

## LEZIONE 1

### I MERCATI FINANZIARI: IL MERCATO MOBILIARE.

#### 1. Definizione di mercato

Il termine **mercato** viene utilizzato con diverse accezioni. In senso sociologico è indicata come un’istituzione (cioè una realtà umana organizzata, come ad es. in altri casi è la famiglia); mentre nella terminologia comune il mercato indica un luogo (ad es., genericamente, la piazza del mercato – presente quasi in tutte le maggiori città italiane – ma anche poi, in un’accezione più specifica al nostro ambito, il Palazzo della Borsa di Piazza Affari a Milano). Spesso, invece, viene adottato per designare l’insieme delle negoziazioni relative ad un dato insieme di prodotti, o comunque di beni<sup>1</sup> (per gli economisti e i giuristi il c.d. *mercato del prodotto*).

È possibile identificare un dato mercato in funzione dei beni che vi vengono trattati.

#### 2. Il mercato finanziario

---

<sup>1</sup> Impiego il termine “beni” in una triplice accezione: la prima per riferirmi a quei beni materiali che vanno sotto il nome anglosassone di “*commodities*” (merci); la seconda alle energie, in particolare quella elettrica, per cui è previsto un mercato “*ad hoc*”; infine, a realtà oggettive (come ad es. il diritto ad emettere CO<sub>2</sub> nell’atmosfera) che, mentre rientrano tra quelle che i latini chiamerebbero *rerum* (cioè, cose concrete), è difficile definire a rigore come “beni”, cioè cose oggetto di una valutazione positiva, anche se capaci di un valore. Ad esempio, in un contesto che tende a limitare le emissioni in atmosfera di gas capaci di produrre l’“effetto-serra” (protocollo di Kyoto), esistono derivati relativi all’emissione di gas (art. 66-*bis* TUF), come l’anidride carbonica, che vengono acquistati da imprese inquinanti per compensare ‘sulla carta’ le emissioni in eccesso, in modo da mettersi in regola secondo quanto previsto dalla normativa in materia di inquinamento ambientale.

Il **mercato finanziario** è un luogo ideale dove vengono collocati (**mercato primario**) e poi scambiati (**mercato secondario**) i prodotti finanziari<sup>2</sup>.

Per **mercato primario** s'intende il trasferimento del risparmio dai soggetti che lo accumulano (soprattutto le famiglie, ma non solo) ai soggetti che lo richiedono (imprese, ma non solo). Un analogo processo di trasferimento del risparmio da soggetti accumulatori a imprese è operato anche dal Sistema Creditizio Bancario (mercato bancario) e dal Sistema Assicurativo (mercato assicurativo). Il mercato primario ha ad oggetto l'offerta di prodotti finanziari di nuova emissione (ad es. la sottoscrizione di nuove azioni od obbligazioni).

Viceversa, il **mercato secondario** è relativo alla circolazione di prodotti già emessi. Evidentemente i due mercati sono collegati: il collocamento di strumenti finanziari (tra cui, valori mobiliari strumenti del mercato monetario, azioni o quote di OICR<sup>3</sup> e derivati<sup>4</sup> di vario tipo) sarà tanto più agevole se il risparmiatore sa di poter rendere liquido l'investimento negoziando in modo sicuro i valori mobiliari sottoscritti sul mercato secondario.

Un ulteriore segmento del mercato finanziario – che costituisce il cuore delle nostre riflessioni – è il **mercato mobiliare**. Su di esso vengono scambiati strumenti finanziari tra cui, in particolare, i **valori mobiliari** che verranno trattati più approfonditamente nel prosieguo.

---

<sup>2</sup> I prodotti finanziari sono oggetti d'investimento che corrispondono ad operazioni che originano da una prestazione in denaro e terminano con un'altra prestazione di denaro. L'esecuzione del rapporto contrattuale generalmente interviene in un intervallo determinato, può comportare un cambio di valuta che ha per oggetto strumenti finanziari (la fattispecie degli strumenti finanziari sarà oggetto di analisi nel prosieguo).

<sup>3</sup> Come si spiegherà in seguito (cfr. lezione 13) l'abbreviazione sostituisce l'espressione "organismi d'investimento collettivo del risparmio".

<sup>4</sup> In termini generali, si può riferire l'espressione "derivati" a strumenti finanziari che ricavano il loro valore da altri strumenti finanziari (v. lezione 7).

### 3. Le sedi di negoziazione

Tutte le negoziazioni relative al mercato finanziario si svolgono su una serie di diverse **sedi di negoziazione**. Con quest'espressione ci si riferisce ad almeno quattro differenti specie:

- i **mercati regolamentati**<sup>5</sup>;
- i **sistemi di negoziazione diversi dai mercati regolamentati** (quelli che un tempo erano indicati come *mercati non regolamentati* o SSO<sup>6</sup>, oggi denominati MTF<sup>7</sup>);
- gli **internalizzatori sistematici**<sup>8</sup>;
- gli intermediari finanziari che, svolgendo negoziazioni per conto proprio, operano da *market maker*<sup>9</sup>.

In questi ambiti le negoziazioni sono standardizzate quanto alla tipologia, ai quantitativi trattati e alle modalità esecutive, ma soprattutto sono soggette al governo e alla vigilanza di appositi organismi detti *Authorities* (come la CONSOB). In tal modo gli spazi dell'autonomia

---

<sup>5</sup> I mercati si dicono “regolamentati” quando risultano caratterizzati dalla concentrazione spazio-temporale delle negoziazioni e ad essi possono accedere solo emittenti, strumenti finanziari (non solo valori mobiliari) e intermediari finanziari dotati di particolari requisiti e soggetti ad obblighi di trasparenza più stringenti. Nell'ambito dei mercati regolamentati una particolare importanza viene riconosciuta a quelli gestiti dalla Borsa Italiana S.p.A. (una delle principali Società di gestione dei mercati) e ai mercati che essa gestisce, noti come MTA, e MTAX (quello che in precedenza era denominato “*Nuovo Mercato*”), MOT e Euro MOT, al c.d. “mercato ristretto” (oggi denominato EXPANDI), il MTAH (mercato *After Hours*), nonché ai mercati di borsa per la negoziazione dei *futures* e degli altri derivati (IDEM e SEDEX).

<sup>6</sup> Il TUF oggi si rivolge anche ai “sistemi multilaterali di scambio di depositi monetari in euro”, che sono rilevanti pure ai fini TUB.

<sup>7</sup> La sigla sta per *Market Trade Facilities*.

<sup>8</sup> Ci si riferisce agli intermediari finanziari che operano procurando un incontro tra domanda e offerta di prodotti finanziari rivolti alla propria clientela.

<sup>9</sup> Ai sensi dell'art.1, comma V, lett. a) TUF. Il *market maker* è un intermediario che indica alla propria clientela di essere disposto ad acquistare o vendere strumenti finanziari a un prezzo determinato.

negoziale dei contraenti si riducono in funzione della tutela dell'interesse dei risparmiatori.

## **PRODOTTI E STRUMENTI FINANZIARI DOPO LA MIFID. I NUOVI VALORI MOBILIARI.**

In seguito alla “**novellazione**” del TUF per effetto del **D. Lgs. 164/2007** (che ha recepito nel nostro Paese la c.d. **MIFID**<sup>10</sup>) si è sostanzialmente modificata l'impostazione sistematica della disciplina applicata ai nostri mercati finanziari, “ristrutturando” i rapporti tra due fattispecie preesistenti quella degli strumenti e i prodotti finanziari e quella nuova, contrassegnata da un nome già noto ma “caricato” di una nuova valenza normativa, cioè i valori mobiliari.

### **1. I prodotti finanziari.**

In base all'art. 1, comma I, lett. u), TUF costituiscono ora la categoria generale dei “**prodotti finanziari**” tutti “**gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria**”. Quindi, la categoria dei prodotti finanziari risulta “inclusiva” rispetto alla fattispecie degli strumenti finanziari. Riguardo all'ampia tipologia degli strumenti finanziari il concetto normativo di prodotto finanziario viene ad essere ricompreso, ma non si esaurisce in esso.

Più oltre, la disposizione precisa che “**non costituiscono prodotti finanziari i depositi bancari o postali non rappresentati da strumenti finanziari**”. Ciò implica l'inclusione nella fattispecie dei prodotti finanziari – e l'applicazione della disciplina relativa al loro collocamento – anche per i depositi bancari o postali se rappresentati da strumenti finanziari. Tra questi ultimi si annoverano le obbligazioni o altri titoli di debito come ad

---

<sup>10</sup> Cioè la Direttiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004.

esempio gli strumenti del mercato monetario, consistenti in titoli caratterizzati da una durata residua che non supera i 12 mesi e da modesta rischiosità<sup>11</sup>.

Si può, dunque, sostenere che **i prodotti finanziari costituiscono una categoria di contratti stipulati da banche e intermediari finanziari con la clientela**, comprendendo in particolare quelli **che danno luogo all'emissione o comunque al collocamento presso il pubblico di valori mobiliari e altri strumenti finanziari**. Da essi sono esclusi i contratti con i quali gli stessi intermediari effettuano raccolta del risparmio (cioè costituendo depositi bancari o postali) presso la clientela senza emettere strumenti finanziari.

Rientra nella categoria, invece, quel prodotto finanziario che corrisponde al **conto-fondo “di liquidità”**. Esso risulta estraneo alla classificazione dei fondi prospettata da ASSOGESTIONI dove si distingue tra fondi azionari, obbligazionari, bilanciati, flessibili e monetari e un dato fondo monetario, se non per la circostanza di prevedere un peculiare rapporto tra un conto corrente bancario in funzione del suo saldo.

La particolare struttura del contratto corrispondente al conto-fondo di liquidità consente di escludere pure l'emissione, in questo caso, di quei titoli corrispondenti ai certificati nominativi o al portatore, rappresentativi della partecipazione dell'investitore al fondo, che possono essere emessi anche a proposito di fondi aperti.

La fattispecie di prodotto finanziario così definita è funzionale all'applicazione della disciplina relativa all’**“offerta al pubblico di prodotti finanziari”**, che si realizza 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

---

<sup>11</sup> Di cui all'art. 1, comma 1/ter (cfr. lezione 17).

sottoscrivere tali prodotti finanziari, incluso il collocamento tramite soggetti abilitati”.

Ci si riferisce alla regolazione relativa ad ogni **sollecitazione all’investimento di prodotti finanziari non quotati su mercati regolamentati**, che non sono quindi facilmente circolabili senza una qualche forma di agevolazione/cooperazione dell’emittente per individuare il potenziale acquirente. Si va dalle classiche clausole di prelazione e gradimento, all’acquisto di azioni proprie o di società controllate.

Infatti, sia l’assenza di un mercato regolamentato, sia una ridotta diffusione di una data tipologia di titoli sono condizioni che rendono poco agevole disinvestire senza perdite rispetto al “valore contabile” dell’investimento ricavabile sulla base del rapporto emittente-investitore. Ciò è quanto solitamente accade in fondi chiusi non quotati sull’MTF<sup>12</sup>.

In realtà, per “**offerta pubblica di acquisto o di scambio**” si intende “**ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma effettuati, finalizzati all’acquisto o allo scambio di prodotti finanziari**”, purché risulti “rivolta a un numero di soggetti e di ammontare complessivo superiori a quelli indicati nel regolamento previsto dall'articolo 100, comma 1, lettere b) e c)”, cioè sopra i 100 destinatari, entro 12 mesi e di ammontare complessivo non superiore a 2.500.000 € (Reg. Emittenti).

La disposizione, poi, precisa che “**non costituisce offerta pubblica di acquisto o di scambio quella avente a oggetto titoli emessi dalle banche centrali degli Stati comunitari**”.

Si intende **collocamento pubblico** (diverso dal c.d. collocamento privato, come ad es. i **fondi hedge**<sup>13</sup>) quando l’offerta ha **dati requisiti dimensionali rispetto a:**

- numero dei soggetti cui si rivolge (i soggetti oblati)<sup>14</sup>;

---

<sup>12</sup> Sull'MTF cfr. lezioni 13 e 16.

<sup>13</sup> Sui Fondi *hedge* v. lezione 14.

<sup>14</sup> Il numero dei soggetti oblati deve essere superiore a 200.

- entità del contratto e del prodotto finanziario che ne rappresenta l'oggetto;
- qualità del medesimo.

Sempre in ordine alle qualità oggettive del prodotto finanziario offerto o da collocare presso il pubblico, la logica del diritto dei mercati finanziari trova applicazione – in luogo della disciplina propria del diritto delle assicurazioni private – anche in riferimento ai cc.dd. **prodotti finanziari emessi dalle imprese di assicurazione** (di cui all'art. 29 Reg. Emittenti), con un'ulteriore precisazione e distinzione relativa anche alle qualità del canale distributivo.

Il testo novellato del TUF, infatti, ha cura di precisare che, nel medesimo contesto normativo, s'intende per "prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione le polizze e le operazioni di cui ai rami vita III e V di cui all'articolo 2, comma 1, del decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209<sup>15</sup>, con esclusione delle forme pensionistiche individuali di cui all'articolo 13, comma 1, lettera b), del D. Lgs. 5/12/2005, n. 25216".

In altre parole, le regole dell'offerta al pubblico, dell'offerta fuori sede con l'obbligo di ricorrere a promotori finanziari, del prospetto e dello "*Jus poenitendi*" (cioè il diritto al ripensamento) recate dal TUF, si applicano solo quando la distribuzione dei prodotti finanziari assicurativi non avviene nei canali della distribuzione assicurativa, ma segue la distribuzione bancaria e finanziaria.

## 2. Elenco degli strumenti finanziari

Procedendo nell'esposizione delle varie fattispecie, ci si addentra in una sorta di "gioco di scatole cinesi".

**La categoria degli strumenti finanziari** (di cui al comma II dell'art. 1 TUF) include al suo interno varie "**sub-categorie**", alcune corrispondenti a

---

<sup>15</sup> Cioè, il c.d. "codice delle assicurazioni".

**fattispecie “chiuse”**<sup>16</sup> (sia pure relativamente, essendo ammissibile sia un’integrazione diretta ad opera del Legislatore con norme primarie “*ad hoc*”, che un ampliamento indiretto per effetto del regolamento del Ministro dell’Economia di cui all’art. 18, comma V, lett. a), TUF); altre corrispondenti a **fattispecie “aperte”**, come ad. es. nel caso delle quote di OICR, che fino al 2007 includevano solo quote di fondi e azioni di SICAV, mentre attualmente devono includere anche le azioni di SIIQ e SICAF (anche se non mi sembra espressamente previsto da norme primarie che deroghino l’esplicita indicazione desumibile dall’art. 1, comma I, lett. m), TUF).

Bensì, è del tutto pacifica l’inclusione dei fondi pensione<sup>17</sup> anche in base all’univoca previsione del TUF e del Reg. Emittenti.

Le singole componenti della categoria chiusa corrispondente agli strumenti finanziari derivati rappresentano, invece, singolarmente, delle **fattispecie aperte, suscettibili cioè di un’interpretazione “inclusiva”**, cioè atta a ricondurre nell’ambito d’applicazione della disciplina dettata dalla regolazione primaria o secondaria fenomeni almeno in parte nuovi, ma ancora riconducibili in quel “*nomen juris*” (nome giuridico).

La **categoria degli strumenti finanziari**, quindi, risulta **così composta**:

**a) valori mobiliari** (cioè, la categoria di cui al precedente comma I/*bis* della medesima previsione<sup>18</sup>);

**b) strumenti del mercato monetario** (vale a dire, quelli previsti nella classe definita dal comma 1/*ter*, che si è citato *supra*);

---

<sup>16</sup> Come quelle relative ai valori mobiliari (v. *infra*), agli strumenti del mercato monetario (di cui al comma 1/*ter* dell’art. 1 TUF; v. la lezione 18/*novies*), alla categoria degli strumenti finanziari derivati (di cui al comma III del medesimo art. 1).

<sup>17</sup> Ad es., ai fondi pensione aperti si applica la disciplina recata dagli artt. 29-31 Reg. Emittenti (nella versione in vigore fino al 30/6/2009).

<sup>18</sup> Su questa tipologia ci si intrattiene all’interno del par. 3 che segue.

**c) azioni o quote di un organismo d'investimento collettivo del risparmio** (o **OICR** – di cui alla lett. *m*) del comma I);

**d) strumenti finanziari derivati** di varia natura e rilevanza per il mercato.

Le successive **lett. d)-j)**, insieme con la **lett. d)** dell'elencazione prevista dal **comma I/bis** (e relativa ai valori mobiliari generalmente noti come *covered warrants*; cfr. lez. 3), costituiscono tutti **strumenti finanziari derivati**, ai sensi del comma III.

Questi sono diffusi nella prassi dei mercati finanziari e noti come *option*, *future*, *swap* (sia IRS e DCS – di cui alla lez. 7 – che CDS, al quale è dedicata la lez. 8), ma anche *warrant* (cfr. lez. 3), *forward* e **FRA** (v. lez. 6), e possono prevedere come sottostante le cose più diverse, nonché valori mobiliari o altri strumenti finanziari, *commodities*, energia o persino diritti all'emissione<sup>19</sup>, misure, indici o statistiche anche non finanziarie.

Agli strumenti finanziari derivati devono essere aggiunti gli **strumenti finanziari emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione** (come gli **MBS** e **ABS**) ai sensi della L. n. 130/1999 (v. lez. 10).

È da notare che la disciplina interna applicabile alla categoria preferisce ancora l'impiego della fattispecie **OICR** (Organismi d'Investimento Collettivo del Risparmio) a quella **OICVM** (Organismi d'Investimento Collettivo in Valori Mobiliari), utilizzata invece in ambito comunitario. La principale differenza concerne l'estensione del novero dei possibili oggetti d'investimento anche al di là dei valori mobiliari, il che può assumere una cospicua rilevanza nei cc. dd. **“fondi aperti”**<sup>20</sup>.

---

<sup>19</sup> Secondo i criteri della *law and economics* essi rappresentano una tipica applicazione dell'intervento del regolatore in una situazione caratterizzata da forti “esternalità negative”, cioè situazioni dove l'imprenditore tende a scaricare una parte dei costi del proprio processo produttivo sulla collettività cercando ‘scappatoie’ più economiche. Si pensi, ad esempio, agli imprenditori che preferiscono smaltire i rifiuti speciali attraverso il canale della malavita organizzata piuttosto che sopportare i più alti costi di uno smaltimento legale.

<sup>20</sup> Sono i fondi in cui l'investimento e il disinvestimento sono possibili in ogni momento della vita del fondo, e a ciò provvede la SGR (Società di Gestione del Risparmio).

Gli **OICR** possono poi risultare “riservati” a particolari categorie d’investitori (come i fondi *hedge*, o i fondi riservati ad investitori qualificati), prevedere peculiari caratteristiche (come i fondi immobiliari), essere negoziati sul MTF (come avviene coi fondi chiusi), come pure un particolare rapporto con il sottostante (nel caso di ETF ed ETC), dato che si assomma – in entrambi i casi – alla quotazione sul **Miv**<sup>21</sup>.

La fattispecie degli strumenti finanziari appena delineata trova la propria funzione nell’apparato regolatorio di norme primarie e secondarie in ambito finanziario quando si considera, da un lato, che gli strumenti finanziari costituiscono l’oggetto dei servizi d’investimento svolti dagli intermediari finanziari, mentre dall’altro che disposizioni del settore regolano i mercati dove sono negoziati gli stessi strumenti<sup>22</sup>.

### **3. I nuovi valori mobiliari.**

Per concludere questo breve inquadramento della materia, oggetto di questo corso, il **comma 1/bis del medesimo art. 1 TUF**<sup>23</sup> specifica la **nuova fattispecie di valore mobiliare**. Secondo quanto appena ricordato, esso è uno *strumento finanziario naturalmente destinato alla circolazione*, cioè caratterizzato per l’attuale negoziazione sulla parte del mercato dei capitali corrispondente ai mercati regolamentati.

Il legislatore propone un’elencazione non esaustiva anche dei beni corrispondenti alla fattispecie valori mobiliari, precisando che, per “**valori**

---

<sup>21</sup> Il Miv (Mercato dei Veicoli d’Investimento) svolge un ruolo importante sia nei confronti dei fondi aperti e delle azioni di SICAV – consentendone la mobilitazione anche quando la SGR o la stessa SICAV siano inadempienti rispetto all’obbligo di liquidare le quote del fondo – sia nei confronti dei fondi chiusi.

<sup>22</sup> Vedi ad es., gli artt. 32, 61, 65, 66/bis, 69, 70 e 70/bis, 80, 84, 86, 87 e 88, 113, 114/bis, 116 e 170 Tuf e degli artt. 2/bis, 34/septies, 84/bis, 87, 89/quater, 98/bis e 111/bis, 116/quater e 122/bis Reg. Emittenti e gli artt. 16-17 e 23 Reg. Mercati.

<sup>23</sup> L’acronimo TUF (Testo Unico della Finanza) indica il Lgs. n. 58/1998 e successive modificazioni.

**mobiliari”** devono intendersi “**categorie di valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali**”, quali ad esempio:

- a) le **azioni di società** e altri titoli equivalenti ad azioni di società, di *partnership* o di altri soggetti e certificati di deposito azionario;
- b) **obbligazioni e altri titoli di debito**<sup>24</sup>, compresi i **certificati di deposito** relativi a tali titoli. Qui la locuzione *certificati di deposito* indica esclusivamente il documento che rappresenta il supporto cartaceo utile, ad es., ai fini di prova e documentazione di una determinata operazione d’investimento<sup>25</sup>;
- c) qualsiasi altro titolo normalmente negoziato che permette di acquisire o di vendere i valori mobiliari indicati alle precedenti lettere (ad es., i **warrants**);
- d) qualsiasi altro titolo che comporta un regolamento in contanti determinato con riferimento ai valori mobiliari indicati alle precedenti lettere, a valute, a tassi di interesse, a rendimenti, a merci, a indici o a misure (ad es., i **covered warrants**, ma anche i **certificates**).

---

<sup>24</sup> Rientrano tra questi titoli anche quelli emessi da s.r.l. ai sensi dell’art. 2483 c.c., anche se caratterizzati, nella loro circolazione, dalle conseguenze previste nella medesima disposizione, cioè la responsabilità solidale dell’intermediario – primo prenditore o precedente intestatario – quando trasferisce quei titoli di debito ad un investitore che non è socio della s.r.l. o altro investitore professionale. Ritengo possano reputarsi compresi nella tipologia anche i titoli emessi in base all’art. 2526, IV comma, nonché all’art. 2541.

Si tratta sempre – in ogni emissione di titoli di debito – del “drenaggio” di liquidità da parte dell’emittente, presso gli aggregati di famiglie ed imprese. Il risparmio diffuso, infatti, potrà essere attratto non solo per la dimensione ridotta della singola porzione (sottoscrivibile, così, anche da chi non disponga di grandi risorse), ma anche per il fatto che l’omogeneità e la fungibilità delle frazioni d’investimento – insieme al ricorso ad un “veicolo” documentale – ne agevolano lo scambio rendendo così “liquido” l’investimento.

<sup>25</sup> Si sottolinea che questi titoli di debito, a differenza dei Certificati di Deposito (Cd) che configurano strumenti del mercato monetario, costituiscono titoli a medio-lungo termine