

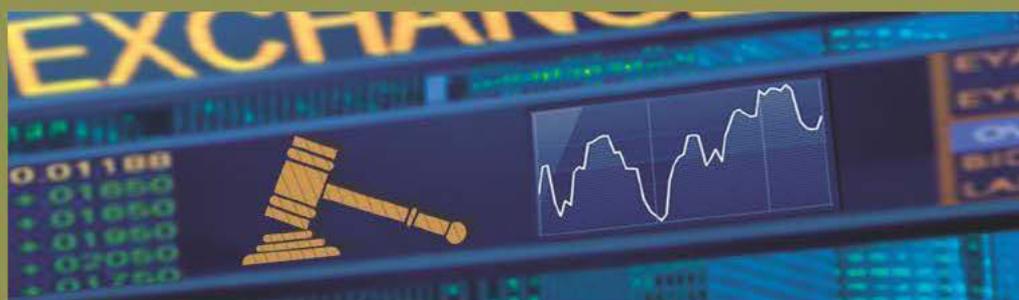
Antonino Buscemi, Giovanni Di Meo,  
Sandro Evangelisti

Prefazione di Leonardo Bugiolacchi

FrancoAngeli

# Recepimento delle direttive MiFID

MANUALI



**Regole di condotta degli intermediari  
e tutela degli investitori.  
Sistemi di risoluzione stragiudiziale  
delle controversie**

I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati possono consultare il nostro sito Internet: [www.francoangeli.it](http://www.francoangeli.it) e iscriversi nella home page al servizio "Informatemi" per ricevere via e.mail le segnalazioni delle novità.

Antonino Buscemi, Giovanni Di Meo,  
Sandro Evangelisti

# **Recepimento delle direttive MiFID**

**Regole di condotta degli intermediari  
e tutela degli investitori.  
Sistemi di risoluzione stragiudiziale  
delle controversie**

Prefazione di Leonardo Bugiolacchi

MANUALI FrancoAngeli

*Grafica della copertina:* Elena Pellegrini

Copyright © 2011 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy.

*L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore. L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito [www.francoangeli.it](http://www.francoangeli.it).*

---

# Indice

<b>Prefazione</b> , di <i>Leonardo Bugiolacchi</i>	pag.	7
<b>Introduzione</b>	»	13
<b>1. Il sistema e i servizi di investimento</b>	»	17
1. L'applicazione della direttiva MiFID	»	17
2. I soggetti abilitati	»	19
3. Le autorizzazioni	»	21
3.1. I requisiti di onorabilità e professionalità	»	23
4. L'esercizio dei servizi di investimento	»	25
5. La vigilanza sui soggetti e alle attività di investimento	»	27
5.1. La vigilanza regolamentare	»	28
5.2. La vigilanza informativa	»	30
5.3. La vigilanza ispettiva	»	30
6. La consulenza indipendente	»	32
6.1. Distinzione tra attività di consulenza e gestione dei patrimoni	»	35
6.2. La "gestione mascherata" dei patrimoni mobiliari	»	36
6.3. L'attività di consulenza nella MiFID	»	42
6.4. I consulenti indipendenti	»	45
6.5. Il promotore finanziario nella direttiva MiFID	»	47
7. La prestazione dei servizi di investimento	»	50
7.1. Il principio di separazione patrimoniale	»	51
<b>2. Regole di comportamento</b>	»	53
1. L'informazione	»	53

2. Il rapporto intermediario-cliente	pag.	55
2.1. L'importanza delle informazioni	»	56
2.2. Le informazioni di natura comparativa	»	58
2.3. Informazioni sui servizi e sull'impresa di investimento	»	59
2.4. La struttura delle informazioni	»	62
3. La classificazione dei clienti nella direttiva MiFID	»	62
3.1. I clienti professionali	»	63
3.2. La nozione di swap e la rischiosità della loro contrattazione	»	65
3.3. La disciplina dell'operatore qualificato	»	67
3.4. Le controparti qualificate	»	72
4. I clienti retail	»	73
4.1. Casi di esonero dell'accertamento	»	75
4.2. Violazione dell'obbligo informativo	»	76
5. L'execution only	»	76
6. La disciplina del conflitto di interessi	»	77
6.1. Le ricerche in materia di investimenti	»	80
<b>3. La responsabilità dell'intermediario e tutela del risparmiatore</b>	»	83
1. I disastri finanziari negli ultimi anni in Italia	»	83
1.1. Emissione di obbligazioni "estere"	»	85
2. Il contenzioso civile per i risparmiatori	»	88
2.1. La nullità del contratto	»	91
2.2. Annullabilità del contratto	»	97
2.3. La risoluzione del contratto	»	99
<b>4. La risoluzione stragiudiziale delle controversie</b>	»	107
1. Aspetti generali	»	107
2. L'ombudsman	»	108
3. La conciliazione presso la CONSOB	»	109
4. L'arbitrato (ABF)	»	112
5. Gli obblighi antiriciclaggio nella risoluzione stragiudiziale delle controversie	»	114
6. Novità in materia di antiriciclaggio	»	115
<b>Conclusioni</b>	»	119
<b>Bibliografia</b>	»	123

---

## Prefazione

di *Leonardo Bugiolacchi*\*

Il d.lgs. n. 164 del 2007, pur rappresentando formalmente il recepimento della direttiva 2004/39/CE (c.d. direttiva MiFID: *Markets in Financial Instruments Directive*), tiene anche conto di quel più ampio novero di interventi del legislatore comunitario noto come “sistema MiFID”, formato, oltre che dalla direttiva appena ricordata (identificata, in tale sistema, anche come direttiva di “livello 1”), dalla direttiva c.d. di livello 2 (2006/73/CE, relativa ai requisiti di organizzazione delle imprese di investimento e alle modalità di svolgimento dei servizi e delle attività di investimento, attuativa della direttiva di livello 1) e dal c.d. Regolamento di livello 2, rappresentato dal Regolamento n. 1287/2006 in tema di operazioni di negoziazione, trasparenza dei mercati e di ammissione di strumenti finanziari alle negoziazioni. Ne deriva un intervento modificativo dell’apparato legislativo preesistente che dà luogo, per la sua rilevanza ed ampiezza, ad una vera e propria riforma del diritto italiano dell’intermediazione finanziaria così come disciplinato nel TUF del 1998 e nella previgente normativa regolamentare, rappresentata dal Regolamento CONSOB n. 11522/1998. È noto infatti, a tale ultimo proposito, come fin dall’impianto originario della normativa interna in materia finanziaria siano state spesso relegate nella disciplina regolamentare disposizioni che, per la loro importanza e delicatezza, ben avrebbero potuto trovare collocazione nell’ambito del Testo Unico. Tale opzione risulta confermata anche a seguito della sostituzione del Regolamento CONSOB 16190/2007, che va a sostituire l’abrogato Regolamento del 1998, se solo si pensa, ad esempio, che l’intera disciplina

\* Leonardo Bugiolacchi è docente di Diritto commerciale nell’Unitelma Sapienza di Roma, presso la quale dirige anche il Master di I livello in Infermieristica forense. Avvocato, opera prevalentemente nell’ambito del diritto delle assicurazioni, dell’intermediazione finanziaria e della responsabilità civile in genere.

del principio di adeguatezza, come modificata dalla direttiva MiFID, si rinvia proprio ed esclusivamente nella sede regolamentare. Il risultato, per quanto può essere sintetizzato nei limiti di una prefazione, è una disciplina il cui nucleo continua ad essere costituito dalla finalità di tutela del risparmiatore, ottenuta soprattutto mediante l'imposizione di specifici obblighi di condotta in capo all'intermediario (diligenza, correttezza, trasparenza, oltre che di acquisizione delle informazioni necessarie da parte dei clienti, cfr. art. 21 TUF), i quali vengono precisati dal nuovo Regolamento intermediari. È infatti quest'ultimo che si occupa sia di individuare il contenuto degli obblighi informativi dell'intermediario, nell'ottica della trasparenza e correttezza nella prestazione dei servizi ed attività di investimento (che si sostanziano nelle informazioni sullo strumento o il servizio, sull'intermediario, su potenziali conflitti di interesse, ecc., cfr. art. 27 e ss. Regolamento intermediari) sia di riempire di contenuto i principi di adeguatezza ed appropriatezza il cui rispetto è richiesto agli intermediari. Da questo punto di vista, il nuovo Regolamento CONSOB, nell'adeguamento ai principi della direttiva MiFID, non solo specifica in che modo l'intermediario rispetti il principio di adeguatezza nell'attività di "raccomandazione" di servizi e attività (cfr. art. 41 e ss. Reg. intermediari, pur senza introdurre una definizione di adeguatezza), ma introduce il principio di appropriatezza, oggetto di una attività valutativa da parte dell'intermediario in un certo senso "meno severa" rispetto a quella stabilita per il controllo di applicazione della "regola di adeguatezza", in quanto prevista per i servizi diversi da quelli di consulenza e gestione di portafoglio, e quindi per servizi rispetto ai quali risulta ridotta la discrezionalità dell'intermediario e, con ciò, la sua possibilità di indirizzare la personalizzazione della consulenza verso "raccomandazioni" appunto non adeguate<sup>1</sup>. Alla accennata finalità di tutela dei singoli risparmiatori si accompagna anche, come pure è noto, quella di carattere più strettamente pubblicistico, di tutela dell'interesse superindividuale alla integrità dei mercati, come risulta dalla parte finale dell'art. 21, primo comma, lett. a), ove la previsione dei già citati obblighi di diligenza, correttezza e trasparenza viene testualmente finalizzata a "servire al meglio", oltre che "l'interesse dei clienti" anche "l'integrità dei mercati". Ne emerge un apparato normativo complessivo che, anche all'esito di ulteriori, recenti interventi effettuati per impulso del legislatore interno, i quali hanno esteso, pur con qualche ambiguità interpretativa e qualche difetto di coordinamento con discipline di altri settori, l'applicabilità di talune disposizioni del TUF e del Regolamento intermediario CONSOB del 2007 anche a prodotti diversi da

<sup>1</sup> In dottrina si veda, in questi termini, Sangiovanni V., "L'adeguatezza degli investimenti prima e dopo la MiFID", in *Corr. Giur.*, 2010, 1385.

quelli tradizionalmente rientranti nel comparto finanziario, merita senz'altro di essere ancora esaminato nel suo insieme, a qualche anno di distanza dal recepimento del "sistema MiFID"<sup>2</sup>. È quanto fanno gli Autori di quest'opera collettiva attraverso una indagine snella, caratterizzata dal pregio della chiarezza e della sintesi, in grado di orientare operatori del diritto e "addetti" del settore dell'intermediazione finanziaria rispetto a tutti i profili più rilevanti della disciplina. Viene così descritto, nel primo capitolo, il quadro definitivo delle attività e dei servizi di investimento e dei soggetti abilitati allo svolgimento della attività di intermediazione finanziaria, con attenzione anche alle innovazioni apportate dal recepimento della direttiva MiFID, consistenti soprattutto nella introduzione della nozione di taluni servizi di investimento. Vengono anche analizzati il regime autorizzatorio e l'attività di vigilanza, rispetto alla quale la direttiva MiFID ha previsto che, per i casi in cui uno Stato membro designi più di un'autorità competente, i ruoli di tali autorità devono essere definiti con chiarezza<sup>3</sup>. Tale ripartizione di ruoli, come pure la previsione, in taluni casi, di attività congiunta, sono ora tradotti nella nuova formulazione dell'art. 5 TUF, messa in risalto nel testo. Di sicuro interesse, in questa parte della trattazione, l'indagine sulla c.d. "consulenza indipendente", la quale trova ora un fondamentale addentellato normativo nell'art. 18-bis TUF. Quello che poc'anzi ho definito il nucleo della disciplina dell'intermediazione finanziaria, rappresentato dalla previsione di una serie di obblighi gravanti sugli intermediari, finalizzati a contrastare le "opacità" spesso possibili nell'ambito di rapporti fortemente squilibrati dal punto di vista informativo, è oggetto di disamina nel secondo capitolo del testo, nel quale viene dato ampio e meritato rilievo anche alla nuova "classificazione" della clientela introdotta dalla direttiva MiFID. Il successivo capitolo, il terzo, si presenta di particolare interesse per gli operatori del diritto, in quanto ha ad oggetto il contenzioso civile sorto negli ultimi anni tra le banche ed i risparmiatori proprio in conseguenza della vio-

<sup>2</sup> Il riferimento è ai "prodotti finanziari assicurativi", così come ora definiti dall'art. 1, lett. w-bis del TUF, ai quali si applicano sia talune disposizioni del TUF medesimo che talune previsioni del nuovo Regolamento intermediari del 2007, nei casi in cui la intermediazione venga effettuata dalle imprese di assicurazione oppure dai soggetti abilitati all'intermediazione assicurativa (SAIA), con evidenti problemi di coordinamento rispetto alle ipotesi in cui la distribuzione di tali prodotti venga effettuata dai tradizionali intermediari assicurativi (agenti, broker, ecc.), nelle quali troveranno applicazione le disposizioni del settore assicurativo (d.lgs. n. 209/2005 e regolamenti ISVAP). In argomento sia consentito il rinvio a Bugiolacchi L., "I prodotti 'finanziari assicurativi': considerazioni in tema di qualificazione giuridica e disciplina applicabile", in *Resp. Civ. prev.*, 2011, 876.

<sup>3</sup> Sul punto si veda in dottrina Rinaldi A.A., "Il decreto MiFID e i regolamenti attuativi: principali cambiamenti", in *Società*, 2008, 12.

lazione, da parte delle prime, di obblighi previsti a tutela della parte debole del contratto ma anche del mercato in generale, obblighi che si sostanziano, come già accennato, in quelli di diligenza, di informazione, ma anche di rispetto di particolari requisiti di forma per la validità del contratto di investimento. L'aspetto di maggiore problematicità del contenzioso in materia, come noto, è rappresentato soprattutto dalla individuazione del rimedio esperibile dal cliente rispetto all'inadempimento di precisi obblighi informativi, previsti dalla normativa primaria o da quella regolamentare. Al riguardo gli Autori passano in rassegna, con un agile ma completo *excursus*, le varie posizioni della giurisprudenza di merito, sino a pervenire alla sistemazione operata dalla Cassazione con le note decisioni a sezioni unite del 2007, con le quali, sulla base della distinzione tra regole di validità e regole di responsabilità, è stato escluso che la violazione, da parte dei soggetti abilitati alla prestazione di servizi di investimento, di doveri informativi possa dar luogo a nullità del contratto di intermediazione o dei singoli atti conseguenti, dovendosi invece far riferimento alla disciplina della responsabilità precontrattuale od a quella della risoluzione del contratto per inadempimento, a seconda che la violazione venga posta in essere prima della stipulazione del contratto o in esecuzione di un contratto di intermediazione già concluso. L'indagine lascia aperti alcuni profili problematici sul tema, tuttora persistenti anche dopo l'intervento delle sezioni unite della Cassazione, i quali attengono soprattutto alla individuazione dell'area del danno risarcibile in caso di responsabilità precontrattuale e, in generale, alla prova circa il *quantum* (ma, a ben vedere, anche dell'*an*) del danno lamentato dal cliente a seguito della violazione di legge, ma, a ben vedere, anche alla individuazione delle conseguenze della violazione, da parte degli intermediari, della regola di adeguatezza<sup>4</sup>.

Al capitolo appena descritto si unisce logicamente il quarto ed ultimo, il quale affronta ugualmente la questione della tutela dell'investitore nella diversa ottica dei metodi di risoluzione delle controversie alternativi a quelli giudiziali. Si tratti di tematica estremamente attuale, se solo si pensa alla recente introduzione, nel nostro ordinamento, ad opera del d.lgs. n. 28/10 (e dei successivi decreti ministeriali attuativi, n. 180 del 2010 e n. 145 del 2011), di una *lex generalis* in tema di mediazione finalizzata alla conciliazione delle controversie civili e commerciali. Come viene illustrato nel testo, in particolare, la materia dei "contratti finanziari" (così li qualifica il primo comma dell'art. 5, d.lgs. n. 28/2010) è tra quelle per le quali è previ-

<sup>4</sup> In argomento, si veda Rordorf R., "La tutela del risparmiatore: norme nuove, problemi vecchi", in *Società*, 2008, 269; Gentili A., "Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite", in *Contratti*, 2008, 393.

sta la obbligatorietà dell'espletamento della procedura di mediazione prima della eventuale instaurazione di un giudizio, tanto che la mediazione costituisce in questi casi, per espressa previsione di legge, "condizione di procedibilità". L'aspirazione della nuova legge sulla mediazione a porsi come schema generale per tutti i procedimenti di mediazione delle controversie civili e commerciali non ha fatto però venir meno la possibilità, per gli investitori, di avvalersi, a propria scelta, in luogo del procedimento previsto dal d.lgs. n. 28/2010, degli strumenti stragiudiziali già esistenti in materia (conciliazione presso la CONSOB e procedura davanti all'Arbitro bancario finanziario, rispettivamente previste dal d.lgs. n. 179 del 2007 e dall'art. 128-*bis* del TUB), come risulta dal testo del primo comma dell'art. 5 d.lgs. n. 28/2010, anche se tale alternatività rischia di porre qualche problema applicativo in quanto i tre strumenti non consentono di ottenere i medesimi livelli di tutela, di garanzia di coercibilità dell'esito conciliativo, oltre ad essere caratterizzati da non secondario problema di sovrapposizione di competenze (si pensi alle possibili ipotesi di non chiara ripartizione tra quelle dell'ABF e della Camera di Conciliazione ed Arbitrato istituita presso la CONSOB).



---

## Introduzione

Nei mercati finanziari il settore mobiliare rappresenta uno dei tre segmenti accanto al settore bancario e assicurativo, nel quale vengono scambiati i valori mobiliari e prestati i servizi d'investimento<sup>1</sup>. L'emissione dei valori mobiliari, la loro negoziazione e gestione, l'attività dei diversi intermediari sono sottoposte in ogni mercato, anche se in misura diversa, a norme speciali che integrano, derogano e talvolta specificano quelle di diritto comune. Determinante per il suo buon funzionamento è la fiducia che i risparmiatori ripongono nei soggetti che vi operano ed in particolare è il risultato dell'inevitabile asimmetria informativa che caratterizza i rapporti dei risparmiatori, dei clienti e degli investitori con gli intermediari e gli emittenti: il soddisfacimento dell'interesse dei primi ad investire il proprio risparmio nel modo più redditizio e compatibile con il grado di rischio dipende, oltre che da fattori non controllabili, dai comportamenti degli intermediari ed emittenti. La fiducia degli investitori nell'integrità e nella correttezza degli attori del mercato mobiliare ha una caratteristica particolare: una volta instaurata rende possibile comportamenti opportunistici da parte degli investitori, quando ciò accade, il comportamento abusivo di un singolo incide negativamente su tutto il mercato, pregiudicandone il buon funzionamento e l'efficienza<sup>2</sup>. Questi fattori giustificano un intervento pubblico al fine di preservare la stabilità del mercato mobiliare e la sua efficienza. È per questo motivo che la regolamentazione del mercato mobiliare avviene individuando regole prudenziali, standard minimi di qualità delle prestazioni, controlli all'entrata e soprattutto obblighi di informazione. Il mercato

<sup>1</sup> Costi R., Enriques L., *Il mercato mobiliare*, Padova, Cedam, 2004.

<sup>2</sup> Venuta meno la fiducia si crea un problema di selezione avversa. Gli investitori, non potendo distinguere tra intermediari ed emittenti corretti o scorretti, esigeranno un servizio a costi inferiori e ciò impedirà agli attori più corretti di accedere al mercato o rimanervi.

unico europeo per i servizi finanziari è funzionante dal 1° gennaio 1993, ma l'integrazione dei singoli mercati finanziari nazionali in un unico mercato europeo è ancora ben lungi dall'essere raggiunta. Alla fine degli anni Novanta, in concomitanza con l'introduzione della moneta unica europea, la Commissione Europea ha iniziato i lavori allo scopo di migliorare l'integrazione. Tra le politiche generali per il mercato unico la più rilevante è il Financial Service Action Plan (FSAP), ovvero il piano d'azione per i servizi finanziari, adottato dalla Commissione Europea l'11 maggio 1999, allo scopo di rafforzare l'integrazione dei mercati finanziari e di innalzare il livello di armonizzazione della regolamentazione comunitaria in materia. Il FSAP è un insieme di 42 direttive finalizzate alla creazione di un mercato europeo dei capitali integrato, in grado di rivaleggiare con quelli statunitensi per profondità, liquidità e flessibilità<sup>3</sup>. Il piano d'azione è stato presentato il 28 dicembre 1998, su richiesta del Consiglio di Vienna, che invitava ad elaborare un programma di lavoro urgente, per conseguire gli obiettivi del quadro d'azione, sui quali già da tempo si era formato un solido consenso degli addetti ai lavori. Il piano d'azione per un mercato finanziario unico propone delle priorità indicative per tre obiettivi strategici: istituire un mercato unico dei servizi finanziari all'ingrosso; rendere accessibili e sicuri i mercati al dettaglio; rafforzare le norme di vigilanza prudenziale. La MiFID è in vigore dal 1° novembre 2007 e sostituisce la precedente legislazione comunitaria in materia, basata sulla direttiva n. 93/22/CEE riguardante i "Servizi di investimento nel settore degli strumenti finanziari" (Investment Services Directive – ISD). L'ISD è stata recepita nell'ordinamento italiano dal d.lgs. 415/1996 poi confluito nel TUF. Le ragioni che hanno portato alla decisione di sostituire la direttiva ISD, così come indicato sia dalla Commissione Europea, nelle motivazioni portate a supporto della proposta di adozione della MiFID, sia nei considerando iniziali del testo definitivo della MiFID stessa, sono legate all'evoluzione del mercato finanziario europeo, alla complessità della gamma di servizi e strumenti che viene loro offerta. Alla luce di tali sviluppi si è ritenuto necessario adeguare il quadro giuridico comunitario per disciplinare tutte le attività destinate agli investitori. Considerato il vastissimo campo di applicazione della normativa analizzata nel presente volume, nonché la presenza di molteplici normative e regolamenti, collegati al recepimento della direttiva MiFID, il trattato ten-

<sup>3</sup> Faissola C., "Le regole e la governance: gli effetti del recepimento della direttiva MiFID", in Anolli M., Petrella G., Faissola C., Cammarano C., *L'impatto della direttiva MiFID sui mercati. Interventi tenuti nell'ambito del seminario su: "Nuove prospettive per l'intermediazione finanziaria nell'evoluzione del contesto economico"*, Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa, Quaderno n. 233, 2007.

derà ad approfondire alcuni aspetti connessi alle evoluzioni legislative del settore. In particolare, nel primo capitolo verrà analizzata l'organizzazione e i sistemi di investimento, nonché l'erogazione dei servizi nei confronti della clientela retail. Nel secondo capitolo la descrizione delle regole di comportamento attraverso una attenta disamina dei sistemi di informazione e di comunicazione rivolta alla clientela, da una parte, ed ai professionisti dell'intermediazione dall'altra, per consentire di delineare il profilo dell'investitore. Per valutare le varie fattispecie di responsabilità insite nell'attività di intermediazione, nel terzo capitolo, l'esposizione di alcuni concetti di natura civilistica e contrattuale permetterà di comprendere quali sono le tutele del risparmiatore. In tale contesto la giurisprudenza sarà utile per capire quali sono gli indirizzi del contenzioso inerente i mercati finanziari ed in particolare l'intermediazione mobiliare. Il quarto capitolo è dedicato alle novità inerenti la media conciliazione ed altri strumenti che regolano le controversie come ad esempio l'ombudsman bancario. Per ultimo, anticipando le conclusioni dell'elaborato, un'analisi critica del mercato di riferimento permetterà di comprendere la discrasia tra norme, a volte troppo severe, applicate ad un mercato regolamentato che corrisponde in termini di transazioni, a circa un decimo, rispetto ad un mercato non regolamentato da alcuna norma, ossia il mercato OTC (Over the Counter), al quale possono accedere esclusivamente investitori istituzionali.



# 1

## Il sistema e i servizi di investimento

### 1. L'applicazione della direttiva MiFID

L'ambito di applicazione della direttiva MiFID è volto alle imprese di investimento e ai mercati regolamentati. Il TUF post MiFID introduce la definizione di "mercato regolamentato" come "sistema multilaterale che consente o facilita l'incontro, al suo interno e in base a regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, ammessi alla negoziazione conformemente alle regole del mercato stesso, in modo da dare luogo a contratti, e che è gestito da una società di gestione, è autorizzato e funziona regolarmente" (art. 1, comma 1), lett. *w-ter* TUF). Le norme relative alle condizioni di esercizio dei servizi e delle attività di investimento, si applicano agli enti creditizi. I servizi di investimento sono attività, prestate da soggetti, come le banche, attraverso le quali i risparmiatori possono impiegare i loro risparmi in attività finanziarie. Tutti i servizi di investimento hanno ad oggetto strumenti finanziari (azioni, obbligazioni, titoli di Stato, quote di fondi, contratti e strumenti derivati ecc.), attraverso i quali è possibile effettuare investimenti di natura finanziaria. I servizi (e le attività) di investimento sono quelli indicati nell'art. 1, comma 5 del TUF, e comprendono le seguenti attività, alcune delle quali sono ora espressamente definite, a seguito dell'aggiunta, operata dal decreto legislativo n. 164/2007 di recepimento, all'originario comma 5, di ulteriori commi:

- a) *negoziazione per conto proprio*: si intende l'attività di acquisto e vendita di strumenti finanziari, in contropartita diretta in relazione a ordini dei clienti, nonché l'attività di market maker (così attualmente il comma 5-*bis* dell'art. 1; per market maker, secondo la definizione introdotta dal

comma 5-*quater* dell'art. 1, si intende il soggetto disposto a negoziare in contropartita diretta acquistando e vendendo strumenti finanziari ai prezzi da esso definiti). Per "internalizzatore sistematico", ai sensi del nuovo comma 5-*ter*, si intende il soggetto che negozia per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione. L'attività di negoziazione per conto proprio costituisce una modalità di svolgimento di un altro servizio di investimento: l'esecuzione di ordini per conto dei clienti; pertanto l'intermediario che negozia per conto proprio deve non solo essere autorizzato per questo servizio ma, anche, per il servizio di esecuzione di ordini per conto dei clienti;

- b) *esecuzione di ordini per conto dei clienti*: è definito come la conclusione di accordi di acquisto o di vendita di uno o più strumenti finanziari per conto dei clienti. L'intermediario, ricevuto l'ordine di acquisto o vendita di un titolo, lo esegue (comunemente si dice che negozia il titolo) scegliendo fra più sedi di negoziazione:
- mercati regolamentati: sono luoghi di scambio di titoli, ammessi a negoziazione sui mercati stessi, dove le proposte di acquisto e vendita di più operatori si incontrano in modo organizzato e sulla base di regole predeterminate dando luogo alla conclusione di contratti. Sono autorizzati dalla CONSOB e gestiti da un'apposita società di gestione (ad esempio Borsa Italiana s.p.a., la principale società di gestione italiana) sulla base di un Regolamento;
  - sistemi multilaterali di negoziazione: anch'essi luoghi di incontro fra molteplici proposte di acquisto e di vendita per la conclusione di contratti. Possono essere gestiti da società di gestione dei mercati regolamentati o da SIM e banche;
  - internalizzazione dell'ordine: è una banca o una SIM che, su richiesta del cliente, vende al cliente strumenti finanziari di sua proprietà ovvero li acquista direttamente dal cliente stesso, operando quindi in "contropartita diretta";
- c) *sottoscrizione e/o collocamento con assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente*: le società che emettono strumenti finanziari generalmente li offrono ai risparmiatori attraverso offerte al pubblico (sollecitazioni all'investimento) che avvengono per il tramite di intermediari che contattano gli investitori attraverso le reti di distribuzione (sportelli bancari, promotori finanziari, ecc.). Si ha sottoscrizione quando i titoli offerti sono di nuova emissione e vengono immessi per la prima volta sul mercato. Si ha invece collocamento quando si tratta di titoli già emessi che vengono successivamente venduti. Il collocamento, o la sottoscrizione, possono essere realizzati in forma pubblica, cioè rivolti a tutti gli investi-

- tori, oppure in forma privata e quindi indirizzati ad una selezionata cerchia di investitori di norma professionali;
- d) *collocamento senza assunzione a fermo né assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente*: l'intermediario assume solo l'obbligo di ricercare presso il pubblico i soggetti interessati alla sottoscrizione o all'acquisto degli strumenti finanziari da collocare; il rischio di un insuccesso nel collocamento grava solo sull'emittente;
  - e) *gestione di portafogli*: consiste nella 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 (così il comma 5-*quinqies*);
  - f) *ricezione e trasmissione di ordini*: comprende la ricezione e la trasmissione di ordini nonché nel mettere in contatto due o più investitori, rendendo possibile la conclusione di un'operazione fra loro (mediazione). Attraverso questo servizio, l'intermediario che ha ricevuto un ordine di acquisto o di vendita non lo esegue direttamente, ma lo trasmette a un altro intermediario per la sua esecuzione;
  - g) *consulenza in materia di investimenti*: si intende la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente riguardo a una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario. La raccomandazione è personalizzata quando è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente, non è personalizzata se viene diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione;
  - h) *gestione di sistemi multilaterali di negoziazione*: Per "sistema multilaterale di negoziazione" si intende un sistema multilaterale gestito da un'impresa di investimento o da un gestore del mercato che consente l'incontro – al suo 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<sup>1</sup>. Essi possono essere gestiti oltre che da società di gestione di mercati regolamentati anche da SIM e banche autorizzate alla prestazione di questo servizio.

## 2. I soggetti abilitati

I servizi di investimento sono attività soggette a "riserva di legge", l'accesso ad essi è subordinato al superamento di un processo autorizzativo. Lo svolgimento dei servizi di investimento in assenza dell'apposita autorizzazione/abilitazione è penalmente sanzionata, ai sensi dell'art. 166 del TUF,

<sup>1</sup> Art. 4, comma 15, direttiva 2004/39/CE.