplina. Del *contenuto* e della *funzione* si è detto. Va ora precisato quale sia la natura del *controllo* demandato alla Consob, quale *riconoscimento* possa conseguire anche su mercati esteri e quale *responsabilità* vi sia collegata.

Il prospetto è soggetto al **controllo preventivo della Consob**, che lo approva nei termini da essa stabiliti con regolamento conformemente alle disposizioni comunitarie. La mancata decisione da parte della Consob nei termini previsti non costituisce approvazione del prospetto (art. 94-bis, comma 2° t.u.fin.). Il prospetto approvato dalla Consob è valido ai fini dell'offerta degli «strumenti finanziari comunitari» negli altri Stati membri dell'Unione Europea, così pure il prospetto approvato dall'autorità dello «stato membro d'origine» può essere pubblicato in Italia, purché siano rispettate le procedure di notifica previste dalle disposizioni comunitarie (art. 98 t.u.fin.).

L'approvazione della Consob consegue ad un controllo che ha ad oggetto innanzitutto la verifica della *completezza del prospetto nonché la coerenza e la comprensibilità delle informazioni fornite*. Il livello di completezza, coerenza e comprensibilità delle informazioni è valutato in primo luogo in base alla conformità ai modelli regolamentari, ma può andare oltre nel caso singolo, tanto da imporre informazioni integrative o anche eventuali aggiornamenti di prospetti già pubblicati.

Se non sussistono dubbi sulla *assenza* di un controllo di *merito*, relativo alla convenienza dell'operazione per gli investitori, maggiori perplessità sorgono in ordine ad

un ampio controllo di *legittimità* dell'offerta. È evidente che la Consob esercita un controllo sul rispetto delle regole procedurali inerenti i vari momenti dell'offerta, tanto che l'esercizio dei poteri interdittivi consegue al fondato sospetto o accertata violazione delle norme anche regolamentari previste al riguardo. Il problema si pone per le ipotesi di offerte il cui contenuto violi norme imperative, per esempio concernenti la tipologia dei prodotti finanziari emessi o le condizioni della vendita o sottoscrizione proposte. La dottrina è prevalentemente orientata nel senso di escludere questo tipo di controllo che compete in via successiva all'autorità giudiziaria. Ma è stato efficacemente osservato che la Consob ha il potere-dovere nell'ambito dell'attività di controllo preventivo di obbligare gli offerenti a fornire nel prospetto informazioni integrative in merito alla sua valutazione di illegittimità dell'operazione, tanto più – si potrebbe aggiungere – che i poteri spettanti all'autorità nell'ambito della disciplina dedicata agli emittenti sono esercitati avendo riguardo, oltre che «all'efficienza e alla trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali», anche alla «tutela degli investitori» (art. 91 t.u.fin.).

Le informazioni fornite dal prospetto possono rivelarsi incomplete o non veritiere e comunque fuorvianti. L'errore dell'investitore potrà determinare l'*annullamento del contratto*, ove ricorrano i presupposti di applicazione della disciplina di diritto comune. Ma potrà anche dargli diritto al *risarcimento dei danni*. Sorge allora il quesito su chi ricada e quale natura abbia la **responsabilità da prospetto**.

A riguardo è dettata una specifica disciplina in base alla quale l'emittente, l'offerente e l'eventuale garante, a seconda dei casi, nonché le persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto rispondono, ciascuno in relazione alle parti di propria competenza, dei danni subiti dall'investitore che abbia fatto ragionevole affidamento sulla veridicità e completezza delle informazioni contenute nel prospetto, a meno che non provino di aver adottato ogni

diligenza allo scopo di assicurare che le informazioni in questione fossero conformi ai fatti e non presentassero omissioni tali da alterarne il senso. La responsabilità per informazioni false o per omissioni idonee ad influenzare le decisioni di un investitore ragionevole grava anche sull'intermediario responsabile del collocamento, a meno che non provi di aver adottato la diligenza prevista. Le azioni risarcitorie sono esercitate entro cinque anni dalla pubblicazione del prospetto, salvo che l'investitore provi di avere scoperto le falsità delle informazioni o le omissioni nei due anni precedenti l'esercizio dell'azione (art. 94, commi 8°, 9°, 10° e 11° t.u.fin.).

È discusso se la responsabilità da prospetto sia addebitabile all'autorità di controllo e soprattutto se il risparmiatore possa vantare a suo carico un diritto soggettivo al risarcimento nei confronti della stessa; punto su quale la giurisprudenza, in precedenza negativamente orientata, sembra più incline al riconoscimento della risarcibilità del danno da mancata o negligente vigilanza da parte della competente autorità preposta al controllo dei prospetti (v. da ultimo Cass. civ. n. 3132/2001).

È da ritenere, infine, che la responsabilità da prospetto sia qualificabile come *responsabilità precontrattuale*, come tale riconducibile al *genus* della responsabilità contrattuale piuttosto che a quella extracontrattuale. Spetterà al risparmiatore contraente fornire la prova del fatto determinante l'errore, nonché la prova dell'entità del danno e del nesso di causalità, mentre spetterà all'emittente o proponente o collocatore fornire la prova liberatoria in ordine alla diligenza dovuta.

B. La fase esecutiva della sollecitazione va dalla pubblicazione del prospetto sino alla scadenza della medesima come determinata nel prospetto stesso.

È in questa fase che si attuano le *adesioni* dei destinatari dell'offerta ed è in questa fase che troveranno applicazione le norme regolamentari della Consob sulle *modalità di svolgimento* dell'offerta, secondo principi che assicurino *parità di trattamento dei destinatari* e

correttezza da parte di tutti i soggetti interessati (offerente, emittente, collocatori e relativi soggetti controllanti, controllati o collegati), principi di parità e di correttezza ovviamente applicabili in ogni fase della sollecitazione ma che nella sua esecuzione trovano concreto campo di attuazione (art. 95, comma 1°, lett. *d* e comma 2° t.u.fin.).

Fermi gli obblighi informativi che dovessero derivare dall'eventuale *status* di emittente quotato in mercati regolamentati, gli emittenti, gli offerenti, i revisori contabili, i componenti gli organi sociali dell'emittente e dell'offerente, nonché gli intermediari incaricati del collocamento sono tenuti, dal momento iniziale della comunicazione preventiva dell'operazione alla Consob (e quindi sin dalla fase preparatoria), su richiesta della stessa, a pubblicare notizie e documenti necessari per l'informazione del pubblico (art. 114, comma 5° t.u.fin.).

Ai medesimi obblighi informativi possono essere sottoposti con regolamento Consob, oltre l'emittente, l'offerente, i collocatori, anche coloro che si trovano in rapporto di controllo o di collegamento con questi ultimi, nonché gli intermediari che svolgono servizi connessi alla emissione o al collocamento di strumenti finanziari.

Sempre all'emittente è fatto carico nel periodo dell'offerta di sottoporre al giudizio del soggetto incaricato della revisione legale i bilanci d'esercizio approvati e i bilanci consolidati eventualmente redatti.

C. I poteri della Consob vengono estesi anche oltre la conclusione dell'offerta, nella **fase successiva**. La Consob, infatti, al fine di vigilare sulla correttezza delle informazioni fornite al pubblico, può nei confronti dell'emittente e degli altri soggetti interessati indicati al punto B che precede:

- richiedere la comunicazione di notizie e documenti;

- assumere notizie, anche mediante la loro audizione, dai componenti degli organi sociali, dai direttori generali, dagli altri dirigenti, dai soggetti incaricati della revisione legale dell'emittente e dei predetti soggetti interessati;

- eseguire ispezioni;

- esercitare i poteri d'indagine previsti in materia di abusi di mercato (che meglio vedremo nella Sezione V).

D. La disciplina è ovviamente completata da un **sistema sanzionatorio** che comprende *poteri interdittivi e sanzioni amministrative*.

In particolare la Consob può (artt. 99 e 101 t.u.fin.):

- a) sospendere in via cautelare* per non oltre dieci giorni l'offerta avente ad oggetto «strumenti finanziari comunitari» o per non oltre novanta giorni l'offerta avente ad oggetto altri prodotti finanziari in caso di «fondato sospetto» di violazione delle disposizioni legali e regolamentari relative;

- b) vietare* l'offerta in caso di «accertata» violazione o anche di fondato sospetto di violazione delle dette disposizioni;

- c) sospendere in via cautelare* per non oltre dieci giorni, qualora l'offerta abbia ad oggetto «strumenti finanziari comunitari» o per non oltre novanta giorni, qualora l'offerta abbia ad oggetto altri prodotti finanziari, l'ulteriore diffusione di annunci pubblicitari in caso di «fondato sospetto» di violazione delle disposizioni legali e regolamentari in materia;

- d) vietare* l'ulteriore diffusione di tali annunci in caso di «accertata» violazione di dette disposizioni;

- e) vietare* l'esecuzione dell'offerta medesima in caso di inottemperanza ai provvedimenti di cui alle precedenti lettere *c* e *d*.

Inoltre alla Consob, ove sussista fondato sospetto di violazione delle disposizioni sulle offerte ed entro un anno dall'acquisto o sottoscrizione dei prodotti finanziari oggetto dell'offerta, può *richiedere*, al fine di acquisire elementi conoscitivi, la comunicazione di dati e notizie e la trasmissione di atti e documenti agli acquirenti e sottoscrittori dei prodotti finanziari ed anche a coloro per i quali vi è fondato sospetto che svolgano attività di offerta al pubblico in violazione degli obblighi di preventiva comunicazione e di preventiva pubblicazione (autorizzata) del prospetto (art. 97, comma 4° e 98-*quinquies*, comma 3° t.u.fin.).

La violazione delle disposizioni sulle offerte al pubblico di sottoscrizione e di ven-

dita può determinare altresì l'irrogazione di *sanzioni amministrative pecuniarie* (art. 191 t.u.fin.).

5. La disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e scambio

Le operazioni di sollecitazione pubblica al disinvestimento, con cui un soggetto invita l'investitore ad alienare prodotti finanziari già acquisiti, sono soggette ad una disciplina – recentemente modificata a seguito del recepimento della Direttiva comunitaria in materia di OPA – che risulta articolata secondo le seguenti linee direttrici:

a) le offerte pubbliche di acquisto e di scambio – come definite nei paragrafi precedenti – di tutti i prodotti finanziari sono sottoposte alla disciplina generale dettata dal t.u.fin. (artt. 101-*bis* – 104-*ter* t.u.fin.);

b) le offerte aventi ad oggetto strumenti finanziari, oltre che alla indicata disciplina generale, sono soggette alle disposizioni regolamentari dettate dalla Consob (reg. n. 11971 del 14 maggio 1999);

c) le offerte aventi ad oggetto titoli di società italiane quotate in mercati regolamentati italiani possono diventare obbligatorie ove ricorrano dati presupposti e sono sottoposte altresì a speciale disciplina legale e regolamentare (artt. 105-112 t.u.fin. e artt. 45 e ss. reg. Consob n. 11971/1999).

La scelta di scindere le regole generali delle sollecitazioni al disinvestimento da quelle proprie alle sollecitazioni all'investimento si giustifica in relazione alla differenza economica dell'operazione che solleva problemi in parte analoghi e in parte originali. In particolare, quando le sollecitazioni ricadono su strumenti che attribuiscono diritti di voto negli organismi societari, esse incidono non solo sul «mercato dei capitali» ma anche sul «mercato del controllo societario», sollevando problematiche ulteriori sino al punto da rendere obbligatorie determinate offerte.

L'analisi della disciplina generale che segue, ora riferita a tutti i prodotti finanziari e ora agli strumenti finanziari, viene anche in questa sede organizzata intorno alle tre fasi

– preparatoria, di svolgimento e successiva – in cui si sviluppa l'offerta, con l'avvertenza che la distinzione in fasi non sempre è agevole e che molte regole possono essere comuni a tutte o a più fasi.

A. Nella fase preparatoria colui che *intende* procedere ad una offerta pubblica di acquisto o di scambio (art. 102 t.u.fin. e art. 37 reg. Consob n. 11971/1999) deve:

a) dare comunicazione senza indugio alla Consob e contestualmente al mercato pubblico e all'emittente della decisione di promuovere l'offerta. A tale comunicazione, che indica gli elementi essenziali dell'offerta, le finalità dell'operazione, le garanzie previste e le eventuali condizioni dell'offerta, sono allegati il documento d'offerta destinato ad essere pubblicato (previa approvazione della Consob) e la documentazione relativa all'avvenuta costituzione delle garanzie di adempimento degli obblighi dell'offerente. È ovvio che l'esigenza di parità di trattamento dei detentori dei prodotti finanziari impone che la comunicazione avvenga senza indugio – non appena decisa l'operazione per evitare manovre speculative sul mercato di quei prodotti – ed investa non solo le autorità di vigilanza ma anche il mercato. A quest'ultimo riguardo tutte le volte che le norme impongono una comunicazione al mercato, questa si attua per disposizione regolamentare tramite la trasmissione del dato o documento ad almeno due agenzie di stampa e, in caso di emittente quotato, mediante un sistema autorizzato da Consob di diffusione elettronica delle informazioni che devono essere rese pubbliche;

b) pubblicare il *documento d'offerta*, il cui contenuto e le modalità di pubblicazione sono stabiliti dalla Consob con proprio regolamento. Entro quindici giorni dalla comunicazione (estesi a trenta giorni se l'offerta coinvolge prodotti finanziari non quotati né diffusi tra il pubblico in misura rilevante) la Consob approva il documento d'offerta se esso contiene tutte le informazioni necessarie per consentire ai destinatari di pervenire a un fondato giudizio sull'offerta. Con l'approvazione la Consob può indicare all'offerente informazioni integrative da for-

nire, specifiche modalità di pubblicazione del documento d'offerta, nonché particolari garanzie da prestare. Decorso il termine e sempre che non siano esercitati poteri interdittivi dalla Consob, il documento d'offerta si considera approvato e può essere pubblicato e deve essere reso disponibile a chiunque ne faccia richiesta, oltreché senza indugio trasmesso all'emittente.

Un'informativa specifica della pubblicazione dell'offerta è prevista dalla legge (art. 102, commi 2° e 5° t.u.fin.) nei confronti dei rappresentanti dei lavoratori, o in mancanza di essi, dei lavoratori stessi da parte degli organi amministrativi dell'emittente e dell'offerente.

– Il coinvolgimento dell'*emittente* sin dalla fase iniziale dell'offerta mira evidentemente a stabilire se siamo di fronte ad una offerta pubblica concordata o ad una offerta pubblica ostile e tende comunque a consentire che siano rese note al mercato la posizione dell'emittente *target* (obiettivo) e le sue eventuali difese. Di qui l'obbligo dell'emittente di approntare un comunicato, da rendere noto al mercato previa trasmissione alla Consob che può richiederne integrazioni, contenente tra l'altro: ogni dato utile per l'apprezzamento dell'offerta; una valutazione motivata da parte degli amministratori con l'indicazione se il comunicato è stato approvato a maggioranza e del numero e nominativo – se richiesto – dei dissenzienti; la notizia della eventuale decisione di convocare l'assemblea al fine di essere autorizzati a compiere atti od operazioni per contrastare l'offerta – notizia che dovrà comunque essere resa nota al mercato anche separatamente se assunta in seguito. Il comunicato dell'emittente, che deve comunque essere reso noto al mercato entro il primo giorno di durata dell'offerta, contiene altresì una valutazione degli effetti che l'eventuale successo dell'offerta avrà sugli interessi dell'impresa, nonché sull'occupazione e la localizzazione dei siti produttivi (art. 103, commi 3° e 3-*bis* t.u.fin. e art. 39 reg. Consob 11971/1999). Se ricevuto in tempo utile, al comunicato è allegato il parere dei rappresentanti dei lavoratori in merito alle ripercussioni sull'occupazione.

B. La pubblicazione del documento d'offerta apre la **fase di svolgimento** dell'offerta medesima nel corso della quale il legislatore si preoccupa di dettare regole di trasparenza e di correttezza, regole affidate al potere regolamentare della Consob e ovviamente estensibili ad ogni fase, ma che qui trovano il campo di maggiore applicazione.

– Sul piano delle *regole di trasparenza* è fatto obbligo ai «soggetti interessati» (offerente ed emittente, relativi controllanti o controllati o collegati ed amministratori, sindaci e direttori generali, nonché soci aderenti a patti di sindacato), nel rispetto dei principi di chiarezza completezza e conoscibilità, di diffondere dichiarazioni riguardanti l'offerta e l'emittente solo con comunicati al mercato e contestualmente trasmessi alla Consob; di comunicare a mercato e Consob in giornata le operazioni di acquisto e vendita degli strumenti, oggetto di offerta o che diano diritto ad acquistarli o venderli, da essi compiute anche per interposta persona con indicazione dei corrispettivi pattuiti. I dati sulle adesioni devono poi essere diffusi da offerente e intermediari incaricati della raccolta almeno settimanalmente, e giornalmente (per il tramite della società di gestione del mercato) se si tratta di strumenti quotati. A chiusura dell'offerta e prima del pagamento del corrispettivo l'offerente pubblica i risultati delle adesioni e le indicazioni necessarie sulla conclusione e sull'esercizio delle facoltà previste nel documento d'offerta.

– Dalla pubblicazione del documento d'offerta e sino alla chiusura della stessa la Consob ha sulla maggior parte dei soggetti interessati e sugli intermediari incaricati della raccolta il *potere di richiesta* che siano resi pubblici notizie e documenti necessari per l'informazione del pubblico secondo la procedura già esaminata per le sollecitazioni all'investimento.

– Sul piano delle *regole di correttezza* si afferma innanzitutto il *principio di parità di trattamento dei destinatari* dell'offerta che incombe su tutti i soggetti interessati e intermediari e inoltre il *dovere di astensione* sia dal compimento di operazioni di mercato volte a influenzare le adesioni, sia – in caso di opa

obbligatoria (ma non è chiara la giustificazione della limitazione) – da comportamenti e accordi diretti ad alterare «situazioni rilevanti» per i presupposti dell'offerta.

Espressione del primo principio è l'obbligo imposto all'offerente (ove acquisti direttamente o indirettamente – nel periodo compreso tra la comunicazione dell'offerta al pubblico ed il pagamento del prezzo – gli strumenti finanziari oggetto dell'offerta o il diritto ad acquistarli anche in data successiva a «prezzi superiori» all'offerta) di adeguare il prezzo dell'offerta a quello più alto pagato.

Di particolare rilievo è la posizione dell'emittente in ordine al dovere di astensione (o *passivity rule*) che è volto ad aumentare la contendibilità del controllo delle società quotate. La norma dell'art. 104 t.u.fin. prevede per le società italiane quotate nell'U.E., nel periodo che va dalla comunicazione dell'offerta alla chiusura della stessa, l'obbligo di astenersi dal compiere atti od operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta, ma consente all'assemblea dei soci (in sede ordinaria o straordinaria secondo le competenze e con termini e modalità di convocazione derogatori a quelli vigenti per le società con azioni quotate) di adottare delibere difensive e di autorizzare gli amministratori a compiere atti od operazioni diretti a contrastare l'offerta. L'autorizzazione assembleare è richiesta anche per l'attuazione di ogni decisione presa prima della comunicazione dell'offerta, qualora l'attuazione non rientri nel corso normale delle attività della società e possa contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta. La disciplina, che può essere derogata in tutto o in parte dallo statuto sociale dell'emittente, presenta comunque un certo grado di ambiguità quando stabilisce che «resta ferma la responsabilità degli amministratori, dei componenti del consiglio di gestione e di sorveglianza e dei direttori generali per gli atti e le operazioni compiuti».

Sempre al fine di aumentare la contendibilità del controllo delle società quotate, è prevista, oltre alla *passivity rule*, la *regola di*

neutralizzazione (art.104-bis t.u.fin.), in base alla quale lo statuto sociale dell'emittente può prevedere che, nel periodo di adesione all'offerta su titoli emessi da società italiane quotate o anche dopo la conclusione della stessa, non hanno effetto nei confronti dell'offerente le limitazioni al trasferimento di titoli previste nello statuto sociale dell'emittente, né hanno effetto le limitazioni al diritto di voto previste nello statuto o da patti parasociali. L'offerente è tenuto a corrispondere un equo indennizzo per l'eventuale pregiudizio patrimoniale subito dai titolari dei diritti che la regola di neutralizzazione abbia reso non esercitabili.

Sia alla disciplina della *passivity rule* sia alla *regola di neutralizzazione* ora viste è applicabile la *clausola di reciprocità* dell'art. 104-ter t.u.fin. in base alla quale le predette discipline non si applicano in caso di offerta pubblica promossa da chi non sia soggetto a tali disposizioni o a disposizioni equivalenti secondo il giudizio della Consob.

– Le *regole di correttezza* incidono sulle caratteristiche dell'offerta: essa è *irrevocabile* e qualunque clausola contraria è nulla; è rivolta a parità di condizioni *a tutti i titolari dei prodotti finanziari* che ne sono oggetto; può essere sottoposta a *condizioni*, purché il loro verificarsi non dipenda dalla mera volontà dell'offerente (condizione meramente potestativa); la *durata* del periodo di adesione è fissata, per le offerte totalitarie e preventive di cui agli artt. 106 comma 4° e 107 t.u. fin., da un minimo di venticinque ad un massimo di quaranta giorni (di apertura dei mercati regolamentati); mentre va dai quindici ai venticinque giorni per le altre offerte. Tale periodo non può avere inizio prima che siano trascorsi cinque giorni dalla diffusione del documento d'offerta o prima del giorno di diffusione del comunicato dell'emittente se contenuto nel documento d'offerta; ulteriori regole disciplinano poi la raccolta delle *adesioni*.

– All'esigenza di maggiore elasticità è ispirata la disciplina delle *offerte in aumento* e delle *offerte concorrenti*, che il legislatore affida alla fonte regolamentare, precisando che i rilanci sono possibili senza limitazione nu-

merica ma solo con una limitazione di arco temporale e cioè di un termine massimo di scadenza entro cui possono essere effettuati. È evidente che la «liberalizzazione» delle offerte concorrenti e dei rilanci dell'offerente avvantaggia i destinatari.

L'offerente può dunque effettuare *modifiche dell'offerta* sia di prezzo in aumento sia di altre condizioni, purché comunicate e pubblicate secondo la procedura dell'offerta originaria sino a tre giorni prima della chiusura, mentre non sono ammesse riduzioni del quantitativo richiesto.

Quanto alle *offerte concorrenti*, sono pubblicate sino a cinque giorni prima della chiusura e possono essere seguite da rilanci. Comunque dopo la pubblicazione di un'offerta concorrente o di un rilancio le adesioni alle altre offerte sono revocabili.

C. I poteri di indagine della Consob si estendono anche alla **fase successiva** alla chiusura dell'offerta, negli stessi termini previsti per i casi di offerte al pubblico di sottoscrizione e di vendita.

D. Ovviamente anche la disciplina delle offerte pubbliche è assistita da un **sistema sanzionatorio** civilistico e amministrativo. Per le sanzioni amministrative vigono disposizioni analoghe a quelle delle offerte al pubblico di sottoscrizione e di vendita (art. 192 t.u.fin.). Sul piano civilistico la Consob ha *poteri interdittivi* di sospensione cautelare dell'offerta e di dichiarazione di decadenza (art. 102, comma 6° t.u.fin.).

6. Le offerte pubbliche di acquisto obbligatorie

Le sollecitazioni pubbliche al disinvestimento, guardate dal punto di vista dell'offerente, possono prestarsi altresì a conseguire il «controllo» della società bersaglio.

Le offerte pubbliche aventi ad oggetto l'acquisto o lo scambio di *azioni di società quotate*, che attribuiscono il diritto di voto e il cui possesso può portare al controllo della società obiettivo, pongono non solo i problemi di tutela comuni ad ogni sollecitazione al disinvestimento in termini più ampli-

ficati, ma anche problemi connessi con il corretto funzionamento del *mercato del controllo societario*. Una loro adeguata disciplina può dunque evitare rastrellamenti occulti di titoli sul mercato nel tentativo di compiere «scalate» sotterranee per conseguire il controllo di una società, con effetti destabilizzanti ai danni dei risparmiatori, ma anche degli attuali gruppi di controllo senza una chiara motivazione del ricambio; o può altresì evitare private od occulte trattative fra gli attuali detentori del controllo e il nuovo aspirante, nel corso delle quali solitamente il prezzo pagato per conseguire il pacchetto di controllo è superiore al valore di quotazione (si parla nella prassi di «premio di maggioranza») senza che il vantaggio si redistribuisca eventualmente anche a favore dei soci di minoranza.

Questi ultimi profili vengono affrontati nella maggior parte delle moderne legislazioni di mercato mobiliare imponendo ai soggetti che intendono conseguire il controllo di una società quotata la promozione di *offerte pubbliche di acquisto obbligatorie*. Il problema di politica legislativa che si pone è tuttavia quello di dettare una normativa che raggiunga il giusto equilibrio fra *contendibilità del controllo*, possibilità cioè di effettuare scalate così da favorire il ricambio di proprietari e/o amministratori infedeli o incapaci, e *continuità e stabilità del management*, onde consentire l'attuazione di organici programmi imprenditoriali. Una disciplina troppo rigorosa delle opa obbligatorie, basata su presupposti di applicabilità eccessivamente sfavorevoli allo scalatore, danneggia la contendibilità del controllo a vantaggio della continuità del «management». Le regole previgenti abbracciavano una tale filosofia di rigore, individuando cinque tipologie di opa obbligatorie (opa preventiva di controllo, opa di maggioranza relativa, opa incrementale, opa successiva, opa residuale), accompagnate da complesse regole procedurali anche di incerta interpretazione. L'attuale disciplina riduce le ipotesi di obbligatorietà dell'acquisto a due fattispecie, l'«*opa totalitaria*» e l'«*obbligo di acquisto*» (la cui disciplina corrisponde sostan-

zialmente a quella dell'«*opa residuale*»), semplificandone presupposti e procedure ed estendendone le esenzioni o comunque le possibilità di esonero (in caso di *opa* preventiva volontaria totalitaria o parziale).

A. *Opa totalitaria*

A1. Ai sensi dell'art. 106 t.u.fin. «chiunque, a seguito di acquisti, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del *trenta per cento*, promuove un'offerta pubblica di acquisto rivolta a tutti i possessori di titoli sulla totalità dei titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato in loro possesso» *intendendosi per titoli* gli strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto, anche limitatamente a specifici argomenti, nell'assemblea ordinaria e straordinaria. È evidente che siamo di fronte ad un particolare *obbligo a contrarre* costituente limitazione al principio di libertà negoziale per le ragioni in precedenza enunciate, il cui presupposto fondamentale è individuato non già nell'intento di acquisire una partecipazione di controllo o rilevante – come nella previgente disciplina – ma nel superamento di una soglia che fa presumere «comunque acquisita» una posizione di controllo o di influenza dominante. Ma vediamo in particolare i presupposti oggettivi e soggettivi dell'insorgere dell'obbligo di *opa* totalitaria.

a) Quanto ai *presupposti oggettivi* devono congiuntamente ricorrere:

1. la detenzione di una «partecipazione» intesa come detenzione, anche indiretta, di una quota dei titoli emessi da una società italiana con titoli ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati italiani, che attribuiscono diritti di voto nelle deliberazioni assembleari riguardanti nomina o revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza o su altri argomenti individuati con regolamento dalla Consob tenendo conto dell'influenza che il voto in proposito può avere sulla gestione della società (art. 105, commi 3° e 4° t.u.fin.);

2. la detenzione di una partecipazione «qualificata», superiore cioè alla soglia del *trenta per cento* della totalità (è da presumere) delle azioni con diritto di voto come sopra;

3. l'acquisizione di tale partecipazione qualificata a seguito di pregressi *acquisti*, indici evidenti dell'intento di assumere volontariamente una posizione di controllo.

b) I *presupposti soggettivi* definiscono i destinatari dell'obbligo:

1. è detentore qualificato non solo chi detenga *direttamente* l'indicata partecipazione, ma anche chi la detenga *indirettamente*, per il tramite di fiduciari o per interposta persona, ovvero nell'ipotesi di «controllo a catena» (c.d. *Opa a cascata*);

2. l'obbligo fa carico «solidalmente» su tutti i soggetti che detengono una partecipazione qualificata «complessiva» a seguito di *acquisto di concerto* (artt. 101-*bis* e 109 t.u.fin.) e anche se gli acquisti sono effettuati da uno solo di essi.

Per «persone che agiscono di concerto» si intendono i soggetti che cooperano tra di loro sulla base di un accordo, espresso o tacito, verbale o scritto, ancorché invalido o inefficace, volto ad acquisire, mantenere o rafforzare il controllo della società emittente o a contrastare il conseguimento degli obiettivi di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio. La Consob individua con regolamento i casi per i quali si presume che i soggetti coinvolti siano persone che agiscono di concerto (salvo che provino che non ricorrono le condizioni previste dalla legge) ed i casi nei quali la cooperazione tra più soggetti non configura un'azione di concerto.

Sono in ogni caso considerate «persone che agiscono di concerto»:

a) gli aderenti a un patto, anche nullo, previsto dall'articolo 122 t.u.fin.;

b) un soggetto, il suo controllante, e le società da esso controllate;

c) le società sottoposte a comune controllo;

d) una società e i suoi amministratori, componenti del consiglio di gestione, o di sorveglianza o direttori generali.

A2. Determinatisi questi presupposti, pur con le precisazioni e le esenzioni ed esoneri di cui si tratterà fra poco, il detentore qualificato ha l'obbligo di promuovere *entro venti giorni* una offerta pubblica che *sul piano procedurale* segue le stesse disposizioni generali

esaminate nel paragrafo precedente, con la specificazione che essa ha ad oggetto la «totalità delle azioni», come sopra caratterizzate, ad un «prezzo» fissato nel minimo dallo stesso legislatore, onde assicurare parità di trattamento nei confronti dei soci e consentire a coloro che non gradiscono il nuovo gruppo di comando di uscire dalla società. Tale prezzo non può essere inferiore a quello più elevato, pagato dall'offerente o dalle persone che agiscono di concerto con lui, nei dodici mesi anteriori alla comunicazione dell'offerta alla Consob; qualora in tale periodo non siano stati effettuati acquisti, l'offerta deve essere promossa ad un prezzo non inferiore a quello «medio ponderato di mercato» degli ultimi dodici mesi o del minor periodo disponibile. La stessa disciplina di cui ai punti che precedono (A1 e A2) può trovare applicazione, previo regolamento Consob, a carico di chi detenga congiuntamente *titoli e altri strumenti finanziari* con diritto di voto sui predetti argomenti e in misura tale da attribuire un potere complessivo di voto equivalente alla partecipazione azionaria rilevante (oltre il trenta per cento).

A3. Alcune ipotesi di opa totalitaria obbligatoria sono demandate alla disciplina di fonte regolamentare e in particolare:

a) l'opa conseguente ad *acquisto indiretto*, anche di concerto, della partecipazione qualificata tramite acquisto di partecipazioni in società il cui patrimonio è prevalentemente costituito da titoli emessi da altra società con azioni quotate. L'obbligo di offerta non discende automaticamente da acquisti di partecipazioni di controllo o rilevanti in società controllanti a loro volta una società quotata, ma solo ove sia possibile determinare con criteri oggettivi, fissati per regolamento (art. 45 reg. Consob n.11971/1999), che il controllo della quotata sia il vero obiettivo dell'operazione;

b) l'opa conseguente ad acquisti da parte di soggetti che già detengono la partecipazione qualificata superiore al 30% senza disporre della maggioranza (di diritto: cinquanta per cento più uno) dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria; a costoro è consentito consolidare la propria partecipazio-

ne senza però superare nei dodici mesi il cinque per cento del capitale (azioni ordinarie) per effetto di acquisti a titolo oneroso o anche di sottoscrizioni o conversione nell'esercizio di diritti negoziati nel medesimo periodo. Il superamento della soglia determina l'insorgere dell'obbligo di opa (art. 46 reg. Consob n.11971/1999);

c) l'opa il cui corrispettivo può essere costituito in tutto o in parte da strumenti finanziari (art. 47 reg. Consob n.11971/1999).

B. Esonero dall'obbligo di opa totalitaria: l'opa preventiva

Al fine di esonerarsi dall'obbligo di opa totalitaria conseguente al superamento della soglia del 30%, è consentito promuovere un'opa volontaria preventiva, o totalitaria o parziale, ma avente ad oggetto almeno il 60% dei titoli di ciascuna categoria. È chiaro che se la partecipazione qualificata viene detenuta a seguito del lancio di tali opa preventive, nulla può addebitarsi all'offerente per aver comunque assicurato tutela alla posizione di tutti gli interessati.

In caso di *opa totalitaria preventiva* (al conseguimento della soglia) il vantaggio dell'offerente sta nella possibilità di determinare il prezzo senza vincoli, compresa la possibilità di offrire in corrispettivo strumenti finanziari, purché quotati (art. 106, comma 4° t.u.fin.).

In caso di *opa parziale preventiva* (art. 107 t.u.fin.) si aggiunge il vantaggio di poter conseguire il controllo senza la necessità di sobbarcarsi l'onere dell'acquisizione del pacchetto totalitario, essendo sufficiente l'acquisizione del solo 60%. Ciò tuttavia è consentito nel rispetto di precise condizioni che devono ricorrere congiuntamente:

a) offerente e soggetti che agiscono «di concerto» nei dodici mesi precedenti la comunicazione alla Consob o durante l'offerta, non devono aver compiuto acquisti di partecipazioni superiori all'uno per cento (anche mediante contratti a termine con scadenza successiva), a evidente tutela della parità di trattamento degli azionisti;

b) l'offerta è subordinata alla approvazione dei possessori dei titoli che possiedono la maggioranza degli stessi, computata senza

tener conto delle azioni detenute da offerente e socio di maggioranza (anche relativa, la cui partecipazione superi il dieci per cento) e dalle persone che agiscono «di concerto», a evidente tutela dei soci di minoranza. L'approvazione (irrevocabile) non implica necessariamente adesione all'offerta, mentre l'adesione implica approvazione a meno di contraria manifestazione espressa di volontà;

c) la Consob, previa verifica delle condizioni predette, deve avere riconosciuto l'essenzialità dall'obbligo di opa.

La violazione del requisito *sub a* nei dodici mesi precedenti impedisce l'offerta preventiva parziale; la sua violazione nei dodici mesi successivi alla chiusura o la deliberazione nel medesimo periodo di operazioni di fusione o scissione da parte della società emittente obbliga a lanciare l'opa totalitaria. Nulla è detto sulla violazione del requisito *sub a* che si realizzi «durante l'offerta», ma la soluzione non può che essere quella di imporre la trasformazione dell'opa parziale in opa totalitaria secondo le regole sue proprie. Resta il problema se in caso di opa totalitaria *sanzionatoria* l'eventuale maggior prezzo debba estendersi anche agli aderenti alla precedente opa preventiva parziale.

C. Esenzioni

Quando non sussistono i presupposti logici, pur essendo presenti quelli formali, l'obbligo di opa totalitaria diviene inapplicabile. Per espressa previsione dell'art. 106 t.u. fin. (che tuttavia rimanda alla fonte regolamentare per il dettaglio delle singole ipotesi di inapplicabilità), il superamento della soglia partecipativa critica del 30% non determina a carico del titolare della partecipazione alcun obbligo di offerta quando:

a) un altro socio, o altri soci congiuntamente, dispongono del controllo di diritto della società (maggioranza dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria);

b) la partecipazione è stata acquisita mediante sottoscrizione di un aumento di capitale nel quadro di un'operazione di ristrutturazione del debito di una società quotata in crisi;

c) l'acquisto consegue ad un'operazione di trasferimento tra soggetti legati da rilevanti rapporti di partecipazione (ad es. tra due controllate di una stessa controllante, ovvero tra controllante ed una sua controllata);

d) l'acquisto è causato da eventi che non dipendono dalla volontà dell'acquirente (in particolare esercizio di diritti di opzione, di sottoscrizione o conversione che originariamente gli spettavano);

e) la soglia è superata per effetto di operazioni di carattere temporaneo; il superamento massimo consentito è del 3% e l'acquirente deve impegnarsi a trasferire le azioni in eccedenza entro 12 mesi, astenendosi dal votare nel frattempo, pena il ripristino dell'obbligo di opa totalitaria;

f) l'acquisto consegue ad operazioni di fusione o scissione giustificate da effettive esigenze industriali ed approvate dall'assemblea della società i cui titoli dovrebbero altrimenti essere oggetto di offerta.

D. Obbligo di acquisto

Ai sensi dell'art. 108, comma 1° t.u.fin. «l'offerente che venga a detenere, a seguito di un'offerta pubblica totalitaria, una partecipazione *almeno pari al novantacinque per cento* del capitale rappresentato da titoli in una società italiana quotata, ha l'obbligo di acquistare i restanti titoli da chi ne faccia richiesta».

Analogo obbligo è previsto dal comma 2° del medesimo art. 108 t.u.fin. in base al quale «chiunque venga a detenere una partecipazione *superiore al novanta per cento* del capitale rappresentato da titoli ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato, ha l'obbligo di acquisire i restanti titoli ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato da chi ne faccia richiesta, se non ripristina entro novanta giorni un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni».

Qualora siano emesse più categorie di titoli, gli obblighi di acquisto su descritti sussistono solo per le categorie di titoli per le quali siano state raggiunte le soglie percentuali previste.

Le due previsioni si muovono in una logica parzialmente diversa da quella che ispira

l'obbligo di opa totalitaria. Non si tratta di apprestare meccanismi di tutela degli azionisti nella fase di trasferimento del controllo, bensì di tutela della minoranza per il venir meno di un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni che porta alla cancellazione del titolo dalla quotazione, flottante che è normalmente fissato nella diffusione fra il pubblico del 10% del titolo.

Il corrispettivo dell'acquisto in entrambe le fattispecie previste dall'art 108 t.u.fin. è pari a quello dell'offerta pubblica totalitaria precedente, se la soglia partecipativa rilevante è stata raggiunta con un'opa totalitaria; negli altri casi il corrispettivo viene determinato dalla Consob anche tenendo conto del corrispettivo dell'eventuale offerta precedente o del prezzo di mercato del semestre anteriore all'annuncio dell'offerta ovvero antecedente l'acquisto che ha determinato il sorgere dell'obbligo.

E. Diritto di acquisto (*squeeze out*)

La promozione di un'opa totalitaria potrebbe condurre a detenere una partecipazione pari o superiore al *novantacinque per cento* del capitale rappresentato da titoli di una società italiana quotata, ma non l'intero pacchetto azionario. In queste ipotesi l'offerente potrebbe voler conseguire comunque l'obiettivo che si era prefissato, eliminando ogni residua altrui partecipazione. La legge (art. 111 t.u.fin.) attribuisce allora all'offerente, che ha dichiarato nel documento d'offerta di volersene avvalere, il *diritto d'acquisto* sulle azioni residue da esercitarsi entro tre mesi dalla scadenza del termine per l'accettazione dell'offerta (c.d. *squeeze out*, istituto noto

anche in altri ordinamenti stranieri). Il prezzo di acquisto è determinato con gli stessi criteri prima visti per l'obbligo di acquisto ai sensi dell'art. 108 t.u.fin. Il trasferimento dei titoli ha efficacia dal momento della comunicazione alla società emittente dell'avvenuto deposito del prezzo di acquisto presso una banca.

F. Sanzioni

La violazione delle disposizioni concernenti l'opa obbligatoria è sanzionata a vari livelli. Oltre alla sanzione pecuniaria amministrativa (art. 192 t.u.fin.), rilevano soprattutto la *sospensione del diritto di voto* estesa all'intera partecipazione detenuta e l'*obbligo di alienazione* entro dodici mesi dei titoli eccedenti le soglie qualificate ai fini dell'obbligo di opa totalitaria o di acquisto (art. 110 t.u.fin. e art. 173 t.u.fin. che sanziona penalmente la mancata alienazione). Ove poi ciononostante il diritto di voto venga esercitato, la deliberazione è *annullabile* anche su impugnazione della Consob (che la esercita entro centottanta giorni dalla data della delibera o dalla sua iscrizione nel registro delle imprese) se senza il voto di coloro che avrebbero dovuto astenersi non si sarebbe raggiunta la necessaria maggioranza (c.d. prova di resistenza). In alternativa alla predetta alienazione dei titoli, la Consob – avuto riguardo alle ragioni del mancato adempimento, agli effetti che conseguirebbero all'alienazione ed alle modifiche intervenute nella compagine azionaria – può imporre la promozione di un'offerta totalitaria al prezzo da essa stabilito, anche tenendo conto del prezzo di mercato dei titoli (art. 110, comma 1-*bis* t.u.fin.).

Sezione IV: Emittenti, investitori e intermediari

1. I soggetti del mercato. Emittenti e informazione

Il mercato mobiliare, oltre che per gli oggetti ivi negoziati, si caratterizza per la presenza degli operatori che ne alimentano

le negoziazioni: emittenti prodotti e strumenti finanziari, investitori individuali e organismi di investimento collettivo, intermediari sono i soggetti del mercato.

Agli **emittenti** il t.u.fin. dedica attenzione soprattutto, sotto il profilo degli obbli-

ghi di informazione del mercato. Ad una particolare categoria di essi, le società con azioni quotate, dedica altresì un corposo gruppo di norme (artt. 119-165-*septies* t.u.fin.) volte a garantire per un verso la trasparenza degli «assetti proprietari» (partecipazioni rilevanti, partecipazioni reciproche, patti parasociali) e per altro verso un più equilibrato «assetto organizzativo» che offra maggiori garanzie agli azionisti-risparmiatori e di minoranza (istituti di tutela dei diritti delle minoranze, deleghe di voto, azioni di risparmio, organi di controllo e revisione legale dei conti), profili tutti sui quali si rinvia alle parti del manuale in cui essi vengono specificamente trattati.

Quanto alla disciplina degli emittenti in generale – fermo il principio secondo cui la Consob esercita i poteri che le competono perseguendo le collegate finalità di «tutela degli investitori», efficienza e trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali –, si distinguono emittenti quotati nei mercati regolamentati italiani ed emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante.

Gli «emittenti quotati» devono assicurare la parità di trattamento a tutti i portatori degli strumenti finanziari quotati che si trovino in identiche condizioni (art. 92 t.u.fin.) e devono soprattutto rispettare obblighi di informazione verso il mercato per garantire la trasparenza (artt. 113-118-*bis* t.u.fin.).

Sotto quest'ultimo profilo l'emittente deve pubblicare un **prospetto di quotazione** prima dell'inizio delle negoziazioni dei relativi strumenti su un mercato regolamentato, sul cui contenuto e modalità di pubblicazione si esercita il potere regolamentare della Consob (art. 113 t.u.fin.).

Ma l'informativa al pubblico non si puntualizza solo al momento della quotazione o nelle ipotesi specificamente previste da singole disposizioni di legge. L'emittente quotato – e i soggetti che lo controllano – hanno un obbligo di informazione permanente sugli eventi «price-sensitive», hanno l'obbligo cioè di comunicare al pubblico le «*informazioni privilegiate*», riguardanti direttamente l'emittente strumenti finanziari

e le sue controllate e non rese pubbliche, che potrebbero, se rese pubbliche, influenzare in modo sensibile sui prezzi degli strumenti finanziari dell'emittente. Ampi poteri regolamentari, impositivi, sostitutivi, informativi e ispettivi competono alla Consob (artt. 114-115 t.u.fin.).

Gli obblighi di informazione permanente così come i succitati poteri della Consob trovano applicazione anche a carico di «emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante», pur non quotati nei mercati regolamentati italiani, secondo criteri stabiliti con regolamento Consob (artt. 109-111-*ter* reg. n.11971/1991). A questi emittenti – come si è già ricordato –, benché non quotati, si applica altresì l'obbligo di assoggettare i bilanci, individuale e consolidato, al giudizio del soggetto incaricato della revisione legale (art. 116 t.u.fin.).

2. Gli investitori. Gestione individuale e gestione collettiva del risparmio

L'investitore è l'altro soggetto essenziale del mercato, che si rende ora acquirente ora venditore di prodotti e strumenti finanziari. A tal fine l'investitore può voler gestire direttamente il proprio risparmio, curando personalmente le operazioni di acquisto e vendita. Nella generalità dei casi, tuttavia, egli utilizza i servizi di operatori professionali, ora limitandosi a fruire dei servizi ed attività di investimento come la consulenza in materia di investimenti o la gestione individualizzata di portafogli di investimento, ora affidando il proprio risparmio ad operatori che esercitano forme di gestione collettiva.

Nel primo caso i servizi e le attività sono resi in regime di «riserva di attività» da imprese di investimento e banche.

Nel secondo caso si parla di **organismi di investimento collettivo del risparmio (o.i.c.r.)**, noti a livello di direttive comunitarie come «organismi di investimento collettivo in valori mobiliari» (o.i.c.v.m.) e che l'ordinamento italiano identifica in due tipologie: *fondi comuni di investimento* e *s.i.ca.v.*

Il servizio di gestione collettiva del risparmio, nella duplice forma di promozione, istituzione, organizzazione di fondi comuni e gestione del patrimonio di fondi comuni o di s.i.ca.v. (art. 1, comma 1°, lett. *n* t.u.fin.), è «riservato» ad una nuova figura di investitore istituzionale introdotto dal t.u.fin., la **società di gestione del risparmio** (s.g.r.).

Gli aspetti strutturali dei soggetti esercenti il servizio di gestione collettiva del risparmio (s.g.r. e s.i.ca.v.) così come dei soggetti intermediari esercenti i servizi e le attività di investimento (imprese di investimento – che comprendono s.i.m. e imprese di investimento comunitarie ed extracomunitarie – e banche) appartengono alla disciplina delle società di diritto speciale e non vengono qui esaminati.

In questa sede si punterà l'attenzione sugli aspetti funzionali, cioè sulla disciplina della attività di questi soggetti. Va preliminarmente sottolineato, però, che l'attività di investimento collettivo del risparmio potrebbe realizzarsi nella tradizionale forma codicistica della società per azioni, allorché questa abbia ad oggetto esclusivo o principale l'assunzione di partecipazioni in altre società, la compravendita di titoli pubblici o privati, senza assunzione del controllo delle partecipate. Si tratta di «società di investimento mobiliare» (diverse dalle *holdings* in quanto controllanti), che investono il proprio capitale in titoli frazionando il rischio, ricavandone un utile (per il reddito prodotto dai titoli acquisiti o le plusvalenze connesse all'eventuale aumento del valore di mercato degli stessi) e distribuendolo fra i propri soci. Tali società, quando ne ricorrano i presupposti, sono riconducibili al discusso *genus* delle «società finanziarie».

3. Gli o.i.c.r.: A) i fondi comuni di investimento

Il **fondo comune di investimento** è definito come «il patrimonio autonomo, suddiviso in quote, di pertinenza di una pluralità di partecipanti, gestito in monte» (art. 1, comma 1°, lett. *j* t.u.fin.), cioè per l'ap-

punto in forma di gestione collettiva. Il risparmio dei partecipanti, in altre parole, viene investito in strumenti finanziari, crediti o altri beni mobili o immobili che costituiscono un patrimonio autonomo sia da quello dei singoli partecipanti sia da quello della società di gestione che lo amministra, con l'effetto di diversificare e frazionare il rischio.

L'operazione si struttura intorno a *tre nuclei fondamentali*: la società di gestione del risparmio, la banca depositaria e il patrimonio autonomo dei partecipanti.

a) La *società di gestione del risparmio* può svolgere funzione di «promotrice» e/o di «gestore» del fondo. E ogni s.g.r. può gestire sia fondi di propria istituzione sia fondi istituiti da altre società (art. 36 t.u.fin.).

La società di gestione, nel prendere l'iniziativa, sottopone il regolamento del fondo e le sue eventuali modificazioni all'approvazione della Banca d'Italia, approvazione che può aversi anche nella forma del «silenzio-assenso» se entro tre mesi non è stato adottato un provvedimento di diniego (art. 39 t.u.fin.).

Nella propria attività la s.g.r. deve rispettare determinate regole di comportamento a favore dei partecipanti (art. 40 t.u.fin.):

- operare con diligenza correttezza e trasparenza nell'interesse dei partecipanti;
- organizzarsi in modo da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interessi anche tra i vari patrimoni gestiti;
- adottare misure idonee a salvaguardare i diritti dei partecipanti;
- disporre di adeguate risorse e procedure idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi;
- esercitare, nell'interesse dei partecipanti, il diritto di voto inerente gli strumenti finanziari di pertinenza dei fondi gestiti (diritto di voto che, nel caso di diversità fra società promotrice e gestore, spetta al gestore salvo patto contrario).

La società non può in alcun caso utilizzare, nell'interesse proprio o di terzi, i beni di pertinenza dei fondi gestiti ed assume (se del caso solidalmente con altra società promotrice o gestore) obblighi e responsabilità del mandatario verso i partecipanti (art. 36 t.u.fin.).

b) La custodia degli strumenti finanziari e delle disponibilità liquide del fondo è affidata ad una banca depositaria, che deve anche eseguire le operazioni di investimento e disinvestimento su istruzione della s.g.r. ma previa verifica della loro legittimità (art. 38 t.u.fin.).

Gli organi gestori e di controllo della banca depositaria riferiscono senza ritardo alla Banca d'Italia e alla Consob sulle irregolarità riscontrate nell'amministrazione della s.g.r. e nella gestione dei fondi.

La banca depositaria è infine responsabile, sia nei confronti della s.g.r. sia dei partecipanti, di ogni pregiudizio subito in conseguenza dell'inadempimento dei propri obblighi. Con riguardo alla prestazione di custodia la banca è da considerare *depositaria professionale*, mentre con riguardo alle prestazioni di amministrazione del patrimonio è discusso se debba qualificarsi come *mandataria* o come *mera esecutrice materiale* delle operazioni svolte dalla società di gestione. Comunque «nell'esercizio delle rispettive funzioni, la società promotrice, il gestore e la banca depositaria *agiscono in modo indipendente* e nell'interesse dei partecipanti al fondo» (art. 36, comma 4° t.u.fin.).

c) Il fondo comune, si è detto, costituisce un patrimonio autonomo, distinto dal patrimonio di ciascun partecipante come da quello della società di gestione e ovviamente della banca depositaria. Ma ciascun fondo o addirittura ciascun comparto di uno stesso fondo è autonomo e distinto da ogni altro patrimonio gestito dalla medesima società. L'autonomia si manifesta in particolare con il divieto di azioni esperibili da terzi creditori sui beni costituenti il fondo: 1) non sono ammesse azioni dei creditori della s.g.r. o nell'interesse di questa; 2) non sono ammesse azioni dei creditori del depositario o sub-depositario o nell'interesse di questi; 3) le azioni dei creditori dei singoli investitori (partecipanti) sono ammesse solo sulle quote di partecipazione dei medesimi (art. 36 t.u.fin.).

Molto discussa è la *natura giuridica* del fondo: v'è chi parla di *comproprietà tra partecipanti* o di *comunione nascente da un deposito*

alla rinfusa o da un deposito collettivo; o ancora di *patrimonio senza titolare* o di *patrimonio titolare di sé stesso* (alla stregua di una fondazione non riconosciuta). La legge parla di *patrimonio autonomo*, nozione che si distingue da quella di *patrimonio separato* che fa capo ad un solo soggetto giuridico. Certo fra i partecipanti ricorre una relazione di contitolarità collettiva pro-quota sul patrimonio del fondo, senza che il fondo sia soggetto alle regole della comunione di diritto comune, sia perché ai partecipanti competono solo diritti patrimoniali e non diritti gestori sul fondo, sia perché la comproprietà non può essere sciolta su istanza del partecipante né del suo creditore individuale. Il patrimonio autonomo non è poi oggetto di relazione associativa fra i partecipanti, come nelle società ad autonomia patrimoniale, né è dotato di propria soggettività giuridica. Se di «proprietà collettiva» a statuto speciale deve parlarsi, con duplice mandato senza rappresentanza di identico contenuto conferito a società di gestione e banca depositaria, siamo comunque di fronte ad un «mandato anomalo» cui conseguono *ex lege* determinati rapporti per effetto della sottoscrizione della quota.

Le *quote di partecipazione* a ciascun fondo devono essere tutte di eguale valore e con uguali diritti e sono rappresentate, a scelta dell'investitore, da certificati nominativi o al portatore. Il rapporto di partecipazione al fondo è disciplinato dal *regolamento del fondo*, soggetto come si è detto alla approvazione della Banca d'Italia e al suo potere regolamentare integrativo rispetto al contenuto delineato dall'art. 39 t.u.fin.

In via di principio le regole di emissione e di rimborso delle quote di partecipazione e i beni oggetto di investimento contribuiscono a distinguere le tipologie dei fondi, la cui struttura è fissata da un regolamento del Ministro dell'Economia e delle Finanze adottato sentite la Banca d'Italia e la Consob. Si distinguono allora «fondi aperti» e «fondi chiusi», «fondi mobiliari» e «fondi immobiliari», (né sembrano esclusi – sotto il profilo dei beni – i «fondi misti»).

I *fondi aperti* in genere non hanno un ammontare prefissato e i certificati di partecipazione possono essere emessi in via continuativa, e sono caratterizzati soprattutto dal diritto del partecipante di chiedere in qualsiasi tempo il rimborso delle quote.

I *fondi chiusi* hanno invece generalmente una durata prefissata (anche fra un minimo e un massimo) ed un ammontare definito, ma soprattutto non consentono al partecipante il diritto al rimborso delle quote se non alla scadenza o comunque non prima di un periodo determinato.

I *fondi mobiliari* sono finalizzati all'investimento in *strumenti finanziari o crediti o altri valori*.

I *fondi immobiliari* (sino ad ora consentiti nel tipo «chiuso») sono finalizzati all'investimento nel settore degli immobili e delle società immobiliari.

4. B) Le s.i.ca.v.

Le **società di investimento a capitale variabile** (s.i.ca.v.) sono disciplinate dagli artt. 43-50 t.u.fin., nonché dalle regole dettate dalla Banca d'Italia, sentita la Consob, anche in sede di vigilanza regolamentare (art. 6 t.u.fin.) oltre che sui profili della procedura autorizzatoria alla costituzione e alle attività connesse o strumentali esercitabili.

Si tratta di società per azioni che hanno ad oggetto esclusivo «l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante *offerta al pubblico delle proprie azioni*». La loro disciplina, pur modellata su quella della s.p.a., e fortemente derogatoria di questo tipo societario proprio perché assolvono ad una funzione analoga a quella dei fondi comuni di investimento, di cui è peraltro richiamata la normativa sul potere regolamentare del Ministro dell'Economia e delle Finanze in merito alla struttura soprattutto del patrimonio, sulla banca depositaria e sulle regole di comportamento.

A differenza dei fondi comuni, qui il risparmiatore è chiamato a sottoscrivere non certificati di partecipazione ma *azioni*

che vengono emesse in via continuativa dalla società con offerta al pubblico. Il risparmiatore acquista dunque anche la qualità di socio ed è in grado di incidere – per quanto possibile – sulle scelte e decisioni gestorie dei propri investimenti partecipando alla vita della società. Gli amministratori della s.i.ca.v. possono gestire direttamente il patrimonio sociale, ma possono anche presumibilmente – ove lo statuto lo consenta – «delegare poteri di gestione» del patrimonio *esclusivamente* a società di gestione del risparmio.

La caratteristica principale delle s.i.ca.v. è la *variabilità del capitale sociale*, che dunque come nelle cooperative non è fisso ed è sempre uguale al patrimonio netto (superiore delle attività sulle passività). Ciò consente, senza procedere a modifiche statutarie, da un lato il costante ingresso di nuovi soci-investitori e dall'altro lato il loro recesso in ogni tempo con diritto al rimborso delle azioni.

Di qui alcune conseguenze di disapplicazione della normativa propria della s.p.a.:

- non v'è distinzione fra capitale e riserve, fondi disponibili e fondi indisponibili;
- non è ammessa la costituzione per pubblica sottoscrizione;
- non sono consentiti conferimenti in natura;
- non si applica la disciplina di modifica statutaria sull'aumento e riduzione del capitale;
- particolari categorie di azioni sono consentite solo in caso di s.i.ca.v. «multicomparto», quando esistono cioè più comparti di investimento che costituiscono ciascuno patrimonio autonomo distinto a tutti gli effetti da quello degli altri comparti; comunque non si applica la disciplina delle assemblee speciali di categoria;
- le azioni devono essere interamente liberate al momento della loro emissione, possono essere – a scelta del sottoscrittore – nominative o al portatore, e tuttavia in quest'ultima ipotesi attribuiscono al portatore un solo voto indipendentemente dal numero di azioni di tale categoria possedute;

– non possono essere emesse obbligazioni o azioni di risparmio, né si possono acquistare o detenere azioni proprie;

– l'assemblea in sede ordinaria e in sede straordinaria è regolarmente costituita quale che sia il capitale intervenuto. Lo statuto può consentire il voto per corrispondenza, nel qual caso l'avviso di convocazione deve contenere per esteso la proposta di deliberazione, anche se non si tiene conto di tali voti se la deliberazione sottoposta a votazione sia difforme;

– le modifiche statutarie sono soggette all'approvazione della Banca d'Italia;

– se il capitale (*id est*: patrimonio netto) scende al di sotto del limite fissato con regolamento dalla Banca d'Italia e permane tale per un periodo di sessanta giorni, la società si scioglie salvo che nel frattempo non sia iniziata una procedura di fusione con altra s.i.ca.v.;

– la s.i.ca.v. può trasformarsi, fondersi o scindersi, ma solo in un'altro organismo soggetto alla disciplina delle s.i.ca.v. o dei fondi comune d'investimento.

5. I fondi pensione

Il d.lgs. n. 124/1993 (successivamente modificato da vari provvedimenti, quali il d.lgs. n. 585/1993, la l. n. 335/1995, la l. n. 449/1997) ha permesso il faticoso avvio delle «forme pensionistiche complementari», ovvero dei «fondi pensione» che potrebbero svolgere – come in altri Paesi – il ruolo di investitori istituzionali nel mercato mobiliare, conferendogli spesso ed efficienza.

La normativa interessa per buona parte il diritto del lavoro, in quanto mira ad assicurare ai lavoratori subordinati, pubblici e privati, ai soci di cooperative di produzione e lavoro, ai lavoratori autonomi e ai liberi professionisti una prestazione pensionistica integrativa rispetto a quella dovuta dal sistema pubblico obbligatorio, con l'intento anche di alleggerire i dissestati conti dello Stato. Il fondo pensione si alimenta perciò con i contributi dei lavo-

ratori, dei datori di lavoro e delle quote di accantonamenti di liquidazione, secondo quanto previsto dagli atti costitutivi del fondo medesimo.

Qui interessano i profili che fanno di tali fondi uno strumento di incentivazione del mercato mobiliare, in quanto essi investono le loro risorse mediante convenzioni con intermediari mobiliari, imprese assicurative, società di gestione di fondi comuni e anche con sottoscrizione o acquisto di azioni o quote di società immobiliari o quote di fondi comuni. In via di principio anche i «fondi pensione», che possono avere natura giuridica la più varia (associazione non riconosciuta, persona giuridica, mero patrimonio di destinazione *ex art.* 2117 c.c.), sono gestiti non direttamente ma da apposito intermediario abilitato e devono dare le risorse in custodia ad una banca depositaria.

Essi sono soggetti alla vigilanza di apposita Commissione istituita presso il Ministero del Lavoro, che provvede alla tenuta dell'albo dei fondi pensione autorizzati e ad esercitare anche poteri regolamentari.

6. I servizi di investimento

Nello svolgimento della loro attività le imprese di investimento italiane (s.i.m.) e le banche sono ormai intermediari polifunzionali, che possono essere cioè autorizzati a svolgere anche congiuntamente più servizi. La scelta si giustifica per ragioni di efficienza (economie di scala) e per ragioni di opportunità (unicità dell'interlocutore di fiducia del cliente). La polifunzionalità pone tuttavia problemi di potenziali conflitti di interesse in cui potrebbe trovarsi l'intermediario ora come consulente ora come collocatore ora come gestore di patrimoni altrui. Donde la necessità di regole di comportamento che assicurino trasparenza e correttezza nell'attività dell'intermediario.

In base all'art. 1, comma 5° t.u.fin., recentemente riformato a seguito del recepimento

mento della Direttiva MIFID, per **attività e servizi di investimento**, quando hanno per oggetto strumenti finanziari, si intendono:

- la negoziazione per conto proprio, definita come l'attività di acquisto e vendita di strumenti finanziari, in contropartita diretta e in relazione a ordini dei clienti, nonché l'attività di *market maker*, cioè l'attività svolta dal soggetto che si propone sui mercati regolamentati e sui sistemi multilaterali di negoziazione (che vedremo appresso), su base continua, come disposto a negoziare in contropartita diretta acquistando e vendendo strumenti finanziari ai prezzi da esso definiti;

- l'esecuzione di ordini per conto dei clienti;

- la sottoscrizione e/o il collocamento con assunzione a fermo ovvero con assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente;

- il collocamento senza assunzione a fermo né assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente;

- la gestione di portafogli, per tale intendendosi la gestione, su base discrezionale e individualizzata, di portafogli di investimento che includono uno o più strumenti finanziari e nell'ambito di un mandato conferito dai clienti;

- la ricezione e trasmissione di ordini, comprendendosi anche l'attività consistente nel mettere in contatto due o più investitori, rendendo così possibile la conclusione di un'operazione fra loro (mediazione);

- la consulenza in materia di investimenti, definita come la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario. La raccomandazione è personalizzata quando è presentata come adatta per il cliente o è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente. Una raccomandazione non è personalizzata se viene diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione;

- la gestione di sistemi multilaterali di negoziazione, per tale intendendosi la ge-

stione di sistemi multilaterali che consentono l'incontro, al loro interno ed in base a regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti.

La legge individua poi le seguenti tipologie di **servizi accessori** (art. 1, comma 6° t.u.fin.):

- la custodia e amministrazione di strumenti finanziari e relativi servizi connessi;

- la locazione di cassette di sicurezza;

- la concessione di finanziamenti agli investitori per consentire loro di effettuare un'operazione relativa a strumenti finanziari, nella quale interviene il soggetto che concede il finanziamento;

- la consulenza alle imprese in materia di struttura finanziaria, di strategia industriale e di questioni connesse, nonché la consulenza e i servizi concernenti le concentrazioni e l'acquisto di imprese;

- i servizi connessi all'emissione o al collocamento di strumenti finanziari, ivi compresa l'organizzazione e la costituzione di consorzi di garanzia e collocamento;

- la ricerca in materia di investimenti, l'analisi finanziaria o altre forme di raccomandazione generale riguardanti operazioni relative a strumenti finanziari;

- l'intermediazione in cambi, quando collegata alla prestazione di servizi d'investimento;

L'elenco delle attività e servizi di investimento e dei servizi accessori è suscettibile di ampliamento con regolamento adottato dal Ministro dell'Economia e delle Finanze sentite la Banca d'Italia e la Consob (art. 18, comma 5° t.u.fin.).

Le s.i.m. possono prestare professionalmente nei confronti del pubblico sia i servizi di investimento sia i servizi accessori e altre attività finanziarie, nonché attività connesse o strumentali.

Nella prestazione dei servizi di investimento e accessori i soggetti abilitati devono rispettare regole specifiche di comportamento, di separazione patrimoniale e di forma contrattuale.

Quanto alle regole di comportamento è

disposto (art. 21 t.u.fin.) che essi devono:

- comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati;

- acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati;

- utilizzare comunicazioni pubblicitarie e promozionali corrette, chiare e non fuorvianti;

- disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e delle attività;

- adottare ogni misura ragionevole per identificare i conflitti di interesse che potrebbero insorgere con il cliente o fra clienti, e gestirli, anche adottando idonee misure organizzative, in modo da evitare che incidano negativamente sugli interessi dei clienti;

- informare chiaramente i clienti, prima di agire per loro conto, della natura generale e/o delle fonti dei conflitti di interesse quando le misure adottate non sono sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato;

- svolgere una gestione indipendente, sana e prudente e adottare misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati.

È possibile agire in nome proprio e per conto del cliente, purché vi sia il previo consenso scritto.

Quanto alla *separazione patrimoniale* è previsto (art. 22 t.u.fin.) che strumenti finanziari e somme di denaro dei clienti, detenuti a qualunque titolo dai soggetti abilitati (per le banche il principio è limitato agli strumenti finanziari dei clienti), costituiscono patrimonio distinto a tutti gli effetti da quello dell'intermediario e da quello degli altri clienti, con la conseguenza che su di esso sono ammesse azioni dei creditori del singolo cliente, ma non dei creditori dell'intermediario o nell'interesse degli stessi, né dei creditori dell'eventuale depositario o sub-depositario o nell'interesse dei medesimi. Né è consentita la compensazione legale, giudiziale o convenzionale fra crediti vantati dal

depositario o sub-depositario nei confronti dell'intermediario o depositario e debito di restituzione relativo ai conti degli strumenti finanziari e somme di denaro dei clienti depositati presso terzi. Infine è fatto divieto ai soggetti abilitati, salvo consenso scritto dei clienti, di utilizzare nell'interesse proprio o di terzi strumenti finanziari e disponibilità liquide di pertinenza dei clienti, a qualsiasi titolo detenute (per le banche il divieto non si estende alle disponibilità liquide).

I contratti relativi alle prestazioni dei servizi d'investimento (ad eccezione della consulenza in materia di investimenti) devono poi rivestire *forma scritta* a pena di *nullità relativa*, nel senso che può esser fatta valere solo dal cliente, ed è parimenti soggetta a nullità relativa ogni pattuizione di rinvio agli usi per la determinazione del corrispettivo e di ogni altro onere a carico del cliente. In tali casi, anzi, la legge dispone in maniera eccessivamente rigorosa che «nulla è dovuto» (art. 23 t.u.fin.). La Consob, tuttavia, analogamente a quanto dispone per i contratti bancari il t.u.b., può, sentita la Banca d'Italia, con regolamento prevedere che, per motivate ragioni o in relazione alla natura professionale dei contraenti, particolari tipi di contratto possano o debbano essere stipulati in altra forma, ferma la nullità relativa in caso di inosservanza di tale altra forma.

Ai contratti aventi ad oggetto strumenti finanziari derivati o analoghi non si applica l'eccezione di gioco *ex art.* 1933 c.c. e nei giudizi risarcitori per danni cagionati ai clienti nell'espletamento dei servizi di investimento e accessori spetta al soggetto abilitato l'onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta.

A specifiche regole imperative, la cui violazione comporta pur sempre la nullità relativa, è sottoposto il servizio di gestione su base individuale di portafogli, servizio in cui il cliente affida all'intermediario un patrimonio di cui resta comunque titolare (normalmente disponibilità liquide ma anche strumenti finanziari) con l'intento di incrementarne il valore complessivo. Le re-

gole (art. 24 t.u.fin.) prevedono in particolare che:

a) il cliente può impartire istruzioni vincolanti in ordine alle operazioni da compiere;

b) il cliente può recedere in ogni momento dal contratto, mentre l'intermediario può recedere rispettando l'art. 1727 c.c. dettato per la rinuncia del mandatario;

c) la rappresentanza per l'esercizio dei diritti di voto inerenti gli strumenti finanziari gestiti può essere attribuita all'intermediario solo con procura scritta e per singola assemblea, nel rispetto di limiti e modalità sancite con regolamento del Ministro dell'Economia e delle Finanze sentite, la Banca d'Italia e la Consob.

7. Offerta fuori sede e promotori finanziari

Una modalità sollecitatoria dell'investimento in strumenti finanziari o della collocazione dei servizi di investimento particolarmente aggressiva e pericolosa per il risparmiatore è la cd. **offerta fuori sede**, cui può assimilarsi anche «la promozione e il collocamento mediante tecniche di comunicazione a distanza».

In particolare per offerta fuori sede (già in precedenza nota e regolata come vendita «porta a porta» o «a domicilio»; v. ora art. 30 t.u. fin.) si intendono promozione e collocamento presso il pubblico:

1) di strumenti finanziari in luogo diverso dalla sede legale o dalle dipendenze dell'emittente, o del proponente l'investimento o del soggetto incaricato della promozione o del collocamento;

2) di servizi e attività di investimento in luogo diverso dalla sede legale o dalle dipendenze del soggetto che presta, promuove o colloca il servizio o l'attività.

La disciplina di tutela del risparmiatore (che non trova applicazione quando il cliente sia un «cliente professionale», proprio perché si presume trattarsi di soggetto preparato e avveduto) si articola intorno a tre nuclei fondamentali: la riserva di attività a favore di soggetti abilitati, specifiche condizioni di

efficacia e di validità dei contratti relativi, la necessaria utilizzazione per tali offerte dei promotori finanziari.

L'offerta fuori sede è riservata solo a: 1) i soggetti autorizzati a svolgere il servizio di collocamento di strumenti finanziari previsto dall'art. 1, comma. 5°, lett. *c e c-bis* t.u.fin.; 2) s.g.r. e s.i.ca.v., ma limitatamente alle quote e alle azioni di o.i.c.r. (fondi comuni e s.i.ca.v.).

Le proposte contrattuali o i contratti, effettuate o conclusi fuori sede, aventi ad oggetto il collocamento di strumenti finanziari o di gestione di portafogli individuali, devono indicare a pena di nullità relativa (che può cioè esser fatta valere solo dal cliente) nei moduli o formulari la facoltà di recesso del cliente; l'efficacia di tali contratti come delle proposte è sospesa per la durata di sette giorni dalla data di sottoscrizione dell'investitore, termine entro cui egli può appunto comunicare il proprio recesso senza spese né corrispettivo all'intermediario abilitato o al promotore.

Per l'offerta fuori sede i soggetti abilitati a ciò devono avvalersi di **promotori finanziari**, persone fisiche che esercitano professionalmente l'offerta fuori sede come dipendenti, agenti o mandatari. L'attività di promotore finanziario è svolta esclusivamente nell'interesse di un solo soggetto. I promotori finanziari devono essere dotati di requisiti di onorabilità e professionalità, verificati i quali sono iscritti in un albo nazionale tenuto da un organismo costituito da associazioni professionali rappresentative dei promotori e dei soggetti abilitati e sottoposto alla vigilanza della Consob (art. 31 t.u.fin.).

La promozione e il collocamento di prodotti finanziari e di attività e servizi d'investimento mediante tecniche di comunicazione a distanza è disciplinata con regolamento Consob secondo principi analoghi a quelli previsti per l'offerta fuori sede. Per «tecniche di comunicazione a distanza» si intende «le tecniche di contatto» con la clientela, diverse dalla pubblicità, che non comportano la presenza fisica e simultanea del cliente e del soggetto offerente o di un suo incaricato (art. 32 t.u.fin.).

Sezione V: Organizzazione dei mercati mobiliari

1. I mercati secondari: mercati regolamentati e sistemi di negoziazione diversi dai mercati regolamentati

La raccolta del risparmio per l'investimento in prodotti e strumenti finanziari (e dunque in attività produttive) si attua dal punto di vista economico nella fase della emissione e del primo collocamento (*mercato primario*). Ma è evidente che il primo collocamento è tanto più agevole quanto più facile è la successiva negoziazione, onde disinvestire all'occorrenza ciò che in un primo momento si è inteso immobilizzare. Un efficiente **mercato secondario**, insomma, costituisce il necessario complemento del mercato primario (sulle due nozioni v. *supra*, in questo capitolo, sez. III, n. 2).

Ciò spiega perché tanto gli operatori quanto le pubbliche autorità hanno sempre avuto interesse a promuovere e/o organizzare mercati secondari efficienti per lo scambio dei titoli, apprestando idonee strutture di governo e di negoziazione e così agevolando un più sicuro e celere incontro della domanda e dell'offerta a tutela tanto degli emittenti quanto e soprattutto dei risparmiatori-investitori.

Generalmente il «mercato secondario organizzato» di strumenti finanziari prevede:

- accesso limitato a emittenti, strumenti e intermediari muniti di particolari requisiti (per emittenti e strumenti si parla di quotazione e per gli intermediari di soggetti abilitati);
- obblighi di trasparenza, a carico di emittenti e intermediari, particolarmente intensi;
- standardizzazione delle negoziazioni per tipologia, quantitativi e modalità esecutive;
- soggezione al governo e alla vigilanza di appositi organismi del mercato, con limitazione degli spazi di autonomia negoziale a tutela dei risparmiatori.

I primi mercati organizzati di titoli si possono far risalire alle antiche «fiere» del Bas-

so Medioevo (famoso quelle che si svolgevano periodicamente nella regione dello Champagne in Francia) e quindi alle «borse valori» sviluppatasi dal XVII secolo in poi (organizzate dapprima nei Paesi Bassi a Bruges ed Anversa, quindi anche a Parigi, Londra, ecc.).

La caratteristica principale di tali mercati organizzati è rappresentata dalla *concentrazione* spazio-temporale degli operatori e delle negoziazioni, in modo da favorire la circolazione delle informazioni e lo scambio dei titoli a prezzi trasparenti e perciò «giusti», da apprestare meccanismi regolatori per evitare spinte eccessivamente speculative e compilare un listino di prezzi segnaletici del «valore reale» del bene scambiato. Il principio di concentrazione è tuttavia soggetto a differenti gradi e modalità di attuazione, secondo il livello di evoluzione tecnica dei mercati e le teorie economiche prevalenti.

Nel contesto storico delle prime borse valori (e sino a tempi anche recenti) la concentrazione è stata tanto di tipo temporale quanto di tipo spaziale. Nei contemporanei contesti economici caratterizzati da tecniche di trasmissione informatica dei dati fra luoghi diversi e in tempi reali, la concentrazione può ridursi al solo profilo temporale, non richiedendo la compresenza spaziale degli operatori.

Nel nostro ordinamento i mercati organizzati di titoli o valori mobiliari si sono sviluppati come mercati fortemente *regolamentati* dalle pubbliche autorità, a differenza di quanto accaduto nei paesi anglosassoni: le «borse valori», istituite per regio decreto e poi per decreto del Presidente della Repubblica presso le Camere di Commercio delle antiche capitali degli staterelli preunitari, si sono per lungo tempo caratterizzate come *pubblico servizio*, al pari per esempio del sistema scolastico o del sistema sanitario statale e sul modello francese introdotto dalla legislazione napoleonica. Attualmente prevale invece il *modello privatistico* di origine anglosassone, ove i mercati vengono organizzati

da associazioni o società di diritto privato, modello tuttavia integrato da una estesa vigilanza delle pubbliche autorità.

Il t.u.fin., a seguito del recepimento della Direttiva MIFID, distingue tra **mercati regolamentati** (artt. 61-77 t.u.fin.) e **sistemi di negoziazione diversi dai mercati regolamentati** (artt. 77-*bis*–79 t.u.fin.), non essendo più disciplinati *i mercati non regolamentati* che secondo la previgente disciplina costituivano «scambi organizzati di strumenti finanziari» per i quali era prevista la vigilanza della pubblica autorità sul loro andamento.

I **mercati regolamentati** sono tali in quanto *autorizzati o riconosciuti* dalla Consob, che li iscrive in apposito elenco, e in quanto corrispondenti ai requisiti richiesti dalla legge. La nozione, in verità, deriva dal processo di armonizzazione comunitaria che ha portato da un lato alla liberalizzazione dei servizi di investimento e di stabilimento delle relative imprese e dall'altro lato al *mutuo riconoscimento* dei mercati mobiliari presenti nei paesi dell'Unione. La direttiva 93/22/CEE definisce mercato regolamentato quello che sia iscritto in un elenco speciale tenuto dallo Stato d'origine, funzioni in modo regolare, sia sottoposto a norme regolamentari di accesso e funzionamento elaborate o approvate dalle competenti autorità, prescriva obblighi di trasparenza e informazione.

I **sistemi di negoziazione diversi dai mercati regolamentati** disciplinati dal t.u.fin. comprendono i «sistemi multilaterali di negoziazione» e gli «internalizzatori sistematici».

Per «sistemi multilaterali di negoziazione» si intende la gestione di sistemi multilaterali che consentono l'incontro, al loro interno ed in base a regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti (art. 1, comma 5-*octies* t.u.fin.).

La Consob, che ha la vigilanza sul rispetto delle regole e delle procedure adottate dai sistemi multilaterali di negoziazione, individua con proprio regolamento i requisiti minimi di funzionamento degli stessi e può

richiedere ai soggetti che gestiscono tali sistemi l'esclusione o la sospensione degli strumenti finanziari dalle negoziazioni acquisendo in merito tutte le informazioni utili (art. 77-*bis* t.u.fin.). La vigilanza sull'efficienza e sul buon funzionamento dei sistemi multilaterali di scambio di depositi monetari in euro e sui soggetti gestori è esercitata da Banca d'Italia (art. 79 t.u.fin.).

L'«internalizzatore sistematico» è definito come il soggetto che in modo organizzato, frequente e sistematico negozia per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione.

La Consob disciplina con regolamento i criteri per l'individuazione degli internalizzatori sistematici e i loro obblighi in materia di pubblicazione di quotazioni, esecuzione di ordini e accesso alle quotazioni e può chiedere agli internalizzatori sistematici l'esclusione o la sospensione degli scambi sugli strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni sui mercati regolamentati e per i quali essi risultano internalizzatori sistematici (art. 78 t.u.fin.).

2. I mercati regolamentati e la società di gestione del mercato

Si è già sottolineato che l'organizzazione dei mercati regolamentati è stata sottoposta a radicali innovazioni nel nostro ordinamento, sia perché ne è mutata la configurazione o natura giuridica sia perché ne è stata modificata la struttura.

I mercati istituiti dallo Stato come *pubblici servizi* – le cui negoziazioni erano riservate al monopolio di una speciale categoria di intermediari qualificati come pubblici ufficiali (gli *agenti di cambio*) e si svolgevano con il sistema delle «grida» in un luogo fisico concentrato secondo una disciplina risalente sino a qualche anno fa ancora alla l. n. 272 del 1913 – sono ora diventati *impresa* esercitata da una apposita società per azioni di diritto privato, sia pure con regole speciali e autorizzata dalla Consob.

L'art. 61 t.u.fin. esordisce disponendo che

«l'attività di organizzazione e gestione di mercati regolamentati di strumenti finanziari ha carattere di **impresa** ed è esercitata da società per azioni, anche senza scopo di lucro (società di gestione)». La *società di gestione del mercato* è dunque il soggetto principale del processo di **privatizzazione** della borsa valori, e in generale dei mercati regolamentati, che si è attuato nel nostro paese.

La pubblica autorità ha certo compiti importanti, autorizzatori, regolamentari e informativo-ispettivi. In particolare la

Consob:

a) autorizza l'esercizio dei mercati regolamentati, verificando che in capo alla società di gestione sussistano i requisiti di capitale e oggetto sociale, di onorabilità e professionalità degli esponenti (amministratori, direttori, sindaci) e di onorabilità dei partecipanti qualificati al capitale sociale e che il regolamento del mercato sia conforme alla disciplina comunitaria ed idoneo ad assicurare la trasparenza del mercato, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori;

b) iscrive i mercati in un elenco, ove pure in apposita sezione iscrive – senza autorizzarli – i mercati regolamentati riconosciuti a livello comunitario; approva altresì le modifiche del regolamento del mercato;

c) stabilisce con regolamento: il capitale minimo e le attività connesse e strumentali della società di gestione; le modalità di registrazione di tutte le operazioni compiute su strumenti finanziari presso la società di gestione e termini e modalità con cui gli intermediari che svolgono servizi di investimento su strumenti ammessi al mercato devono comunicare alla Consob le operazioni eseguite;

d) dichiara l'insolvenza di mercato dei soggetti ammessi alle negoziazioni e dei partecipanti ai servizi o ai sistemi di compensazione e liquidazione delle operazioni su strumenti finanziari (non derivati o derivati), secondo le regole previste dal t.u.fin.;

e) vigila sulla società di gestione, avvalendosi di poteri ispettivo-informativi, iscrivendola in un albo, verificando che le modifiche statutarie siano conformi ai requisiti ri-

chiesti dalla legge e che la regolamentazione del mercato sia idonea ad assicurare l'effettivo conseguimento delle finalità di trasparenza, ordinato svolgimento delle negoziazioni e tutela degli investitori, nonché prescrivendo eventuali modifiche idonee ad eliminare le disfunzioni riscontrate;

f) vigila sui mercati regolamentati, in generale, per assicurarne la trasparenza, l'ordinato svolgimento e la tutela degli investitori, esercitando poteri ispettivi, informativi e anche sostitutivi rispetto alla società di gestione.

La **società di gestione** del mercato, che è società per azioni di diritto speciale, deve avere – come si è detto – capitale minimo e oggetto sociale come definito per legge e regolamento Consob; esponenti muniti di requisiti di onorabilità e professionalità; partecipanti qualificati al capitale, secondo soglie determinate con decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze, muniti di requisiti di onorabilità.

Quanto ai compiti della società di gestione, essa:

a) adotta, con deliberazione dell'assemblea ordinaria (o del consiglio di sorveglianza) soggetta a verifica Consob, il regolamento del mercato che ne disciplina organizzazione e gestione pur sempre nell'ambito di un contenuto minimo disposto dalla legge. Il regolamento infatti determina in ogni caso: condizioni e modalità di ammissione esclusione e sospensione di operatori e strumenti finanziari dalle negoziazioni; condizioni e modalità di svolgimento delle negoziazioni ed eventuali obblighi di operatori ed emittenti; formazione del listino (modalità di accertamento, pubblicazione e diffusione dei prezzi); tipi di contratti e quantitativi minimi ammessi;

b) predispone le strutture, fornisce i servizi del mercato e determina i corrispettivi ad essa dovuti;

c) adotta tutti gli atti necessari per il buon funzionamento del mercato e verifica il rispetto del regolamento;

d) dispone l'ammissione, l'esclusione e la sospensione degli strumenti finanziari e degli operatori dalle negoziazioni;

e) comunica alla Consob le violazioni del regolamento e le iniziative assunte;

f) provvede agli altri compiti ad essa eventualmente affidati dalla Consob.

Attualmente nel nostro Paese esiste (dal 1997) la Borsa Italiana s.p.a., autorizzata dalla Consob ad organizzare e gestire – come da relativo regolamento – numerosi mercati:

a) la Borsa valori articolata in comparti:
 a1) Mercato telematico azionario, a sua volta suddiviso – sulla base dei requisiti delle società emittenti e dei titoli – nei seguenti: l'MTA-blue chips (per i titoli a più elevata capitalizzazione di borsa), lo STAR (Segmento Titoli ad Alti Requisiti); l'Ordinario (per tutti gli altri titoli azionari); l'MTF (in cui si negoziano quote di Fondi chiusi e titoli simili); a2) il Mercato dei Covered Warrant (MCW); a3) il Mercato After Hours (IAM) per la negoziazione oltre l'orario di chiusura della borsa; a4) il Mercato Telematico delle Obbligazioni e Titoli di Stato (MOT); a5) il Mercato Telematico delle Euroobbligazioni, obbligazioni di emittenti esteri e asset backed securities (EuroMOT);

b) il Mercato dei derivati azionari (IDEM), su cui sono negoziati i contratti derivati (*futures* e *options*) sia su indici che su singoli titoli, di cui all'art. 1, comma 2° t.u.fin.;

c) il Nuovo Mercato, dedicato alle imprese ad elevato potenziale di crescita che operano in settori innovativi.

Sui mercati la negoziazione avviene non più col sistema delle «grida» in una apposita area (*corbeille*) ove fisicamente si riunivano gli operatori, bensì con il *sistema telematico* e cioè con una rete di terminali di computer che collega fra loro tutti gli operatori sull'intero territorio nazionale, superando così non solo la necessità della concentrazione fisica ma anche la frammentazione delle preesistenti e spesso insignificanti piazze di borse locali.

Al mercato della **borsa valori** vengono ammessi a quotazione strumenti finanziari (azioni, obbligazioni, «warrants» ecc.) muniti di requisiti generali e specifici. Per l'ammissione delle azioni, per esempio, si richiede una prevedibile capitalizzazione di borsa di almeno quaranta milioni di euro, una suffi-

ciente diffusione dei titoli tra il pubblico pari ad almeno il 25% del capitale, la libera trasferibilità dei titoli e l'attribuzione del diritto di voto nelle assemblee ordinarie; l'emittente inoltre deve aver pubblicato e depositato i bilanci, anche consolidati, di cui almeno l'ultimo con giudizio positivo del revisore, deve dimostrare di esercitare un'attività d'impresa che genera ricavi. La quotazione avviene su domanda dell'emittente, previa delibera dell'organo sociale competente, e se non ha già titoli quotati deve essere assistito da uno *sponsor* (banca o altro intermediario finanziario) negli adempimenti volti alla quotazione.

La negoziazione tramite il sistema telematico si realizza secondo la tecnica della «contrattazione continua» e per «contanti», e nella giornata successiva si pubblica un «listino di borsa» contenente fra l'altro l'indicazione del *prezzo ufficiale* di ciascun titolo, quale media ponderata derivante da tutti i contratti conclusi nella giornata.

Non tutti i mercati di strumenti finanziari sono soggetti alla disciplina sin qui riassunta. I **mercati all'ingrosso dei titoli di Stato** (MtS) sono disciplinati e autorizzati dal Ministro dell'Economia e delle Finanze, sentita la Banca d'Italia e la Consob. Banca d'Italia e Ministero, peraltro, sono ammessi di diritto alle negoziazioni (art. 66 t.u.fin.) e alla Banca d'Italia compete la vigilanza su tali mercati e sulle relative società di gestione (art. 76 t.u.fin.).

Regole particolari sono infine dettate per i «sistemi di garanzia dei contratti», con la costituzione di fondi di garanzia per la loro esecuzione alimentati da versamenti effettuati dai relativi partecipanti (art. 68 t.u.fin.); per la compensazione e liquidazione delle operazioni su strumenti finanziari non derivati (art. 69) e su strumenti derivati (art. 70 t.u.fin.). Su tutti questi sistemi si esercita la vigilanza della Banca d'Italia e della Consob (art. 77 t.u.fin.).

Per agevolare poi la circolazione degli strumenti finanziari viene ridisegnata la disciplina della **gestione accentrata di strumenti finanziari** che razionalizza il cd. sistema della Monte Titoli, eliminandone peraltro il

monopolio, e dettando anche regole di «dematerializzazione» sostanziale (su questi profili si rimanda alla parte del manuale in cui essi vengono trattati)

3. La tutela penale del mercato: manipolazione del mercato e abuso di informazioni privilegiate

La disciplina dell'intermediazione mobiliare, degli emittenti e del mercato mobiliare è rafforzata da sanzioni amministrative e penali che perseguono l'abusivo esercizio dello svolgimento dei servizi di investimento, di gestione collettiva del risparmio e di promotore finanziario, la gestione infedele e la confusione di patrimoni, l'ostacolo alla vigilanza delle autorità, le false comunicazioni e quant'altro indicato negli artt. 166-196 t.u.fin.

Di particolare rilievo è la normativa che persegue come *delitti* taluni comportamenti manipolativi dei prezzi degli strumenti finanziari nei mercati regolamentati. Questi, infatti, assolvono correttamente alla loro funzione di agevolare lo scambio degli strumenti finanziari a «prezzi giusti», sempre che operazioni manipolative non ne alterino il regolare andamento. Le manipolazioni del mercato possono essere le più varie, ma possono in particolare riguardare le *informazioni* su titoli ed emittenti artatamente diffuse in modo alterato ovvero possedute da taluno per una particolare posizione rivestita e utilizzate a proprio o altrui profitto e in danno della generalità dei risparmiatori. Il presupposto della repressione penale di tali comportamenti è la necessità di garantire *parità di condizioni agli operatori del mercato*, secondo i principi noti da tempo nei mercati anglosassoni del *market egalitarianism*.

Già il codice penale reprimeva e reprime l'*aggiotaggio di borsa*, e cioè la divulgazione di notizie false esagerate o tendenziose ovvero l'utilizzazione di artifici idonei ad alterare il regolare andamento delle quotazioni di borsa (art. 501 c.p.).

Con il recepimento della Direttiva comunitaria in materia di abusi di mercato sono

stati introdotti i reati di «manipolazione del mercato» e di «abuso di informazioni privilegiate», applicabili ai fatti concernenti strumenti finanziari ammessi alla negoziazione nei mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'U.E. e anche – ove attengano a strumenti negoziati presso mercati regolamentati italiani o presso sistemi multilaterali di negoziazione italiani – se commessi all'estero (art. 182 t.u.fin.).

Ricorre **manipolazione del mercato** a carico di chiunque diffonda notizie false o pone in essere operazioni simulate o altri artifici concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari (art. 184.t.u.fin.).

Sussiste invece **abuso di informazioni privilegiate** – noto anche come reato di *insider trading* – a carico di chiunque, essendo in possesso di informazioni privilegiate in ragione della sua qualità di membro di organi di amministrazione, direzione o controllo dell'emittente, della partecipazione al capitale dell'emittente, ovvero dell'esercizio di un'attività lavorativa, di una professione o di una funzione, anche pubblica, o di un ufficio:

a) acquista, vende o compie altre operazioni, direttamente o indirettamente, per conto proprio o per conto di terzi, su strumenti finanziari utilizzando le informazioni privilegiate;

b) comunica tali informazioni ad altri, al di fuori del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio;

c) raccomanda o induce altri, sulla base di esse, al compimento di taluna delle predette operazioni.

Trattasi, dunque, di *reato proprio*, che è commesso da chi riveste una specifica qualificazione che gli consente o agevola il possesso di informazioni rilevanti prima che siano divenute di pubblico dominio, e che potrebbero, se utilizzate o comunicate, portare un vantaggio. Si intende per «informazione privilegiata», infatti, un'informazione di carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti strumenti finanziari o uno o più strumenti finanzia-

ri, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari (art. 181 t.u.fin.).

È importante sottolineare che in relazione a tali illeciti è attribuito un potere di indagine alla Consob: il pubblico ministero, quando ha notizia di taluno dei suddetti reati, ne informa senza ritardo il Presidente della Consob. Quest'ultima compie autonomamente gli accertamenti di violazioni amministrative, avvalendosi dei poteri d'indagine a essa attribuiti nei confronti dei soggetti sottoposti alla sua vigilanza. Ma può anche, nei confronti di chiunque appaia informato dei fatti e nel rispetto delle norme di procedura penale, richiedere notizie dati o documenti stabilendo il termine per la comunicazione, procedere all'audizione degli interessati redigendone il processo verbale. Può inoltre, previa autorizzazione del Procuratore della Repubblica, procedere al sequestro di beni, a perquisizioni, all'acquisizione di dati relativi al traffico delle reti di comunicazione. Infine, può avvalersi della collaborazione delle pubbliche amministrazioni e del sistema informativo dell'anagrafe tributaria e della Centrale Rischi della Banca d'Italia. Terminati gli accertamenti, il Presidente della Consob trasmette con propria relazione motivata tutta la documentazione raccolta al pubblico ministero nel caso in cui emergano elementi che facciano presumere la sussistenza di un reato (artt. 187-decies – 187-quaterdecies t.u.fin.) e promuove l'applicazione di sanzioni amministrative per eventuali illeciti accertati.

INDICAZIONI BIBLIOGRAFICHE

I. Sulla parte del d.lgs. n. 58/1998 trattata nel capitolo si possono vedere, quale globale commento alla nuova normativa del mercato mobiliare i contributi dovuti a diversi autori in: RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il Testo Unico della intermediazione finanziaria*, Milano, 1998; ALPACAPRIGLIONE (a cura di), *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, I-III, Padova, 1998; MARCHETTI-BIANCHI, *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza*, Milano, 1999; CAMPOBASSO (a cura di), *Il Testo Unico dell'intermediazione finan-*

ziaria, Torino, 2000; COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2008; ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2008; FOSCHINI, *Il diritto del mercato finanziario*, Milano, 2008; GALGANO-ROVERSI MONACO (a cura di), *Le nuove regole del mercato finanziario*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, vol. 52°, Padova, 2009. In particolare sul recepimento della Direttiva MIFID v. NIGRO, *La nuova regolamentazione dei mercati finanziari: i principi di fondo delle direttive e del regolamento MIFID*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2007, p. 3 e ss.; RINALDI, *Il Decreto MIFID ed i regolamenti attuativi: principali cambiamenti*, in *Le Società*, 2008, p. 13 e ss.

II. Sulla vigilanza delle pubbliche autorità v. FORTUNATO, *I controlli amministrativi sulle società*, in *Riv. soc.*, 1998, p. 407.

La disciplina dell'organizzazione e delle funzioni della Consob è illustrata da CARDI-VALENTINO, *L'istituzione Consob. Funzioni e struttura*, Milano, 1993; da JANNUZZI, *La Consob*, Milano, 1990; e da MINERVINI, *La Consob. Lezioni di diritto del mercato finanziario*, Napoli, 1989.

Per la revisione legale dei conti v. FORTUNATO, *La certificazione del bilancio*, Napoli, 1985; BUSSOLETTI, *Le società di revisione*, Milano, 1985; A. ROSSI, *Revisione contabile e certificazione obbligatoria*, Milano, 1985; BUSSOLETTI-BAZZONI, *La disciplina della revisione dei conti*, Milano, 1993. V. altresì REDAELLI, *Società di revisione*, in *Digesto comm.*, XIV, Torino, 1997; VALENSISE, *La responsabilità delle società di revisione. Considerazioni dopo le prime pronunzie giurisprudenziali*, in *Giur. comm.*, 1996, II, p. 497; FORTUNATO, *Collegio sindacale e società di revisione nelle «società con azioni quotate»*, in *Riv. dott. comm.*, 1991, p. 1; ID., *La società di revisione*, in *Giur. comm.*, 1998, I, p. 809; CARATOZZOLO, *Le norme sulla revisione contabile nel regolamento emittenti della Consob*, in *Le società*, 1998, p. 1266 e 1381 ss.; QUATTROCCHIO-GALLIA-SANZO, *Corporate Governance. La nuova disciplina delle società quotate in mercati regolamentati – Revisione contabile*, in *Giur. it.*, 1998, p. 2216; VELLA, *I controlli interni e la revisione contabile nella riforma delle società non quotate*, in *Dir. Banca, fin.*, 2001, p. 19 e FORTUNATO, *I controlli nella riforma delle società*, in *Le società*, 2003, 2-bis, p. 303.

III. Fermo il rinvio alle opere generali citt. *sub I*, sugli strumenti finanziari v., con riferimento al d.lgs. n. 415/1996 c.d. Eurosim, CARBONETTI, *Dai «valori mobiliari», agli «strumenti finanziari»* in *Riv. soc.*, 1996, p. 1103 e ss.; R. LENER, *Strumenti finanziari e servizi di investimento*.

Profili generali, in *Banca borsa*, 1997, I, p. 326 ss.; BOCHICCHIO, *Gli strumenti finanziari nella teoria dei titoli di massa: continuità a rottura?*, in *Dir. fall.*, 1997, I, p. 1068 e ss. e poi BESSONE, *Strumenti finanziari, «prodotti finanziari» e appello al pubblico risparmio*, in *Arch. civ.* 2002, p. 881;

In tema di sollecitazione all'investimento v. ANELLO-RIZZINI BISINELLI, *D.Lgs. 58/1998. Sollecitazione all'investimento e offerta pubblica di acquisto*, in *Le società*, 1998, p. 542 e ss.; RORDORF, *Sollecitazione all'investimento: poteri della Consob e tutela degli investitori*, in *Foro it.*, 2001, VI, p. 266.

Sullo specifico tema della responsabilità per omessa vigilanza cfr. PERRONE, *Falsità del prospetto e responsabilità civile della Consob*, in *Banca borsa*, 2002, II, p. 19.

In tema di OPA, ai riferimenti e ai commentari citt. adde MEO, *Gli incroci azionari e la riforma dell'opa*, in *Riv. soc.*, 1998, p. 530 e ss.; CARBONETTI, *La nuova disciplina delle offerte pubbliche di acquisto*, in *Riv. soc.*, 1998, p. 1352 e ss.; WEIGMANN, *La nuova disciplina delle OPA*, in AA. Vv. *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998, p. 197 ss.; G. ROMAGNOLI, *Le norme su OPA e OPS nel regolamento Consob sugli emittenti*, in *Le società*, 1998, p. 1253 ss.; CALLEGARI, *Corporate governance ecc. Offerte pubbliche di acquisto o di scambio*, in *Giur. it.*, 1998, p. 435 ss.; BESSONE, *Opa e opas. Uno sguardo di sintesi alle discipline della sollecitazione al disinvestimento*, in *Arch. Civ.*, 2002, p. 997; CHIAPPETTA-D'AMBROSIO, *Opa e discipline del procedimento*, in *Riv. soc.*, 2001, p. 449; e in prospettiva transnazionale, ENRIQUES, *Le proposte del «Gruppo di alto livello di esperti di diritto societario» in tema di OPA*, in *Giur. comm.*, 2002, I, p. 115.

IV. Sull'informazione societaria, fermo ancora il rinvio alle indicazioni generali *sub I*, v., con riguardo all'allora emanando Testo unico, COSTI, *L'informazione societaria e i mercati regolamentati*, in *Le società*, 1998, p. 878; e poi ANNUNZIATA, *Informazione societaria*, in *Le società*, 1999, p. 398 e 520.

Sulle società di gestione del risparmio cfr. R. LENER e GALANTE, *D.Lgs. n. 58/1998. Prime riflessioni sulle s.g.r.*, in *Le società*, 1998, p. 530 e ss.; R. LENER, *Le società di gestione del risparmio nel regolamento Consob di attuazione del T.U.F.*, in *Le società*, 1998, p. 1121 e ss.; BATTIGAGLIA-PANTANO, *Società di gestione del risparmio: il provvedimento emanato dalla Banca d'Italia*, in *Le società*, 1998, p. 1124 e ss.; BISOGNI, *I modelli organizzativi della S.G.R. nella prestazione del servizio di gestione collettiva*, in *Le società*, 1998, p. 1137 e ss. Sulla

gestione collettiva del risparmio v. GALANTE, *La gestione collettiva alla luce dei regolamenti Consob e Banca d'Italia*, in *Le società*, 1998, p. 1131 e ss.

Si vedano altresì COSTI, *Risparmio gestito e governo societario*, in *Giur. comm.*, 1998, I, p. 313 e ss.; VELLA, *«Attivismo» degli investitori istituzionali e riforma del diritto societario*, in *Banca impresa società*, 1998, p. 363 e ss.

In tema di fondi comuni di investimento utile è il riferimento ad ASSOGESTIONI, *L'attuazione delle direttive CEE in materia di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari*, in *Quaderni di documentazione e ricerca*, n. 9., Roma, 1992; MORANO, *Le nuove regole sui fondi comuni di investimento mobiliare*, in *Le società*, 1992, p. 458 e ss.; ANNUNZIATA, *Gestione collettiva del risparmio e nuove tipologie di fondi comuni di investimento*, in *Riv. soc.*, 2000, p. 350; COLAVOLPE, *Fondi comuni di investimento: le recenti modifiche al D.M. 24 maggio 1999*, n. 228, in *Le società*, 2003, p. 1030.

Relativamente alle s.i.c.a.v. v. R. LENER, *Le società di investimento a capitale variabile*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da Colombo e Portale, 10, I, Torino, 1993, p. 139 e ss.

In tema di fondi pensione v. AA. Vv., *Previdenza integrativa e fondi pensione*, in *Assic.*, fasc. speciale allegato al n. 4/1997; VOLPE PUTZOLU, *I fondi pensioni aperti*, in *Banca borsa*, 1996, I, p. 320 e ss.; ID., *Fondi pensione: responsabilità e garanzie*, in *Assic.*, 1994, I, p. 223 e ss.; PORTA, *I fondi pensione e il mercato mobiliare italiano. Le prospettive aperte dalla recente normativa sulla previdenza complementare*, in *Riv. soc.*, 1995, p. 1266; A. PATRONI GRIFFI, *Organi dei fondi pensione: nomina e poteri (fra diritto transitorio e disciplina «a regime»)*, in *Dir. banca merc. fin.*, 1997, I, p. 1 e ss.; RIGHINI, *La responsabilità per la gestione dei fondi pensione*, in *Banca impresa società*, 1998, p. 433 e ss.; SCOZZAFAVA, *Fondi pensione e mercato finanziario nel sistema della nuova previdenza complementare*, in *Vita notar.*, 2001, p. 1174.

Sui servizi di investimento v., anche con riferimento alla direttiva 93/22 e al d.lgs. n. 415/1996, ENRIQUES, *Dalle attività di intermediazione mobiliare ai servizi di investimento*, in *Riv. soc.*, 1998, p. 1013 e ss.; ANNUNZIATA, *La nuova disciplina dei servizi di investimento: profili societari*, in *Riv. soc.*, 1996, p. 1121 e ss.; COSSU, *La «gestione di portafogli di investimento» tra diritto di contratti e diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2002. In tema di s.i.m. v. CERA, *Lo statuto speciale delle società di intermediazione mobiliare nel d.lgs. 23 luglio 1996 n. 415*, in *Banca borsa*, 1997, I, p. 710 e ss.; SCOTTI CAMUZZI, *I conflitti d'interessi fra intermediari finanziari e*

clienti nella direttiva MIFID, in *Banca borsa*, 2007, I, p. 121 e ss.; FORTUNATO, *Conflitto d'interessi e disciplina degli inducements*, in *Banca borsa*, 2009, I, p. 136 e ss.. Per la disciplina dei contratti v. ALPA e GAGGERO, *D.Lgs. 58/1998. Profili della tutela del Consumatore*, in *Le società*, 1998, p. 520 e ss.; PONTIROLI-DUVIA, *Il formalismo nei contratti dell'intermediazione finanziaria ed il recepimento della MIFID*, in *Giur. comm.*, 2008, I, p. 151 e ss.; per rilievi sulla forma e la sanzione di nullità FERRO-LUZZI, *L'assetto e la disciplina del risparmio gestito*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, I, p. 191 e ss. Per l'offerta fuori sede v. ZITIELLO, *Offerta fuori sede, promotori finanziari e collocamento a distanza nel reg. Consob n. 11522*, in *Le società*, 1998, p. 1144 e ss.; spunti tuttora attuali anche in A. PATRONI GRIFFI, *Il «decreto Eurosim» e l'offerta fuori sede di strumenti finanziari e di servizi di investimento*, in *Giur. comm.*, 1997, I, p. 5 e ss.; TUCCI, *Clausole vessatorie o abusive e disciplina dei contratti di investimento*, in *Rass. dir. civ.*, 1999, p. 131; NEGRO, *L'offerta fuori sede di «prodotti diversi» dagli strumenti finanziari e dei servizi di investimento*, in *Banca borsa*,

2001, I, p. 663; ENRIQUES, *Servizi di investimento, offerta a distanza e appello al pubblico risparmio mediante Internet*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2003, I, p. 26 e ss.

V. Fermo il rinvio alle opere generali citt. *sub* I, in tema di mercati regolamentati v. VELLA, *L'autoregolamentazione nella disciplina dei mercati mobiliari: il modello italiano*, in *Banca impresa società*, 1997, p. 1 e ss.; BESSONE, *I mercati mobiliari*, Milano, 2002.

Sui profili sanzionatori v. per tutti SGUBBI, *Le sanzioni*, in AA. VV., *La riforma delle società quotate*, Milano 1998, p. 293 e ss.; VALENTI, *D.Lgs. 58/1998. Il sistema delle sanzioni penali e amministrative*, in *Le società*, 1998, p. 566. PEDERZINI (a cura di), *La disciplina degli abusi di mercato (L. 18 aprile 2005, n. 62)*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2007, p. 973 e ss.; SEMINARA, *Disclose or abstain? La nozione di informazione privilegiata tra obblighi di comunicazione al pubblico e divieti di insider trading: riflessioni sulla determinatezza delle fattispecie sanzionatorie*, in *Banca borsa*, 2008, I, p. 331 e ss.