



***“L’OFFERTA AL PUBBLICO DI  
PRODOTTI FINANZIARI”***

**PROF. RENATO SANTAGATA DE  
CASTRO**

# Indice

<b>1</b>	<b>L'OFFERTA AL PUBBLICO DI PRODOTTI FINANZIARI</b>	<b>3</b>
1.1.	NOZIONE	3
1.2.	LA DISCIPLINA. IL PROSPETTO INFORMATIVO	4
<b>2</b>	<b>MERCATO MOBILIARE E CONTRATTI DI BORSA</b>	<b>7</b>
2.1.	IL MERCATO MOBILIARE	8
2.2.	I CONTRATTI DI BORSA	9
2.3.	CONTRATTI A CONTANTI E A TERMINE	12
2.4.	GLI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI	13
2.5.	LA TUTELA PENALE DEL MERCATO MOBILIARE (L' INSIDER TRADING)	16



*Attenzione! Questo materiale didattico è per uso personale dello studente ed è coperto da copyright. Ne è severamente vietata la riproduzione o il riutilizzo anche parziale, ai sensi e per gli effetti della legge sul diritto d'autore (L. 22.04.1941/n. 633)*

# 1 L'offerta al pubblico di prodotti finanziari

## 1.1. **Nozione.**

L'appello al pubblico risparmio per sollecitare la sottoscrizione di prodotti finanziari di nuova emissione (offerta pubblica di sottoscrizione) o l'acquisto di prodotti finanziari già emessi (offerta pubblica di vendita) necessita di una specifica disciplina a tutela dei potenziali investitori, ispirata da un duplice obiettivo: garantire decisioni di investimento consapevoli attraverso un'adeguata e corretta informazione; assicurare la parità di trattamento dei risparmiatori sollecitati all'investimento e, più in generale, il corretto svolgimento dell'offerta.

Una prima embrionale disciplina al riguardo, fondata sul controllo della Consob, fu introdotta nel 1983 con la disciplina generale delle offerte al pubblico di valori mobiliari (artt. 18-18-sexies legge 216/1974, nel testo introdotto dalla legge 77/1983 e dal d.lgs. 85/1992, emanato in attuazione della direttiva Cee, n. 89/298), successivamente affiancata da una più specifica disciplina circoscritta alle offerte pubbliche di sottoscrizione e di vendita dei soli valori mobiliari che consentono di acquisire diritti di voto (artt. 1-8 legge 142/1992).

L'intera materia è poi confluita, con significative modificazioni, nella disciplina della offerta al pubblico di prodotti finanziari, dettata nel 1998 dal Tuf (artt. 94-101), di recente ulteriormente riformata dal d.lgs. 28-3-2007, n. 51 in attuazione della direttiva Ce 4-11-2003, n. 71. L'attuale normativa si caratterizza rispetto a quella previgente sotto un duplice profilo: a) la drastica riduzione della disciplina fissata per legge, con il conseguente riconoscimento alla Consob di più ampi poteri regolamentari; b) l'estensione dell'ambito di applicazione al fine di assoggettare ad una disciplina unitaria tutte le operazioni di offerta al pubblico che configurano una proposta di investimento finanziario.

Costituisce, infatti, offerta al pubblico di prodotti finanziari «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»<sup>1</sup> (art. 1, 1° comma, lett. t, Tuf)- Nozione quest'ultima in cui rientrano «gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria» (art. 1, 1° comma, lett. u, Tuf).

*Attenzione! Questo materiale didattico è per uso personale dello studente ed è coperto da copyright. Ne è severamente vietata la riproduzione o il riutilizzo anche parziale, ai sensi e per gli effetti della legge sul diritto d'autore (L. 22.04.1941/n. 633)*

La disciplina dell'offerta al pubblico di prodotti finanziari non trova però applicazione quando l'offerta è rivolta ai soli investitori qualificati (banche, Sgr, Sicav, Sim, fondi pensione, ecc.), o a un numero di soggetti non superiore a quello indicato dalla Consob (attualmente, 100), o l'ammontare complessivo non supera quello fissato dalla stessa Consob (attualmente, 2.500.000 euro); nonché in una serie di altri casi fissati per legge (art. 100 Tuf) o individuati dalla Consob con regolamento. Fra l'altro, la Consob ha sottratto alla disciplina dell'offerta pubblica i prodotti finanziari aventi taglio minimo di almeno 50.000 euro, nonché le emissioni che prevedono un lotto minimo per investitore di pari importo (art. 33 reg. Consob 1 1971/1999).

## **1.2. La disciplina. Il prospetto informativo**

Coloro che intendono effettuare un'offerta al pubblico di strumenti finanziari devono prima pubblicare un prospetto informativo. Il prospetto non può essere pubblicato finché non è approvato dalla Consob, salvi i casi in cui — in base al principio comunitario del mutuo riconoscimento dei prospetti — è consentito effettuare l'offerta in Italia sulla base del prospetto approvato dall'Autorità di vigilanza di altro Stato membro dell'Unione europea (art. 94, 1° comma, Tuf).

Per ottenere l'approvazione è necessario comunicare alla Consob l'intenzione di effettuare l'offerta allegando il prospetto destinato alla pubblicazione. Il contenuto della comunicazione, nonché le modalità di pubblicazione del prospetto informativo sono determinati dalla Consob con regolamento (art. 95, 1° comma).

In particolare, la comunicazione alla Consob contiene la sintetica descrizione dell'offerta e l'indicazione dei soggetti che la promuovono. Attesta inoltre l'esistenza dei presupposti necessari per l'esecuzione dell'offerta. La comunicazione è sottoscritta da coloro che in qualità di offerente, emittente e responsabile del collocamento intendono effettuare l'offerta (art. 4 reg. Consob 11971/1999).

Il prospetto informativo, a sua volta, deve contenere le informazioni necessarie «affinché gli investitori possano pervenire a un fondato giudizio sull'investimento proposto, sui diritti ad esso connessi e sui relativi rischi». Informazioni che vanno presentate in forma chiara, facilmente comprensibile ed analizzabile (art. 94, 2° comma, Tuf). A tal fine, l'Unione europea ha definito mediante regolamento una serie di schemi tipo di prospetti informativi, diversamente articolati a

seconda delle caratteristiche dei prodotti finanziari, e degli emittenti (regolamento Ce, 29-4-2004, n. 809). Nei casi non previsti dalla normativa comunitaria, il contenuto del prospetto è stabilito dalla Consob.

Il prospetto può comporsi, a scelta dell'offerente, di un unico documento o di più documenti. Nel secondo caso le informazioni richieste sono suddivise fra: il documento di registrazione, contenente le informazioni sull'emittente; la nota informativa sugli strumenti finanziari offerti al pubblico; e una nota di sintesi che riporta i rischi e le caratteristiche essenziali dell'offerta.

Ai fini dell'approvazione, la Consob verifica la completezza, coerenza e comprensibilità delle informazioni fornite nel prospetto (art. 94-bis, Io comma, Tuf) e ne può esigere l'integrazione.

I fatti sopravvenuti e gli errori o imprecisioni del prospetto rilevati prima della chiusura dell'offerta, se idonei ad influire sulla valutazione dei prodotti finanziari, sono portati a conoscenza del pubblico mediante la pubblicazione di un supplemento del prospetto; in tal caso, coloro che hanno già aderito all'offerta possono revocare la loro accettazione entro due giorni lavorativi dalla pubblicazione, o nel maggior termine fissato nel supplemento di prospetto.

Il prospetto è dunque una fonte particolarmente qualificata di informazioni sull'offerta; e la legge riconosce all'investitore il diritto al risarcimento del danno subito per aver fatto ragionevole affidamento sulla veridicità e completezza delle stesse. L'azione può essere proposta nei confronti dell'offerente, dell'emittente, dell'eventuale garante, nonché contro le persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto, ciascuno in relazione alle parti di propria competenza. Risponde in solido anche l'intermediario responsabile del collocamento.

Costoro possono esonerarsi da responsabilità solo offrendo la non facile prova d'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» (art. 94, commi 8° e 9°, come modificati dal d.lgs. 28-3-2007, n. 51).

L'azione risarcitoria deve essere esercitata entro due anni da quando l'investitore ha scoperto le falsità o le omissioni del prospetto. In mancanza di prova da parte dell'investitore su quando ciò sia avvenuto, si applica il termine breve di prescrizione di cinque anni dalla pubblicazione del prospetto.

Anche la Consob è esposta a responsabilità per i danni, ma solo in caso di violazione con dolo o colpa grave dei propri doveri di controllo (art. 24, comma 6-bis, legge 28-12-2005, n. 262).

Peraltro, i compiti di vigilanza della Consob sono estesi non solo al prospetto, ma più in generale all'attività pubblicitaria di qualsiasi tipo concernente l'offerta.

*Attenzione! Questo materiale didattico è per uso personale dello studente ed è coperto da copyright. Ne è severamente vietata la riproduzione o il riutilizzo anche parziale, ai sensi e per gli effetti della legge sul diritto d'autore (L. 22.04.1941/n. 633)*

Tale pubblicità deve essere effettuata secondo i criteri stabiliti dalla Consob al fine di assicurare la correttezza dell'informazione e la coerenza con il contenuto del prospetto (artt. 101 Tuf e 17-19 reg. Consob). La relativa documentazione deve essere trasmessa alla Consob contestualmente alla sua diffusione; la Consob ne controlla il contenuto e può sospendere in via cautelare o vietare la diffusione.

La Consob è poi investita di ampi poteri regolamentari al fine di assicurare il corretto svolgimento dell'offerta. Essa infatti definisce «le modalità di svolgimento dell'offerta anche al fine di assicurare la parità di trattamento tra i destinatari» (art. 95, Io comma, lett. d, Tuf). Individua inoltre «le norme di correttezza che sono tenuti a osservare l'offerente, l'emittente e chi colloca i prodotti finanziari nonché coloro che si trovano in rapporto di controllo o di collegamento con tali soggetti» (art. 95, 2° comma).

L'emittente gli strumenti finanziari e gli altri soggetti sopra indicati, coinvolti nell'offerta, sono a loro volta assoggettati a specifici obblighi informativi nei confronti del pubblico e della Consob al fine di assicurare il corretto svolgimento dell'operazione (art. 97 Tuf). Gli emittenti sono inoltre tenuti a sottoporre al giudizio di una società di revisione il bilancio di esercizio e quello consolidato redatti nel periodo dell'offerta (art. 97, 3° comma).

Nel contempo la Consob è investita di ampi poteri informativi, anche nei confronti degli acquirenti o sottoscrittori dei prodotti finanziari, al fine di accertare eventuali violazioni delle norme di legge e regolamentari in tema di offerta (art. 97, 4° comma); e in tal caso può sospendere in via cautelare o vietare del tutto l'operazione (art. 99).

L'offerta al pubblico di prodotti finanziari è poi assoggettata ad una specifica disciplina integrativa quando presenta i caratteri dell'offerta fuori sede. E' destinata cioè a essere svolta nei confronti di soggetti diversi dagli investitori professionali, in luogo diverso dalla sede legale o dalle dipendenze dell'emittente, del proponente l'investimento o del soggetto incaricato della promozione o del collocamento (art. 30 Tuf).

L'offerta fuori sede di prodotti finanziari, al pari di quella dei servizi di investimento, è infatti riservata ad intermediari professionali (banche, sim, imprese di investimento) autorizzati allo svolgimento del servizio di collocamento di strumenti finanziari e a loro volta tenuti ad avvalersi dell'opera dei promotori finanziari. All'investitore è inoltre riconosciuto lo ius poenitendi, secondo le regole già esaminate.



## 2 Mercato mobiliare e contratti di borsa

*Attenzione! Questo materiale didattico è per uso personale dello studente ed è coperto da copyright. Ne è severamente vietata la riproduzione o il riutilizzo anche parziale, ai sensi e per gli effetti della legge sul diritto d'autore (L. 22.04.1941/n. 633)*

## 2.1. Il mercato mobiliare.

L'organizzazione e la regolamentazione di un mercato dei valori mobiliari e degli altri strumenti finanziari risponde al duplice scopo di agevolare, attraverso la tipizzazione e la concentrazione delle negoziazioni, la conclusione e l'esecuzione dei relativi contratti di compravendita e di consentire la formazione di prezzi ufficiali significativi degli strumenti finanziari scambiati.

Il più antico ed il più importante mercato mobiliare regolamentato italiano è la borsa valori. In essa vengono negoziati, secondo tecniche particolari, titoli di massa largamente diffusi fra il pubblico (azioni di società, obbligazioni, ecc.) ammessi alle quotazioni ed altri strumenti finanziari collegati a titoli quotati.

La disciplina della borsa valori, originariamente dettata dalla legge 20-3-1913, n. 272, è stata più volte modificata (legge 216/1974; d.p.r. 138/1975; legge 1/1991; d.lgs. 415/1996; d.lgs. 58/1998) nel quadro di una generale riforma del mercato mobiliare sfociata nel 1996, anche sulla spinta delle esperienze straniere e delle direttive comunitarie, nella privatizzazione delle relative strutture organizzative e di gestione.

L'attuale disciplina (artt. 60-ter-79-ter Tuf) configura infatti l'organizzazione e la gestione dei mercati regolamentati di strumenti finanziari come attività di impresa esercitata da società per azioni, anche senza scopo di lucro, che rispondono a determinati requisiti ed operano sotto la vigilanza delle autorità pubbliche (Ministro dell'economia e delle finanze, Consob e Banca d'Italia). L'istituzione, l'organizzazione ed il funzionamento di nuovi mercati regolamentati è perciò oggi affidata all'iniziativa privata, previa autorizzazione della Consob (o del Ministro dell'economia e delle finanze per il mercato all'ingrosso dei titoli di Stato).

Nel contempo i mercati regolamentati esistenti sono stati privatizzati con la costituzione nel 1998 della Borsa Italiana s.p.a., che attualmente gestisce quattro mercati regolamentati:

- la Borsa, a sua volta divisa in comparti a seconda del tipo di strumenti finanziari negoziati;
- il Mercato Expandi (che sostituisce dal 2003 il Mercato ristretto, istituito con legge 23-1-1977, n. 49), nel quale vengono negoziate azioni ed altri titoli che non hanno ancora raggiunto un grado di diffusione fra il pubblico sufficiente per la quotazione in borsa;
- il Mercato dei derivati (Idem), istituito nel 1994 con regolamento Consob per la negoziazione dei contratti futures ed options;

*Attenzione! Questo materiale didattico è per uso personale dello studente ed è coperto da copyright. Ne è severamente vietata la riproduzione o il riutilizzo anche parziale, ai sensi e per gli effetti della legge sul diritto d'autore (L. 22.04.1941/n. 633)*



- a questi mercati, preesistenti alla privatizzazione, si è aggiunto il Mercato MTAX (che sostituisce dal 2006 il Nuovo Mercato istituito nel 1999), destinato alla negoziazione di azioni di società di medie dimensioni ad alto potenziale di sviluppo.

Per la negoziazione all'ingrosso dei titoli di Stato esiste inoltre un apposito mercato regolamentato, tenuto da altra società di gestione (art. 66 Tuf).

L'organizzazione e la gestione dei mercati sono disciplinate da un regolamento deliberato dall'assemblea ordinaria della società di gestione (o dal consiglio di amministrazione, se la società è quotata). Tale regolamento, sottoposto ad approvazione della Consob, deve fra l'altro determinare: le condizioni di ammissione, sospensione ed esclusione degli operatori e degli strumenti finanziari dalle negoziazioni; le condizioni e le modalità per lo svolgimento delle negoziazioni e per l'accertamento e la diffusione dei prezzi; i tipi di contratti ammessi e i criteri di determinazione dei quantitativi minimi negoziabili (art. 62 Tuf)-

La società di gestione provvede inoltre all'organizzazione ed al funzionamento del mercato e, in particolare, dispone l'ammissione, la sospensione e l'esclusione dalle negoziazioni degli strumenti finanziari e degli operatori, comunicando immediatamente i relativi provvedimenti alla Consob (che può vietarne l'esecuzione e ordinarne la revoca). Verifica inoltre il rispetto del regolamento del mercato comunicandone le violazioni alla Consob (art. 64).

La Consob autorizza l'esercizio dell'attività sui mercati regolamentati e cura l'adempimento delle disposizioni comunitarie in materia (art. 63). Vigila inoltre su quelli esistenti al fine di assicurare la trasparenza del mercato, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori (art. 74).

La Consob vigila anche sulla società di gestione (art. 73), che è altresì assoggettata a revisione contabile obbligatoria (art. 61,9° comma).

Ciò fissato veniamo ai contratti di borsa.

## **2.2. I contratti di borsa**

I contratti di borsa sono contratti standardizzati che (di regola) hanno per oggetto il trasferimento della proprietà di un determinato quantitativo di valori mobiliari (azioni, obbligazioni, quote di fondi comuni) individuati solo nel genere (ad esempio, 1000 azioni Fiat ordinarie), la cui esecuzione (individuazione e consegna delle azioni, pagamento del prezzo) è differita ad una scadenza predeterminata.

*Attenzione! Questo materiale didattico è per uso personale dello studente ed è coperto da copyright. Ne è severamente vietata la riproduzione o il riutilizzo anche parziale, ai sensi e per gli effetti della legge sul diritto d'autore (L. 22.04.1941/n. 633)*

I contratti di borsa si atteggiavano perciò come vendite a termine di azioni o di altri valori mobiliari, in passato rappresentati da titoli di credito ed oggi da strumenti finanziari dematerializzati. Infatti, come esposto nel secondo volume, a partire dal 1998 le società quotate non possono più emettere titoli rappresentativi di strumenti finanziari negoziati nei mercati regolamentati. L'emissione e il trasferimento delle azioni e delle obbligazioni di società quotate avviene perciò esclusivamente mediante registrazioni contabili effettuate da una società di gestione accentrata di strumenti finanziari (la Monte Titoli s.p.a.).

Resta comunque fermo che i contratti di borsa costituiscono vendite a termine generiche (ieri di titoli di credito ed oggi di strumenti finanziari dematerializzati) assoggettate ad una disciplina particolare che riguarda essenzialmente le modalità di conclusione e di esecuzione del contratto, nonché i rimedi in caso di inadempimento.

Le negoziazioni di borsa presentano infatti caratteristiche peculiari.

I contratti di borsa sono contratti standardizzati: i tipi di contratti ammessi ed i quantitativi minimi negoziabili (ove previsti) sono stabiliti dal regolamento del mercato.

La negoziazione in borsa (e negli altri mercati regolamentati) è riservata di regola a determinate categorie di intermediari professionali: società di intermediazione mobiliare e imprese di investimento estere autorizzate, banche italiane ed estere autorizzate e, fino all'esaurimento del relativo ruolo, gli agenti di cambio; oggi però possono essere ammessi alle negoziazioni anche altri soggetti, purché in possesso di adeguati requisiti di onorabilità, professionalità, competenza e di risorse sufficienti (art. 25 Tuf, modificato dal d.lgs. 164/2007).

Chi intende acquistare o vendere titoli quotati in borsa è tenuto perciò a rivolgersi ad uno degli intermediari abilitati conferendogli un apposito incarico scritto di acquisto o di vendita. È questo il c.d. ordine di borsa le cui modalità, per quanto non previsto dalla disciplina generale dei contratti di investimento, sono oggi determinate dal regolamento di borsa, che in particolare ne determina la tipologia quanto al prezzo ed al tempo di esecuzione.

La negoziazione dei titoli in borsa avveniva in passato col sistema dell'asta pubblica «alle grida»: l'incontro della domanda e dell'offerta avveniva cioè in un apposito recinto dei locali delle singole borse valori (c.d. corbeille), nel quale i titoli erano contrattati ad alta voce dagli operatori ammessi. Con la riforma del 1991 questo sistema è stato progressivamente sostituito da un più moderno e trasparente sistema telematico di negoziazione e le negoziazioni alle grida sono definitivamente cessate all'inizio del 1996.

*Attenzione! Questo materiale didattico è per uso personale dello studente ed è coperto da copyright. Ne è severamente vietata la riproduzione o il riutilizzo anche parziale, ai sensi e per gli effetti della legge sul diritto d'autore (L. 22.04.1941/n. 633)*

I contratti di borsa sono stipulati direttamente dagli intermediari fra di loro, in nome proprio e per conto dei rispettivi clienti. Ciascun intermediario è quindi direttamente obbligato verso l'altro per l'esecuzione del contratto (consegna dei titoli o pagamento del prezzo).

L'esecuzione dei contratti di borsa, numerosi e spesso aventi ad oggetto gli stessi titoli, avviene col sistema della stanza di compensazione disciplinato dalla Banca d'Italia, d'intesa con la Consob (art. 69, I° comma, Tuf). A scadenze periodiche, diverse per i contratti a contanti e per i contratti a termine, gli organi della stanza attuano la liquidazione provvedendo alla compensazione delle partite omogenee e determinano il saldo di liquidazione per ciascun intermediario. A seguito della liquidazione, gli strumenti finanziari sono trasferiti mediante semplici scritturazioni contabili sui conti degli intermediari aperti presso la società di gestione accentrata (Monte Titoli). A loro volta gli intermediari annotano nei conti di gestione dei propri clienti gli strumenti finanziari ed i corrispettivi di loro competenza.

La Banca d'Italia, d'intesa con la Consob, disciplina l'istituzione ed il funzionamento di sistemi volti a garantire il buon fine dei singoli contratti, nonché delle operazioni di compensazione e liquidazione, con interventi peraltro diversamente articolati a seconda che le operazioni abbiano per oggetto strumenti finanziari non derivati o derivati. E a tal fine è stata istituita nel 1992 un'apposita «Cassa di compensazione e garanzia» la quale utilizza fondi costituiti con i versamenti degli intermediari partecipanti al sistema.

E infine prevista una particolare procedura di liquidazione dei contratti di borsa qualora uno dei soggetti ammessi alle negoziazioni incorra in una «insolvenza di mercato» (art. 72 Tuf), dovuta ad inadempimenti o ad altre situazioni stabilite dalla Consob (art. 15 reg. 11768/1998).

L'insolvenza di mercato è dichiarata dalla Consob e determina l'immediata liquidazione dei contratti dell'insolvente non ancora scaduti. La liquidazione è effettuata da uno o più commissari nominati dalla Consob, d'intesa con la Banca d'Italia, secondo le modalità stabilite dalla stessa Consob (art. 17 reg. 11768/1998).

I commissari hanno il potere di compiere tutti gli atti necessari alla liquidazione dell'insolvenza e possono quindi procedere all'acquisto o alla vendita in danno dell'inadempiente degli strumenti finanziari oggetto dei contratti rimasti inadempiti. Al termine della procedura di liquidazione i commissari rilasciano agli aventi diritto (sistema di garanzia e/o controparti dell'insolvente), per i crediti residui, un certificato di credito, che ha valore di titolo esecutivo e consente perciò di agire nei confronti dell'insolvente senza bisogno di una preventiva sentenza di condanna.

*Attenzione! Questo materiale didattico è per uso personale dello studente ed è coperto da copyright. Ne è severamente vietata la riproduzione o il riutilizzo anche parziale, ai sensi e per gli effetti della legge sul diritto d'autore (L. 22.04.1941/n. 633)*

Gli effetti della liquidazione delle insolvenze sono definitivi. Le liquidazioni non possono perciò essere dichiarate inefficaci qualora l'intermediario inadempiente venga successivamente sottoposto ad una procedura concorsuale (art. 72, 6° comma, e d.lgs. 12-4-2001, n. 210).

### **2.3. Contratti a contanti e a termine**

Come anticipato, le compravendite di borsa sono sempre contratti ad esecuzione differita che hanno per oggetto strumenti finanziari individuati solo nel genere.

Le modalità di determinazione del termine di esecuzione (c.d. liquidazione) possono essere però diverse e sotto tale profilo i contratti di borsa si distinguono in contratti «a contanti» e «a termine».

La compravendita a contanti deve essere eseguita entro un termine massimo che decorre dalla conclusione di ciascun contratto: termine attualmente fissato in tre giorni dal regolamento di borsa. Il termine di esecuzione è perciò diverso per ogni contratto stipulato, fermo restando che anche nel contratto «a contanti» non si ha lo scambio immediato dei titoli contro il prezzo.

La liquidazione per compensazione dei contratti a contanti avviene con cadenza giornaliera e il relativo servizio di compensazione e liquidazione, gestito dal 2004 dalla Monte Titoli, determina il saldo a debito o a credito di ciascun intermediario.

Appositi fondi, gestiti dalla Cassa di compensazione e garanzia, garantiscono rispettivamente il buon fine dei singoli contratti di compravendita non ancora liquidati, in caso di insolvenza di uno degli operatori, e il buon fine delle operazioni di compensazione e di liquidazione. Ciascun fondo costituisce patrimonio separato da quello del soggetto che lo amministra e dagli altri fondi (artt. 68, 2° comma e 69, 3° comma, Tuf). Mentre per i titoli negoziati nel mercato ristretto (ora, mercato Expandi) sono state sempre consentite solo compravendite «a contanti», per quelli quotati in borsa era in passato possibile anche la stipulazione di contratti «a termine» e di contratti a premio su singoli titoli azionari.

Nei contratti «a termine» la liquidazione, sempre col sistema della stanza di compensazione, era unica per tutti i contratti conclusi in un determinato periodo (mese di borsa) e avveniva con cadenza mensile in un giorno fissato dal calendario di borsa (c.d. giorno di liquidazione mensile), con la consegna dei titoli ed il pagamento del prezzo del giorno in cui il contratto era stato concluso.

Con identica tecnica avveniva la liquidazione dei contratti a premio su singoli titoli azionari, negoziati in un apposito comparto della borsa (Mercato dei premi). Con tale contratto, il compratore

*Attenzione! Questo materiale didattico è per uso personale dello studente ed è coperto da copyright. Ne è severamente vietata la riproduzione o il riutilizzo anche parziale, ai sensi e per gli effetti della legge sul diritto d'autore (L. 22.04.1941/n. 633)*

o il venditore a termine si riservava, dietro pagamento di un corrispettivo (il premio), il diritto di non darvi esecuzione. La facoltà di scelta doveva essere esercitata entro un giorno predeterminato dal calendario di borsa (giorno per la risposta premi), che precedeva quello fissato per la liquidazione mensile.

Proprio per la tecnica della liquidazione unica mensile, i contratti a termine erano utilizzati soprattutto per compiere operazioni speculative che si concludevano senza l'effettivo trasferimento dei titoli azionari e l'integrale pagamento del relativo prezzo, bensì e solo col pagamento o la riscossione di una differenza in danaro. Bastava infatti porre in essere prima del giorno della liquidazione mensile un'operazione contrapposta di acquisto o di vendita a termine sugli stessi titoli e per lo stesso quantitativo. Le due operazioni si compensavano e perciò in sede di liquidazione si incassava (se la speculazione era riuscita) o si versava solo la differenza fra il prezzo di acquisto e quello di vendita. E queste operazioni speculative potevano avvenire anche allo scoperto, cioè anche se non si disponeva dei titoli venduti a termine, dato che bastava coprirsi con un acquisto a termine prima della liquidazione mensile.

Gli effetti perturbativi sulle quotazioni delle operazioni speculative hanno tuttavia portato, seguendo l'esperienza dei mercati mobiliari di altri Paesi, ad una netta separazione fra mercato a contanti e mercato a termine dei titoli quotati in borsa. A partire dal febbraio 1996, con il completamento del processo di telematizzazione delle negoziazioni, tutti i contratti di borsa devono essere conclusi «a contanti»: la liquidazione deve avvenire entro tre giorni dalla conclusione. Nel 2003 è stato inoltre chiuso il Mercato dei premi e conseguentemente la possibilità di negoziare in borsa contratti a premio.

I tradizionali contratti a termine legati alla liquidazione mensile hanno cessato così di esistere. Nel contempo, per le operazioni a carattere puramente speculativo è stato istituito un distinto mercato regolamentato: il mercato per la negoziazione degli strumenti finanziari derivati (Idem). In tale mercato i tradizionali contratti a termine sono stati sostituiti dai contratti futures; quelli a premio dai contratti di opzione.

## **2.4. Gli strumenti finanziari derivati**

Nelle borse straniere sono da tempo diffusi contratti a termine, variamente articolati, che hanno per oggetto non già strumenti finanziari realmente esistenti sul mercato a pronti, ma strumenti finanziari standardizzati collegati alle variazioni delle quotazioni di determinati valori

*Attenzione! Questo materiale didattico è per uso personale dello studente ed è coperto da copyright. Ne è severamente vietata la riproduzione o il riutilizzo anche parziale, ai sensi e per gli effetti della legge sul diritto d'autore (L. 22.04.1941/n. 633)*

mobiliari ovvero di indici di borsa relativi agli stessi (futures e options). identiche operazioni sono compiute sul mercato monetario e dei cambi con riferimento all'andamento dei tassi di interesse e dei corsi delle valute straniere (contratti swaps).

Questi strumenti finanziari sono denominati anche prodotti derivati perché il loro valore deriva dall'andamento delle quotazioni delle attività finanziarie che sono assunte come parametro di riferimento (c.d. sottostante).

Si tratta di contratti a carattere fortemente speculativo. Infatti, se hanno per oggetto strumenti finanziari collegati a valori mobiliari o valute presentano analogie con i contratti di borsa a termine, dato che, al pari di questi, vengono di regola eseguiti alla scadenza in via differenziale, senza dar luogo alla consegna dei titoli o delle valute assunti come termine di riferimento. Se hanno per oggetto indici di borsa o finanziari sono invece veri e propri contratti differenziali in quanto la prestazione convenuta consiste puramente e semplicemente nel pagamento di una somma di denaro pari alla variazione dell'indice di riferimento fra il giorno di conclusione del contratto e quello di scadenza. I contratti derivati possono tuttavia servire a ridurre i rischi assunti con altri contratti di borsa su valori mobiliari o divise estere contribuendo così ad un più corretto andamento dei relativi mercati.

Da noi, il carattere aleatorio di tali contratti (ed in particolare di quelli su indici) poteva in passato far pensare all'assimilazione al gioco o alla scommessa. Da qui un possibile significativo ostacolo alla loro diffusione costituito dalla c.d. eccezione di gioco: il gioco e la scommessa, anche se non proibiti, non attribuiscono al vincitore azione per il pagamento (art. 1933 cod. civ.). Il debito di gioco dà cioè vita ad un'obbligazione naturale.

Questi dubbi sono stati tuttavia rimossi dalla legge 1/1991, che ha espressamente escluso l'applicazione dell'art. 1933 cod. civ. ai contratti uniformi a termine su strumenti finanziari derivati. Principio ora ribadito dall'art. 23, 5° comma, del Tuf.

E stato così possibile dare avvio nel 1994 ad un mercato italiano degli strumenti derivati, oggi gestito dalla Borsa Italiana s.p.a, nel quale sono attualmente negoziati contratti futures e contratti di opzione (Titolo 4.8. del relativo regolamento).

Il contratto future è un contratto uniforme a termine su strumenti finanziari con il quale le parti si obbligano a scambiarsi alla scadenza un certo quantitativo di determinate attività finanziarie ad un prezzo prestabilito; ovvero, nel caso di future su indici, a liquidarsi una somma di danaro pari alla differenza fra il valore dell'indice di riferimento alla stipula del contratto ed il valore dello stesso indice nel giorno di scadenza.

*Attenzione! Questo materiale didattico è per uso personale dello studente ed è coperto da copyright. Ne è severamente vietata la riproduzione o il riutilizzo anche parziale, ai sensi e per gli effetti della legge sul diritto d'autore (L. 22.04.1941/n. 633)*



Il contratto di opzione si differenzia rispetto al future essenzialmente perché una delle parti, verso pagamento di un corrispettivo, si riserva la facoltà di scegliere se realizzare o meno lo scambio.

Pertanto e più precisamente, con il contratto di opzione una delle parti, dietro pagamento di un corrispettivo (premio), acquisisce la facoltà di acquistare (opzione call) o di vendere (opzione put) un certo quantitativo di determinate attività finanziarie ad un prezzo prestabilito (prezzo di esercizio), entro un termine concordato o alla scadenza dello stesso. Nel caso di opzioni su indici di borsa, si acquista invece il diritto di ricevere una somma di denaro pari alla differenza fra il maggior valore dell'indice nel giorno in cui l'opzione è esercitata, o alla scadenza, rispetto al prezzo di esercizio concordato (opzione call, con cui l'opzionario punta su un rialzo dei mercati); o viceversa, se l'investitore ha scommesso su un ribasso dei mercati, di ricevere una somma di denaro pari al maggior valore del prezzo di esercizio concordato rispetto al valore dell'indice nel giorno in cui l'opzione è esercitata o alla scadenza (opzione put). L'opzione sarà ovviamente esercitata solo se questo calcolo risulta a credito per l'opzionario. Altrimenti non verrà esercitata e si perderà il premio.

La negoziazione dei contratti futures e delle opzioni avviene col sistema telematico. La Cassa di compensazione e garanzia svolge un ruolo centrale per assicurare la compensazione ed il buon fine di tali contratti. Infatti, non si limita ad intervenire in caso di inadempimento come nei contratti a contanti, ma si interpone fra gli intermediari fin dal momento della conclusione del contratto. Assume infatti in proprio, nei confronti di ciascuna parte, le posizioni contrattuali da regolare (art. 70 Tuf e Provv. Banca d'Italia 22-10-2002).

La Cassa provvede ad ogni liquidazione alla compensazione ed all'adempimento mediante l'utilizzazione di appositi fondi costituiti con versamenti periodici (margini di garanzia) degli stessi intermediari, a loro volta obbligati a richiederli ai propri committenti. I margini di garanzia non possono essere distratti dalla loro destinazione, né essere soggetti ad azioni esecutive o conservative da parte dei creditori degli intermediari (art. 70 Tuf).

Nascono infine da un'evoluzione dei contratti derivati, ed in particolare dei contratti di opzione, i c.d. strumenti finanziari derivati cartolarizzati (Securities derivatives), che a partire dal 1998 sono negoziati in un apposito comparto della borsa: il Mercato SeDeX. Attualmente, vi sono negoziati due tipi di strumenti finanziari derivati cartolarizzati: i covered warrants e i certificati (certificates). I covered warrants sono strumenti finanziari dematerializzati emessi in serie i quali incorporano un contratto di opzione di acquisto o di vendita.

*Attenzione! Questo materiale didattico è per uso personale dello studente ed è coperto da copyright. Ne è severamente vietata la riproduzione o il riutilizzo anche parziale, ai sensi e per gli effetti della legge sul diritto d'autore (L. 22.04.1941/n. 633)*

Nella tipologia più semplice (c.d. covered warrants plain vanilla) i covered warrants attribuiscono pertanto al titolare la facoltà di acquistare (opzione call) o di vendere (opzione put) un certo quantitativo di determinate attività finanziarie o merci ad un prezzo prestabilito (prezzo di esercizio), entro un termine concordato o alla scadenza dello stesso. Con i covered warrants su indici, si acquista invece il diritto di ricevere una somma di denaro pari al maggior valore dell'indice nel giorno in cui l'opzione è esercitata, o alla scadenza, rispetto al prezzo di esercizio concordato (opzione call), o viceversa, di ricevere una somma di denaro pari al maggior valore del prezzo di esercizio concordato rispetto al valore dell'indice nel giorno in cui l'opzione è esercitata o alla scadenza (opzione put). Se l'opzione non viene esercitata, la perdita sarà pari al prezzo pagato per sottoscrivere o acquistare il covered warrants (premio).

Pertanto, i covered warrants possono avere anche contenuto più complesso e combinare fra loro più opzioni di acquisto o di vendita, o sottoporre l'opzione a particolari condizioni contrattuali (c.d. covered warrants strutturati o esotici).

I certificati (certificates) sono, in via residuale, tutti gli strumenti finanziari derivati cartolarizzati diversi dai covered warrants. Al pari di questi ultimi, sono strumenti finanziari dematerializzati emessi in serie, il cui valore varia in dipendenza dall'andamento di un'attività assunta come parametro di riferimento (sottostante), fermo restando che il titolare non è esposto a perdite che superano il capitale investito nell'acquisto o nella sottoscrizione del certificato.

Covered warrants e certificati si caratterizzano per i requisiti particolarmente rigorosi richiesti all'emittente, a tutela degli investitori. Possono infatti essere emessi solo da Stati, enti sopranazionali o società soggette a vigilanza prudenziale dotate di requisiti di particolare solidità patrimoniale fissati dal regolamento di borsa, ovvero con la garanzia di uno di questi soggetti (reg. borsa, capo 7, art. 2.2.17). Per prevenire conflitti di interessi, l'emittente dei covered warrants deve inoltre essere un soggetto autonomo ed indipendente dall'emittente delle azioni o dei titoli che ne costituiscono il sottostante.

## **2.5. La tutela penale del mercato mobiliare (l' insider trading)**

L'esigenza di assicurare il corretto funzionamento del mercato mobiliare e di evitare manipolazioni delle quotazioni aveva già da tempo indotto il nostro legislatore a configurare come reato la divulgazione di notizie false, ovvero l'utilizzazione di altri artifici idonei ad alterare

*Attenzione! Questo materiale didattico è per uso personale dello studente ed è coperto da copyright. Ne è severamente vietata la riproduzione o il riutilizzo anche parziale, ai sensi e per gli effetti della legge sul diritto d'autore (L. 22.04.1941/n. 633)*



sensibilmente il regolare andamento delle quotazioni di strumenti finanziari. Il fatto, prima punito come fattispecie del reato di aggio (art. 501 c.p.), oggi configura il più grave reato di manipolazione del mercato previsto dall'art. 185 Tuf (modificato dalla legge 18-4-2005, n. 62).

Il corretto funzionamento del mercato mobiliare e la fiducia in esso degli investitori possono essere tuttavia pregiudicati anche da comportamenti che non configurano manipolazione del mercato, ma danno luogo al diverso fenomeno dell'insider trading.

L'insider trading consiste in operazioni speculative su valori mobiliari poste in essere da chi, per la particolare posizione rivestita (ad esempio, amministratori di una s.p.a. quotata), è in possesso di informazioni non ancora note alla massa degli investitori, che possono influenzare sensibilmente il prezzo futuro dei titoli.

Queste operazioni, largamente praticate in passato, procurano ad alcuni investitori (gli iniziati) vantaggi rispetto a tutti gli altri; e vantaggi indebiti in quanto ottenuti sfruttando informazioni non solo non accessibili a tutti, ma acquisite solo per la posizione fiduciaria rivestita rispetto all'emittente i valori mobiliari. Da qui l'esigenza di prevenire e reprimere tali fenomeni che a lungo andare menomano la fiducia nel mercato della massa degli investitori.

Tale esigenza è appunto alla base della disciplina dell'abuso di informazioni privilegiate su strumenti finanziari, negoziati nei mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'Unione europea, introdotta dalla legge 157/1991, in attuazione della direttiva Cee 13-11-1989, e attualmente contenuta nel Tuf (artt. 185-187-septies). Disciplina che è stata recentemente riformata dalla legge 18-4-2005, n. 62 in attuazione della direttiva CE, 28-1-2003, n. 6 sugli abusi di mercato.

Il principio cardine di tale disciplina può essere così fissato: il compimento di qualsiasi operazione su tali strumenti finanziari, anche per interposta persona, è vietato ed espone a sanzioni penali quando si è in possesso di informazioni privilegiate, idonee a influenzarne sensibilmente il prezzo se rese pubbliche.

Destinatari del divieto sono:

a) chiunque sia in possesso di informazioni privilegiate ottenute in ragione della sua qualità di componente di organi di amministrazione, direzione o controllo dell'emittente, della partecipazione al capitale della stessa società, ovvero dell'esercizio di un'attività lavorativa, di una professione o di una funzione, anche pubblica, od ufficio (art. 184, 1° comma);

b) chiunque sia in possesso di informazioni privilegiate a motivo della preparazione o esecuzione di attività delittuose.

*Attenzione! Questo materiale didattico è per uso personale dello studente ed è coperto da copyright. Ne è severamente vietata la riproduzione o il riutilizzo anche parziale, ai sensi e per gli effetti della legge sul diritto d'autore (L. 22.04.1941/n. 633)*

A questi soggetti è inoltre vietato di comunicare senza giustificato motivo ad altri le informazioni privilegiate possedute o di consigliare sulla base delle stesse il compimento di operazioni.

E invece punito come illecito amministrativo il compimento dei medesimi atti da parte di ogni altro soggetto che, essendo in possesso di informazioni privilegiate, conosceva o poteva conoscere con l'ordinaria diligenza il carattere privilegiato delle stesse.

A sanzione amministrativa sono sottoposti (in base alla disciplina del d.lgs. 8-6-2001, n. 231) anche gli enti nel cui interesse sono stati realizzati illeciti di insider trading e manipolazione del mercato da parte delle persone che li rappresentano o di altri soggetti indicati dall'art. 181-quinquies Tuf.

La Consob assicura il rispetto di tali divieti avvalendosi di ampi poteri informativi nei confronti di chiunque appaia informato sui fatti, eroga le sanzioni amministrative e può anche ordinare in via cautelare di porre termine alle condotte che fanno presumere l'esistenza di illeciti (art. 187- octies). Terminati gli accertamenti, nel caso in cui emergano elementi che facciano presumere l'esistenza di un reato, il presidente della Consob trasmette al pubblico ministero la documentazione raccolta, corredata da una relazione (art. 187-decies).

La Consob può costituirsi parte civile nel procedimento penale promosso dal pubblico ministero, per chiedere ai responsabili il risarcimento dei danni cagionati all'integrità del mercato.

