



CAMMINO DIRITTO

Rivista di informazione giuridica
<https://rivista.camminodiritto.it>



I SERVIZI DI INVESTIMENTO

Nozioni introduttive riguardo alla disciplina dei servizi e delle attività d'investimento ai sensi del Testo Unico dell'intermediazione finanziaria

di **Francesco Rizzello**

IUS/04 - DIRITTO COMMERCIALE

Articolo divulgativo - ISSN 2421-7123

Direttore responsabile

Raffaele Giaquinto

Publicato, Martedì 21 Marzo 2017

Sommario: 1. Introduzione; 2. Strumento finanziario; 3. Servizi e attività d'investimento.

1. Introduzione

La disciplina dei servizi e delle attività d'investimento contenuta all'interno del Testo Unico dell'intermediazione finanziaria (d. lgs. 24.2.1998, n. 58) è il prodotto del recepimento della Direttiva 2004/39/CE e delle conseguenti misure di secondo livello (c.d. MiFID), avvenuto con d. lgs. 17.9.2007, n. 164. Le disposizioni ivi contenute rivestono una grande importanza pratica, in quanto costituiscono la regolamentazione dei servizi prestati dall'intermediario all'investitore. Quest'ultimo può essere un c.d. cliente retail, oppure una controparte qualificata. Per la prima tipologia si prevede, in un'ottica chiaramente paternalistica e consapevole degli avvenimenti che hanno interessato le relazioni tra questi due soggetti negli ultimi decenni, un assetto di regole volte a **prevenire eventuali abusi** da parte dell'intermediario finanziario, al cospetto del quale il cliente non può che essere qualificato come controparte debole, e pertanto titolare di uno status giuridico che legittima e, anzi, richiede una sua rigorosa tutela in una cornice negoziale che lo vede in una posizione nettamente deteriore sia dal punto di vista giuridico, sia da quello economico. A tale scopo sono dettate, in ambito regolamentare, le regole di adeguatezza ed appropriatezza previste nel Regolamento Intermediari emanato dalla Consob, rispettivamente all'art. 39 e 41 (adottato con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007). La prima si applica qualora venga prestata una consulenza in materia di investimenti o un servizio di gestione di portafoglio, mentre la seconda ha in tale ottica una portata residuale, e si applica a tutti i servizi diversi dalla consulenza e dalla gestione di portafoglio. La necessità di tutelare il cliente non professionale sorge in primo luogo in seguito all'importante contenzioso civilistico sorto all'indomani dei “crac” nazionali (Parmalat, Cirio, “bond” Argentina ecc.), noto come contenzioso relativo al c.d. risparmio tradito, ed, in secondo luogo, a seguito della crisi finanziaria globale del 2008.

2. Strumento finanziario

La nozione di strumento finanziario è contenuta all'art. 1, co. 2 T.U.F. È utile suddividere la nozione in due tipologie, da una parte gli **strumenti finanziari diversi dai derivati**, e dall'altra gli **strumenti finanziari derivati**. Per “strumenti finanziari” (diversi dai derivati) si intendono: a) valori mobiliari; b) strumenti del mercato monetario; c) quote di un organismo di investimento collettivo del risparmio (OICR). I primi rappresentano categorie di valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali, quali, a titolo esemplificativo, azioni di società o titoli equivalenti, obbligazioni e altri titoli di debito, e comunque qualsiasi altro titolo normalmente negoziato che permette di acquisire o vendere valori mobiliari. Il tratto comune a tutte le tipologie summenzionate è la idoneità a formare oggetto di negoziazione sul mercato dei capitali. Bisogna precisare che la nozione di “mercato dei capitali” include, ma non coincide con i mercati regolamentati. In

ultima battuta, qualora non sia presente il criterio della trasferibilità, ossia il titolo non sia negoziabile sul mercato dei capitali, non saremo in presenza di uno strumento finanziario. È da ricordare, peraltro, che per quanto l'elencazione che riporta gli strumenti finanziari sia tassativa, è dato al Ministro dell'economia e delle finanze il potere, ex art. 18, co. 5 T.U.F., di integrare l'elenco “al fine di tenere conto dell'evoluzione dei mercati finanziari e delle norme di adattamento stabilite dalle autorità comunitarie”, con il che si prende atto del carattere fortemente dinamico del contesto economico all'interno del quale operano gli strumenti giuridicamente definiti dal Testo Unico, come anche dell'ipertrofia legislativa che caratterizza l'operato del legislatore comunitario in questo settore. Gli strumenti finanziari derivati possono a loro volta essere suddivisi in tre macro-categorie. Vi sono anzitutto i derivati finanziari, i quali hanno come sottostante attività o indicatori tipicamente finanziari, quali tassi d'interesse, valori mobiliari, valute, indici o misure finanziarie. Si può trattare di contratti standardizzati (“future”), swap, di opzione, a termine. La seconda macro-area è identificabile nei derivati su merci. Per “merci” si intende qualsiasi bene fungibile che possa formare oggetto di scambio. Inoltre, devono presentare indici di finanziarietà, anziché essere riferiti prevalentemente alla scambio del bene sottostante (ad esempio, un indice di finanziarietà può ricavarsi dalla negoziazione su mercati regolamentati e dalla loro esecuzione mediante stanze di compensazione).

Infine vi sono i derivati “esotici”. In questa categoria si rinvengono tutte le tipologie possibili di strumenti derivati, riferiti a attività, grandezze, parametri, diversi dalle merci e dalle attività finanziarie. Un esempio è fornito dai derivati per il trasferimento del rischio di credito (tipologia CDS: credit default swap). I derivati prettamente “esotici” possono invece avere come sottostante i più svariati fattori, come le variabili climatiche, le tariffe di trasporto, i tassi d'inflazione ecc.).

3. Servizi e attività d'investimento I servizi e le attività d'investimento sono elencati all'art. 1, co. 5 T.U.F. Procedendo con ordine, il primo servizio menzionato dalla norma è la “negoziazione per conto proprio”. Consiste nell'attività di acquisto e vendita di strumenti finanziari, in contropartita diretta e in relazione a ordini dei clienti”. L'acquisto e la vendita avvengono sul mercato c.d. secondario (quindi non in sede di emissione) e trovano la loro concretizzazione nella stipulazione di contratti con gli intermediari. Un tratto caratterizzante questa figura è il riferimento alla contropartita diretta, il che significa che l'operazione impegna o va ad incidere sul patrimonio proprio dell'intermediario, sul quale si rifletteranno anche i risultati dell'operazione stessa. Infine, il riferimento della nozione al fatto che il servizio venga posto in essere in relazione a ordini dei clienti ha per conseguenza di escludere dall'ambito di applicazione della disciplina le attività di negoziazione poste in essere al solo fine di soddisfare esigenze proprie del soggetto investitore. Segue la “esecuzione di ordini per conto dei clienti”. Nell'ambito dei servizi di investimento, è l'attività che mantiene i più forti legami con la tradizionale attività di compravendita di titoli. Essa si sostanzia nella ricerca di una o più controparti, in vista

dell'esecuzione di un'operazione d'acquisto o di vendita di un determinato strumento finanziario o di un determinato quantitativo di strumenti finanziari. Diversamente da quanto accade per la negoziazione in contro proprio, l'attività non impegna posizioni proprie, e dunque gli effetti dell'operazione non ricadono sull'intermediario. Occorre precisare che tale ricerca si svolge con tecniche che non sono quelle dell'offerta di massa, ossia dell'offerta rivolta a condizioni standard ad un pubblico indistinto, e si distingue, pertanto, sotto questo profilo, dall'attività di collocamento.

I “**servizi di collocamento**” si suddividono in due tipologie. La prima prevede la sottoscrizione e/o il collocamento con assunzione a fermo ovvero con assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente. In base ad un primo schema, il collocatore assume l'impegno di acquisire, al termine dell'offerta, gli strumenti finanziari non collocati; in alternativa, il collocatore acquisisce immediatamente, in tutto o in parte, gli strumenti oggetto del collocamento, assumendo conseguentemente l'impegno di offrirli a terzi. In ogni caso, l'intermediario sopporta il rischio del mancato buon fine dell'operazione. Ciò costituisce un importante dato per l'investitore, in quanto l'intermediario o la banca si assumono il rischio in partenza: il che significa che tale soggetto “scommette” per primo sul valore dello strumento. Quindi il valore di collocamento sarà più coerente con il valore dello strumento. L'altra forma invece non prevede né l'assunzione a fermo, né l'assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente, e pertanto il rischio è interamente in capo all'emittente. Ulteriori elementi caratterizzanti il collocamento possono rinvenirsi nella necessità che l'intermediario compia tale attività per conto di un soggetto che lo abbia incaricato: in altri termini, chi promuove o offre strumenti finanziari da lui stesso emessi o di cui è titolare non svolge un servizio di collocamento; inoltre vi è la possibilità che il collocamento avvenga per tranches, e ciascuna tranche può essere riservata a talune categorie di investitori soltanto; ma nell'ambito di ciascuna tranche l'operazione si realizzerà comunque a condizioni uniformi.

La gestione di portafogli consiste nella “gestione, su base discrezionale e individualizzata, di portafogli d'investimento, che includono uno o più strumenti finanziari e nell'ambito di un mandato conferito dai clienti”. I due elementi centrali sono la discrezionalità e la individualizzazione. La prima è l'elemento che distingue maggiormente il servizio di gestione dagli altri servizi di investimento, nei quali, di contro, l'intermediario agisce sempre a seguito o in virtù di specifici ordini rilasciati dal cliente, e facendo ricorso ad una discrezionalità meramente tecnica. Il secondo presuppone e si basa su di un rapporto personale tra un investitore e un intermediario; il primo affida al gestore uno specifico patrimonio che resta distinto sia dal patrimonio dell'intermediario, sia da quello di eventuali altri investitori. Non è essenziale che il patrimonio venga materialmente consegnato all'intermediario gestore: il patrimonio può essere depositato presso un soggetto terzo, purché il gestore abbia il potere di movimentarlo per il compimento delle operazioni che rientrano nell'attività gestoria.

Bisogna precisare che la nozione di “portafoglio d'investimento” non trova un riscontro positivo diretto e che il suo contenuto non si limita alla nozione di strumenti finanziari. Un portafoglio può infatti contenere anche beni e attività diversi dagli strumenti finanziari e dal denaro; tuttavia, ciò non può condurre alla conclusione per cui il portafoglio gestito può essere composto in maniera prevalente, o addirittura esclusiva, da attività o beni che non siano strumenti finanziari.

La ricezione e la trasmissione di ordini “comprende la ricezione e la trasmissione di ordini nonché l'attività consistente nel mettere in contatto due o più investitori, rendendo così possibile la conclusione di un'operazione tra di loro”. La concreta rilevanza del servizio è legata essenzialmente ai casi in cui l'intermediario intenda eseguire operazioni in relazione a titoli negoziati su mercati nei quali egli non è autorizzato ad operare.

La consulenza in materia di investimenti si sostanzia nella “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”. I tratti distintivi del servizio sono individuabili nella personalizzazione e nella determinazione. Per quanto riguarda il primo aspetto, vi è da dire che il servizio di consulenza si differenzia da altri servizi che, pur consistendo nel rilascio di consigli o raccomandazioni in materia di investimento, assumono carattere di generalità e non presentano il carattere individuale della prestazione svolta dall'intermediario (come, ad esempio, la ricerca in materia di investimenti, oppure l'analisi finanziaria). Il secondo tratto è descrivibile come il rilascio di consigli specifici, ossia riferiti ad un determinato strumento finanziario. Non è ricompresa nella portata del servizio, quindi, quell'attività consistente nel rilascio di consigli e raccomandazioni relativi a categorie, gruppi o tipologie generali di strumenti finanziari, o, a maggior ragione, pertinenti a delle asset classes (il comparto azionario piuttosto che quello obbligazionario, ecc.).

Infine, la gestione di sistemi multilaterali di negoziazione è definita come la “gestione di sistemi multilaterali che consentono l'incontro, al loro interno e in base a regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti”. Tali sistemi, nell'impostazione che deriva dalla normativa europea, si affiancano ai mercati regolamentati quali vere e proprie trading venues ove vengono eseguite operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari.

Bibliografia

Nella stesura dell'articolo mi sono ampiamente avvalso degli insegnamenti contenuti in F. Annunziata, La disciplina del mercato mobiliare, VIII ed., Giappichelli
