

LA PIAZZA FINANZIARIA TICINESE E L'ECONOMIA DEL NORD ITALIA. STIMOLI ALL'INTEGRAZIONE TERRITORIALE IN OTTICA TRANSFRONTALIERA

CONVEGNO NELL'AMBITO DEL PROGETTO INTERREG
INTECOFIN-INSUBRIA

13/01/2020

Relatori

Filippo Annunziata, Prof., Socio fondatore Studio Annunziata e Associati, Milano

René Chopard, Dr., già Direttore, Centro Studi Villa Negroni, Vezia

Gioacchino Garofoli, Professore Ordinario di Politica Economica, Dipartimento di Economia,
Università dell'Insubria, Varese

Roberto Grassi, CEO, Gruppo Fidinam, Lugano

Iginio Liberali, Dr., Presidente, LU-VE s.p.a., Uboldo

Daniela Montemerlo, Professore Ordinario di Economia aziendale, Dipartimento di Economia,
Università dell'Insubria, Varese

Gianluca Pallini, Dott. Commercialista e Revisore Legale, MBA, Docente presso l'Università
Cattolica e l'ESCP Europe, Professionista con focus su tematiche di Corporate Strategy, Corporate
Finance e Family Business, Milano

Stelio Pesciallo, Avv. e Notaio, Studio 1896, Lugano, già Responsabile del Servizio Giuridico e
Compliance, UBS Cantone Ticino

Giovanni Vergani, Dr., Docente presso la Facoltà di scienze economiche, Università della Svizzera
italiana e presso il Centro Studi Villa Negroni, Vezia, Direttore Addwise SA, Lugano

Moderatore

Stefano Sala, Wealth Management Europe, Credit Suisse, Lugano

Indice

Obiettivi del progetto Interreg INTECOFIN-INSUBRIA <i>a cura di René Chopard</i>	3
La piazza finanziaria ticinese e l'economia del Nord Italia. Stimoli all'integrazione territoriale in ottica transfrontaliera <i>a cura di Stelio Pesciallo</i>	8
Servizi e attività di investimento: nozioni generali <i>a cura di Filippo Annunziata</i>	21
L'impresa familiare italiana <i>a cura di Daniela Montemerlo</i>	53
L'Impresa familiare Italiana: le difficoltà ed i bisogni non soddisfatti <i>a cura di Gianluca Pallini</i>	65
Case study: testimonianza di una PMI familiare alla ricerca di servizi per le sue attività internazionali <i>a cura di Iginio Liberali</i>	89
Le caratteristiche della piazza finanziaria ticinese <i>a cura di René Chopard</i>	101
Consulenza olistica: wealth management model volto al sistema famiglia-impresa <i>a cura di Giovanni Vergani</i>	118
Case study: testimonianza di un operatore finanziario con servizi di consulenza per l'internazionalizzazione delle imprese <i>a cura di Roberto Grassi</i>	129

Obiettivi del progetto Interreg INTECOFIN-INSUBRIA

René Chopard

13.01.2020



Le tappe

*“Gestione della tesoreria, scambi internazionali, ingegneria finanziaria, consulenza fiscale e giuridica, ecc. da offrire al sistema industriale del Nord Italia potrebbero rappresentare una solida diversificazione delle attività che **permetterebbe di consolidare la piazza bancaria ticinese...e faciliterebbe uno dei bacini industriali più importanti d’Europa** nel trovare quei servizi bancari e finanziari che lo aiutino nel suo sviluppo internazionale,”*

«La banca ticinese nell’economia del Nord Italia. I futuri possibili», **1996**

*“La domanda on-shore di crediti da parte delle imprese dell’Insubria italiana e l’offerta off-shore di gestione patrimoniale da parte delle banche ticinesi possono coagularsi in un wealth management cross-border dove corporate finance e private banking si possano integrare armoniosamente cosicché **la Regio Insubrica, oltre che uno spazio geografico, diventi un vero spazio economico-finanziario.**”*

«La banca ticinese e l’impresa del Nord Italia. Opportunità d’integrazione transfrontaliera», **2014**

*“Il progetto intende rispondere a un momento critico e di forte cambiamento internazionale, facilitando lo sviluppo dei rapporti economico-finanziari nella regione transfrontaliera (Nord Italia e Ticino), grazie a nuove opportunità di business legate **a una maggiore integrazione fra due realtà finora impermeabili.**”*

«La piazza finanziaria ticinese e l’economia del Nord Italia. Stimoli all’integrazione territoriale in ottica transfrontaliera», **2019**



I concetti

- **Integrazione VS Ostacoli normativi**
- **Nuovi modelli di crescita VS Attività radicate**
- **Nuove figure professionali VS Professioni consolidate**
- **Fabbisogno di competenze VS Competenze diffuse**



Le modalità

- **La sensibilizzazione:** i Convegni
- **La riflessione:** i Focus Group
- **L'approfondimento:** la Ricerca
- **La formazione:** i Corsi



Gli attori

- **La domanda:** PMI, in particolare familiari, del Nord Italia
- **L'offerta:** banche, fiduciarie, assicurazioni, prestatori di servizi, ticinesi
- **Gli intermediari:** professionisti «transfrontalieri»



La piazza finanziaria ticinese e l'economia del Nord Italia. Stimoli all'integrazione territoriale in ottica transfrontaliera

Stelio Pesciallo

13.01.2020



VINCOLI E OPPORTUNITÀ REGOLAMENTARI IN AMBITO TRANSFRONTALIERO



L'attività "Cross Border"

- Definizione:

Operazioni aventi dimensione internazionale nel senso di operazioni finanziarie che consistono nell'esportazione di servizi, alla vendita di un prodotto all'estero o all'investimento in un mercato estero oggetto di regolamentazione

- 2 elementi caratterizzanti:

- Prestazione di servizi finanziari: (anche) tutte le operazioni contemplate nell'attivo del bilancio di una banca o società finanziaria (finanziamento di terzi) nonché tutte le operazioni rientranti nei servizi offerti e che accompagnano queste operazioni.
- Superamento dei confini nazionali: l'operatore finanziario ha sede e opera in Svizzera e la sua controparte ha sede/domicilio sul territorio italiano



Le normative svizzere sulle banche nell'ambito della prestazione di prestazione di servizi finanziari in favore di aziende estere

- Descrizione negli statuti , nel contratto di società o nei regolamenti del campo materiale e geografico di attività (Art. 7 Ordinanza sulle banche)
- La sfera di attività e la sua estensione devono essere adeguate alle possibilità finanziarie e all'organizzazione Amministrativa dell'istituto (Art. 7 cpc 3 Ordinanza sulle banche)
- Proporzione degli attivi verso l'estero con l'insieme degli attivi (Art.44 lett. n Ordinanza sulle banche)
- Le banche devono astenersi , in Svizzera o all'estero, dal fare una pubblicità fallace o insistente, ostentando la loro sede in Svizzera o le istituzioni svizzere (Art 4 quater LFB)



- Considerazione e valutazione dei singoli rischi: Klumpenrisiko (rischio di concentrazione in una singola controparte, settore o Paese), rischio Paese, valutario, delcredere, giuridico e di esecuzione:
 - 2019/1 Circolare FINMA Ripartizione dei rischi-banche
 - 2017/07 Circolare FINMA Rischi di credito-banche
 - 2017/01 Circolare FINMA Corporate governance –banche
- Distinzione nel bilancio tra crediti interni ed esteri (Art. 12 lett. a e 14 Ordinanza sulle banche)
- Incidenza delle normative estere sul rispetto del principio di irrepremissibilità e sul principio di una appropriata organizzazione interna: *posizione della FINMA sui rischi giuridici e di reputazione nelle operazioni transfrontaliere aventi per oggetto prestazioni finanziarie del 22 Ottobre 2010*
 - Obblighi autorizzativi
 - Conseguenze all'estero di diritto amministrativo, penale, fiscale, civile e processuale



- Le banche non possono ricorrere abusivamente alle loro succursali estere o a società estere del proprio gruppo attive nel settore bancario o finanziario per eludere la Convenzione di diligenza bancaria (CDB 20. Art 1 cpv 2)
- Le visite ai clienti all'estero sono autorizzate purché l'incaricato della banca non accetti fondi il cui trasferimento è vietato , non dia consigli per il trasferimento illegali dei capitali , né partecipi a operazioni di compensazione (CDB 20 . Art 51)
- Conformare le succursali all'estero e le società estere del gruppo ai principi della Legge sul riciclaggio di danaro (Art 5 ORD FINMA 2020)
- Monitoraggio FINMA sui rischi 2019 del 10 Dicembre 2019:
 -
 - Riciclaggio di danaro
 - Un inasprimento dell'accesso al mercato a livello transfrontaliero, in particolare nell'UE



La libera circolazione dei capitali e la libera circolazione dei servizi

- La libera circolazione dei capitali è ammessa nei rapporti tra gli Stati dell'Unione Europea (UE) e gli Stati non facenti parte dell'UE
- La libera circolazione dei servizi è ammessa all'interno dell' UE ma non nei rapporti tra gli Stati UE e gli Stati non UE:
 - Sentenza 03.10.2006 dell'Alta Corte Europea in re Fidium Finanz AG contro BaFin:
preponderanza dell'elemento “ prestazione di servizi “ nella concessione di crediti verso l'estero



L'attività bancaria e finanziaria dell'operatore non avente sede nell'UE e l'ordinamento giuridico italiano

- La raccolta del risparmio tra il pubblico e l'esercizio del credito è riservato alle banche (Art. 10 comma 1 TUB)
- Le banche possono esercitare “ogni altra attività finanziaria, secondo la disciplina propria di ciascuna, nonché attività connesse o strumentali” (Art. 10 comma 3 TUB)
- L'apertura di succursali da parte di banche extra UE (Art 14 e 15 TUB)



- La libera prestazione di servizi (LPS) (Art 16 TUB)
 - Le banche extra comunitarie possono operare in Italia senza stabilirvi succursali previa autorizzazione della Banca d'Italia
 - La Banca d'Italia autorizza le banche extra comunitarie sentita la CONSOB per quanto riguarda le attività di intermediazione mobiliare
 - La posizione della CONSOB
- Il concetto di “temporaneità”: il carattere temporaneo della prestazione deve essere valutato non soltanto in rapporto alla *durata* della prestazione , ma anche tenendo conto della *frequenza, periodicità o continuità* di questa (sentenza corte di Giustizia CE del 30 Novembre 1995 in re Gebhart)
- *La stabile organizzazione* e le sue conseguenze



Le possibili alternative

- Stabilimento di un ufficio di rappresentanza:
 - Comunicazione a filiale locale della Banca d'Italia
 - Attività promozionale e di studio dei mercati, di raccolta di informazioni , di ricerca scientifica
- Prestazione di un servizio di consulenza strategica:
 - “*corporate advisory*”: assistenza sull'indebitamento aziendale, sulla strutturazione di richieste di finanziamento, su aspetti tecnici , normativi e fiscali nei rapporti con le banche , sul trasferimento o l'acquisizione di aziende o di parti di azienda



- Prestazione di servizi in regime di “*reverse inquiry*”: il cliente italiano si reca di sua sponte – in assenza di qualsivoglia attività di sollecitazione da parte della banca svizzera- presso la sede della banca svizzera
 - Posizione CONSOB: al fine di stabilire se un soggetto estero presti i propri servizi in Italia , non rileva il luogo di svolgimento dei servizi stessi, ma dove il soggetto stia ricercando i propri obiettivi, con qualsiasi mezzo
- Segnalazione di pregi da parte di fiduciarie statiche italiane:
 - Mera segnalazione della denominazione e sede dell’intermediario svizzero
 - Generica enunciazione dei pregi senza alcuna attività promozionale o contrattuale
 - Pubblicità istituzionale



CONCLUSIONI



Grazie per l'attenzione !



Servizi e attività di investimento: nozioni generali

Filippo Annunziata

13.01.2020



FILIPPO ANNUNZIATA
SERVIZI E ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO:
NOZIONI GENERALI

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. La nozione di strumento finanziario. – 3. La nozione di “servizi e attività di investimento”. – 3.1. (*Segue*): la negoziazione per conto proprio. – 3.2. (*Segue*): l’esecuzione di ordini per conto dei clienti. – 3.3. (*Segue*): i servizi di collocamento. – 3.4. (*Segue*): la gestione di portafogli. – 3.5. (*Segue*): la ricezione e trasmissione di ordini. – 3.6. (*Segue*): la consulenza in materia di investimenti. – 3.7. (*Segue*): la gestione di sistemi multilaterali di negoziazione e di sistemi organizzati di negoziazione. – 4. I servizi accessori.

1. *Premessa*

La disciplina dei servizi e attività di investimento che oggi si rinviene nel D.Lgs. n. 58/1998 risulta, da ultimo, dal recepimento in Italia della Direttiva 2014/65/UE (c.d. “MiFID II”), avvenuta con D.Lgs. 3 agosto 2017, n. 129.

La materia costituisce, unitamente alla gestione collettiva del risparmio, uno dei due ambiti nei quali si articola la disciplina degli intermediari nel TUF; sotto il profilo pratico, si tratta di una disciplina che investe alcune delle più importanti attività che si svolgono sul mercato finanziario, in specie per quanto riguarda l’attività di negoziazione, il collocamento di strumenti finanziari e la gestione di portafogli, nonché la consulenza in materia di investimenti: un servizio al quale, come si dirà nel prosieguo, il legislatore europeo e nazionale hanno attribuito crescente rilevanza nella prospettiva di rafforzare la tutela dell’investitore.

L'esame della materia richiede che se ne delineino, innanzitutto, i confini, che sono da individuarsi sulla base di due specifiche nozioni: lo "strumento finanziario" e il "servizio o attività di investimento".

2. La nozione di strumento finanziario

Lo "strumento finanziario" rappresenta il primo termine di riferimento della disciplina dei servizi di investimento: i servizi e le attività che rientrano in tale categoria, hanno, infatti, ad oggetto "strumenti finanziari".

La nozione deriva dal diritto europeo, e, quando fu introdotta, essa andò innanzitutto a sostituire la precedente nozione di "valore mobiliare" che rappresentava il termine di riferimento della disciplina delle attività di intermediazione mobiliare, introdotta in Italia con la legge n. 1/1991¹. Tra le due nozioni sussistono differenze non secondarie: il valore mobiliare era individuato sulla base di una definizione generale, al cui interno spettava poi all'interprete ricondurre le singole fattispecie²; lo strumento finanziario è invece analiticamente individuato in base ad un elenco, che vincola maggiormente l'interprete. La definizione di valore mobiliare era, peraltro, molto ampia: se, infatti, la legge lo definiva come qualunque documento o qualunque certificato che fosse rappresentativo di diritti in imprese, non erano mancate interpretazioni, anche della stessa Autorità di vigilanza, volte a ravvisare la sussistenza del "valore mobiliare" indipendentemente dalla sussistenza di un qualsiasi "documento", o di un "certificato"³.

¹ Come già si è avuto modo di osservare, la nozione di "valore mobiliare" aveva in realtà una portata che travalicava la sola disciplina delle attività di intermediazione mobiliare, in quanto interessava anche altri comparti della disciplina del mercato finanziario (primo fra tutti, quello della sollecitazione del pubblico risparmio).

² V. in particolare le definizioni contenute nell'art. 1/18-bis, legge n. 216/1974 e nell'art. 1, comma 2, legge n. 1/1991.

³ Cfr. RABITTI (1992); RIGHINI (1993); SERRA (1993); RABITTI BEDOGNI (1994); CAMPOBASSO (2002); BRANCADORO (2005). Per un tentativo di inquadramento sistematico v. SALAMONE (1995). Oltre alla definizione di cui all'art. 1/18-bis da

Tali interpretazioni - affermatesi soprattutto in relazione alla disciplina della sollecitazione del pubblico risparmio - si giustificavano alla luce di un'applicazione "finalistica" della disciplina, che si riteneva dovesse assumere rilevanza ogni qualvolta fossero state in gioco esigenze di tutela del risparmio diffuso, indipendentemente dallo strumento di volta in volta concretamente utilizzato per l'attività sollecitatoria. In tale prospettiva, erano stati considerati valori mobiliari, nel vigore della disciplina precedente, anche le quote di partecipazione a società di responsabilità limitata, nonché, più in generale, forme di raccolta di risparmio non necessariamente rappresentate da titoli o certificati⁴.

A differenza del "valore mobiliare", la nozione di strumento finanziario appare, tendenzialmente, "chiusa"⁵, e ciò in quanto sia la Direttiva, sia il Testo Unico, formulano un elenco di strumenti, salvo quanto disposto dall'art. 18, comma 5, TUF, che riconosce al Ministro dell'economia e delle finanze il potere di integrare l'elencazione, individuando nuove categorie "al fine di tenere conto dell'evoluzione dei mercati finanziari e delle norme di adattamento stabilite dalle autorità comunitarie".

Con riferimento alle due nozioni, peraltro, con l'avvento della MiFID sembra assistersi ad una sorta di recupero della nozione di valore mobiliare, la quale figura in apertura della definizione di strumento finanziario di cui all'Allegato I, Sezione C, TUF: si tratta, tuttavia, di un semplice "escamotage" terminologico, volto a raggruppare alcuni strumenti in una sorta di sottocategoria della più ampia famiglia degli strumenti finanziari, lasciando però ferma l'impostazione di fondo della disciplina secondo quanto già osservato⁶.

considerarsi centrale, all'interno del sistema previgente la nozione veniva poi utilizzata in modo non necessariamente coincidente in altre disposizioni normative: ad esempio, la legge sull'*insider trading*, la legge sulle offerte pubbliche, la legge bancaria. V. BASSO (1998).

⁴ FERRARINI (1993).

⁵ In realtà, come sottolineano giustamente COSTI-ENRIQUES (2004), p. 38 ss., la "chiusura" dell'elencazione è più apparente che reale, e ciò in quanto le formule impiegate per definire le singole categorie sono alquanto ampie.

⁶ In altri termini, la nozione di "valore mobiliare" che ora figura nell'elencazione degli "strumenti finanziari" *non va confusa* con quella che in passato ha costituito il principale punto di riferimento dell'intera disciplina di settore. In

L'elencazione degli strumenti finanziari, arricchitasi sensibilmente in dipendenza della disciplina recata da MiFID e MiFID II, può essere sostanzialmente suddivisa in due gruppi: nel primo gruppo trovano collocazione le forme di investimento diverse dagli strumenti derivati; nel secondo gruppo rientrano, invece, tali ultime tipologie di strumenti.

A) *Strumenti finanziari diversi dai derivati*

Il primo gruppo di strumenti finanziari comprende:

- a) i valori mobiliari;
- b) gli strumenti del mercato monetario;
- c) le quote di un organismo di investimento collettivo del risparmio;
- d) le quote di emissioni, rappresentative di unità conformi alla Direttiva 2003/87/CE).

I "valori mobiliari" trovano una propria identificazione nell'art. 1, comma 1-*bis*, il quale li definisce come le 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 azionario⁷;
- b) le obbligazioni e altri titoli di debito, comprese le ricevute di deposito relativi a tali titoli⁸;
- c) qualsiasi altro valore mobiliare che permette di acquisire o

effetti, gli attuali "valori mobiliari", costituiscono semplicemente un sottoinsieme del più ampio insieme degli strumenti finanziari.

⁷ Il riferimento, nella definizione, alla "*partnership*" costituisce la conseguenza del fatto che il recepimento della MiFID è spesso avvenuto mediante la fedele trasposizione del testo in traduzione italiana della Direttiva: si tratta, tuttavia, di una "bizzarria" del legislatore, posto che l'ordinamento italiano non conosce tale nozione, né è dato rinvenire un criterio di collegamento con un preciso ordinamento straniero alla luce del quale ricostruirla.

⁸ La definizione di "ricevuta di deposito" è formulata dall'art. 1, comma 1-*quater*, TUF: "per 'ricevute di deposito' si intendono titoli negoziabili sul mercato dei capitali, rappresentanti la proprietà dei titoli di un emittente non domiciliato, ammissibili alla negoziazione in un mercato regolamentato e negoziati indipendentemente dall'emittente non domiciliato".

vendere i valori mobiliari indicati nelle precedenti lettere, o che comporti un regolamento a pronti determinato con riferimento a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, merci o altri indici o misure. Si osservi che questa terza categoria di valore mobiliare è espressamente classificata come strumento derivato (art. 1, comma 2-ter, lett. a).

Gli “strumenti del mercato monetario” sono, invece, definiti dall’art. 1, comma 1-ter: con tale termine si intendono categorie di strumenti normalmente negoziati sul mercato monetario quali, ad esempio, i buoni del Tesoro, i certificati di deposito, e le carte commerciali.

Le “quote di emissioni” derivano, invece, dalla disciplina comunitaria attuativa degli accordi internazionali in materia di controllo delle emissioni inquinanti di gas ad effetto serra. La loro inclusione nel perimetro degli strumenti finanziari è una novità introdotta da MiFID II; in precedenza, infatti, le quote di emissioni potevano assumere rilievo, ai fini della nozione di strumento finanziario, in quanto sottostanti strumenti derivati. La novità consiste nel fatto che le quote di emissione ora rappresentano, di per sé, strumenti finanziari, anche indipendente dal loro essere impiegate come sottostante di un derivato: si tratta di un indice della progressiva tendenza della disciplina del mercato finanziario ad invadere settori, o ambiti, propri della regolamentazione non finanziaria, e che, nel caso di specie, sembra trovare la propria giustificazione nell’evoluzione che hanno conosciuto i mercati di scambio delle quote di emissioni, sviluppatasi nel contesto delle misure attuative degli accordi internazionali in materia, a partire dal protocollo di Kyoto.

In sostanza, l’identificazione di questa prima famiglia di strumenti finanziari avviene a due livelli: la diretta indicazione di singole tipologie di strumenti, e il rinvio a sottocategorie (valori mobiliari e strumenti del mercato monetario) che, a loro volta, comprendono determinate tipologie di strumenti.

Nel complesso, l’impostazione riflette la tendenza all’individuazione analitica delle singole tipologie di strumenti che rientrano nella definizione di strumento finanziario ma va osservato come tale tendenza non si risolva nell’elaborazione di un elenco del tutto “chiuso”. In primo luogo, infatti, le singole tipologie di strumenti non sono

identificate in termini tassativi: ad esempio, oltre alle azioni di società si citano gli “altri titoli equivalenti”, ed oltre alle obbligazioni si richiamano gli “altri titoli di debito”. Nell’ambito delle sottocategorie dei valori mobiliari e degli strumenti del mercato mobiliare, l’individuazione dei singoli elementi è poi espressamente indicata come “esemplificativa”, con il che si lascia spazio all’aggiunta, nel “catalogo”, di strumenti diversi da quelli espressamente indicati, purché assimilabili alle tipologie di base⁹. Le ragioni che giustificano tale impostazione sono evidenti: da un lato, si vuole evitare che il mero impiego di nozioni generali generi incertezza e disallineamenti a livello comunitario (si ricordi che la MiFID vorrebbe porsi come disciplina di c.d. “massima armonizzazione”); dall’altro si vuole ridurre il rischio che l’individuazione analitica delle fattispecie non sia in grado di ricomprendere tutte le ipotesi potenzialmente rilevanti, e che sia suscettibile di rapida obsolescenza. Ad esempio, questioni di particolare interesse e rilievo si pongono, oggi, alla luce dell’affacciarsi sul mercato di nuove tipologie di “crypto-assets”, che potrebbero essere ricondotti, o meno, alle varie tipologie di strumenti finanziari (si vedano, a riguardo, le considerazioni svolte nel Capitolo I).

Il tratto comune a tutte le tipologie di cui sopra può comunque essere individuato, come già nella disciplina antecedente al recepimento della MiFID, nella idoneità dello strumento a formare oggetto di “negoiazione” sul mercato dei capitali. Il requisito della negoziabilità, in effetti, viene espressamente richiamato come dato caratterizzante le due sottocategorie dei “valori mobiliari” e degli “strumenti del mercato monetario”; per le quote di organismi di investimento collettivo del risparmio il dato non è, in vero, espressamente richiamato, ma deve darsi per sottinteso: la “negoziabilità” delle quote di fondi comuni rappresenta per così dire “a monte”, un dato distintivo della disciplina ad essi applicabile, che viene giustamente dato per presupposto, o per implicito. Parimenti deve dirsi per quanto attiene alle quote di emissioni, che sono per loro stessa natura trasferibili.

Ne deriva, per tale via, che uno strumento che non sia negoziabile

⁹ Si segnala che la legge 30 aprile 1999, n. 130, recante disposizioni per la “cartolarizzazione” dei crediti aveva già definito espressamente “strumenti finanziari” anche i titoli emessi nell’ambito delle relative operazioni.

sul mercato dei capitali pur potendo rientrare in altre categorie disciplinate dal diritto comune o dal TUF (titolo di credito, di massa, prodotto finanziario, ecc.) non sarà uno strumento finanziario. Il riferimento alla “negoziabilità”, peraltro, non figura in termini identici nelle sottocategorie e nelle definizioni: per i valori mobiliari si richiede, infatti, che gli strumenti *possano essere negoziati* sul *mercato dei capitali*, mentre per gli strumenti del mercato monetario si fa riferimento al fatto che essi siano *normalmente negoziati* sul mercato monetario. Inoltre, nell’ambito dei valori mobiliari, si citano i titoli “normalmente negoziati” di cui alla lett. c). La differenza, forse troppo sottile, e alla fine probabilmente inutile, rifletterebbe una diversa valutazione dell’idoneità del titolo ad essere oggetto di transazioni sul mercato dei capitali¹⁰: in alcuni casi, dunque, sarebbe sufficiente l’astratta “idoneità” dello strumento ad essere negoziato; in altri casi, sarebbe necessario che tale condizione fosse già presente, se non altro quale situazione “normalmente” riscontrabile.

La nozione di negoziabilità, in ogni caso, resta indefinita, e di non facile individuazione. È, innanzitutto, da escludere che con tale nozione ci si intenda riferire all’idoneità del titolo ad essere negoziato su mercati borsistici ufficiali o, meglio, “regolamentati”: non soltanto, infatti, la norma non fa alcun riferimento alla circostanza che lo strumento sia ammesso a quotazione su di un mercato, o abbia i requisiti per ottenere tale ammissione, ma il riferimento corre alla più ampia nozione di “mercato dei capitali”, che include, ma non coincide con i mercati regolamentati. Ne deriva, pertanto, che anche gli strumenti non quotati nei mercati regolamentati possono certamente essere “strumenti finanziari”, purché “negoziabili” o “normalmente negoziati”. Lo stesso deve dirsi con riferimento agli strumenti negoziati nei sistemi multilaterali di negoziazione. Se ne ricava, allora, che la “negoziabilità” di uno strumento riflette, più in generale, la sua idoneità ad essere oggetto di transazioni e dunque di trasferimento sul “mercato dei capitali”; nozione, quest’ultima, a sua volta dal contenuto non individuato in via normativa, ma desunto dalla prassi, e dall’analisi economica. Poiché la nozione di “mercato dei capitali” non è definita a livello legislativo, né tale mercato risulta di per sé disciplinato,

¹⁰ Il “mercato monetario”, che figura come riferimento della sottocategoria degli strumenti del mercato monetario, può considerarsi un sottoinsieme del più ampio mercato dei capitali.

non è però richiesto che lo strumento debba potersi trasferire secondo determinate regole o procedure formali (che, di contro, trovano o possono trovare applicazione per le negoziazioni che si svolgono nei mercati ufficiali, o nei sistemi multilaterali): ciò che conta è che, concretamente, lo strumento sia normalmente e generalmente trasferibile, e dunque idoneo a formare oggetto di transazioni sul mercato. Non sarà, dunque, sussumibile nella nozione di strumento finanziario uno strumento sottoposto a vincoli tali da renderlo inalienabile, mentre è da ritenere che la previsione di limiti al trasferimento (ad esempio: clausole di prelazione o di gradimento, riferibili alle azioni o ai titoli rappresentativi di capitale), se tali da non rendere lo strumento intrasferibile (e, dunque, ai fini che qui interessano, non negoziabile) non siano di ostacolo alla qualificazione dello strumento come strumento finanziario. Nei casi dubbi, ciò che rileva, in definitiva, è la concreta valutazione di uno strumento come possibile oggetto di transazioni, secondo un giudizio essenzialmente desumibile dalla prassi dei mercati finanziari, e dalla loro realtà¹¹.

B) *Strumenti finanziari derivati*

Gli strumenti qualificabili come “strumenti derivati”, formano un arcipelago ampio ed articolato di strumenti che, negli anni, ha subito un considerevole ampliamento. Se, in origine (Direttive Eurosim del 1993), la definizione era di fatto limitata ai derivati finanziari e ai derivati su merci, l'impostazione della MiFID ha determinato l'estensione della portata di tale definizione sino a ricomprendere l'intera

¹¹ In proposito, deve osservarsi che a differenza di quanto stabiliva il TUF precedentemente al recepimento della MiFID nell'elencazione degli strumenti finanziari non figurano più espressamente i cc.dd. “strumenti finanziari partecipativi”, di cui agli artt. 2346 e 2349 c.c. Si ritiene, tuttavia, che tali strumenti possano essere inclusi nella nozione di “valori mobiliari”, in quanto di volta in volta assimilabili alle tipologie ivi espressamente contemplate, in funzione delle caratteristiche e dei diritti che lo statuto dell'emittente gli attribuisce. Ovviamente, la riconducibilità di questi strumenti alla nozione delineata dal TUF dipenderà anche dalla sussistenza dell'ulteriore elemento della *negoziabilità* (o della loro effettiva negoziazione sui mercati). Queste considerazioni possono oggi, ad esempio, applicarsi anche ai “crypto assets”, là dove essi presentino tratti simili a quelli di un titolo rappresentativo di capitale, o ad un'obbligazione, o a una combinazione di tali strumenti.

gamma degli strumenti derivati potenzialmente rinvenibili sul mercato dei capitali e che presentino determinati indici di “finanziarietà”, tali da giustificare sul piano della tutela della stabilità e del buon funzionamento del sistema finanziario l’applicazione della disciplina dei servizi di investimento.

In tal senso, la lunga elencazione degli strumenti derivati può essere raggruppata in due macro-classi: i derivati finanziari, e i derivati su merci. I tratti distintivi o caratterizzanti delle singole classi possono essere enucleati dalle complesse definizioni recate dal TUF, in attuazione di MiFID II.

In primo luogo, assumono rilievo i *derivati finanziari*, ossia quei contratti che hanno come “sottostante” attività o indicatori tipicamente finanziari, e cioè tassi di interesse, valori mobiliari, valute, indici o misure finanziarie (Allegato 1, Sezione c), punto 4). Tali contratti rientrano pacificamente nella nozione di strumento finanziario derivato, potendosi trattare di contratti standardizzati (*future*), di contratti *swap*, di contratti di opzione, o di contratti a termine. Si tratta della categoria che presenta, da sempre, le minori difficoltà di inquadramento, e che si colloca su di una linea di continuità anche rispetto alla disciplina antecedente alla prima Direttiva MiFID¹².

¹² V. tuttavia i criteri aggiuntivi previsti per la qualificazione di determinati contratti su valute di cui all’art. 10 del Regolamento n. 565/2017, dove si identificano gli elementi che dovrebbero escludere che gli stessi siano attratti nella nozione di strumento finanziario. In particolare, e con riguardo ai contratti a pronti (che, naturalmente, non dovrebbero essere considerati alla stregua di strumenti derivati), il par. 2 di tale articolo precisa che un contratto a pronti è un contratto per lo scambio di una valuta con un’altra secondo i cui termini la consegna è prevista entro il periodo più lungo tra i seguenti: a) 2 giorni di negoziazione per qualsiasi coppia di valute principali di cui al paragrafo 3; b) per qualsiasi coppia di valute in cui almeno una non è una valuta principale, il periodo più lungo tra 2 giorni di negoziazione e il periodo generalmente accettato nel mercato per tale coppia di valute come periodo di consegna standard; c) quando il contratto di cambio di tali valute è utilizzato al fine principale di vendere o acquistare un valore mobiliare o una quota di un organismo di investimento collettivo, il periodo più breve tra il periodo generalmente accettato nel mercato per il regolamento di tale valore mobiliare o quota di un organismo di investimento collettivo come periodo di consegna standard e 5 giorni lavorativi. Inoltre, un contratto non è considerato un contratto a pronti quando, indipendentemente dai suoi termini espliciti, le parti hanno convenuto che la consegna della valuta sia posticipata e non sia effettuata entro il periodo stabilito secondo

I contratti *derivati su merci* rappresentano il secondo gruppo. Essi hanno come sottostante “merci”: la nozione è da intendersi in senso lato, come risulta dalle disposizioni comunitarie, ed è dunque tale da ricomprendere qualsiasi bene che possa formare oggetto di scambio. I derivati su merci, tuttavia, sono considerati strumenti finanziari se presentano indici di “finanziarietà”, ossia se la funzione cui gli stessi assolvono è in prevalenza di tipo finanziario, anziché essere riferita allo scambio del bene sottostante. Le definizioni forniscono i criteri per individuare quando tale indice di finanziarietà possa dirsi effettivamente presente. In particolare:

- in base al punto 5 dell’elenco, un derivato su merci viene considerato alla stregua di uno strumento finanziario quando il regolamento del contratto, alla sua scadenza, può avvenire attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione del caso in cui tale facoltà consegua a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto ¹³;

- in base al punto 6 dell’elenco, sono considerati strumenti finanziari i derivati su merci per i quali il regolamento può avvenire attraverso la consegna del sottostante, e che sono negoziati in un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione, o in un sistema organizzato di negoziazione. In questo caso, la “finanziarietà” del contratto deriva, pertanto, di per sé dal fatto che il contratto è negoziato su di una piattaforma di negoziazione regolata dalla disciplina MiFID, e viene fatta salva anche se il contratto prevede, in fase di regolamento, lo scambio del bene sottostante ¹⁴;

quanto precede. Ai fini del paragrafo 2 sono comprese tra le valute principali solamente il dollaro USA, l’euro, lo yen giapponese, la sterlina britannica, il dollaro australiano, il franco svizzero, il dollaro canadese, il dollaro di Hong Kong, la corona svedese, il dollaro neozelandese, il dollaro di Singapore, la corona norvegese, il peso messicano, la kuna croata, il lev bulgaro, la corona ceca, la corona danese, il fiorino ungherese, lo zloty polacco e il leu rumeno.

¹³ L’esclusione si spiega con il fatto che la natura “finanziaria” o meno del contratto non può dipendere dalle vicende patologiche del rapporto.

¹⁴ All’interno di questa categoria, sussistono disposizioni particolari relative ai contratti derivati su prodotti energetici, concernenti, specificatamente, *petrolio* e *carbone*. Questi ultimi, se negoziati in un sistema organizzato di negozia-

– rappresentano, altresì, strumenti finanziari i derivati su merci, che non possono essere eseguiti in modi diversi da quelli indicati al punto 6, che non hanno scopi commerciali, e che hanno le caratteristiche di altri strumenti derivati. Le caratteristiche puntuali di questi derivati sono declinate all’art. 7 del Regolamento n. 565/2017.

Fanno inoltre parte dei derivati su “merci” quei contratti che hanno come sottostante grandezze e/o attività del tutto atipiche, quali:

– gli strumenti derivati per il trasferimento del rischio di credito¹⁵ (punto 8);

– tutti i contratti finanziari differenziali (punto 9), indipendentemente dall’attività, parametro, indice utilizzato dalle parti quale sottostante;

– i derivati più “esotici”, identificati al punto 10 dell’elenco ossia quelli che utilizzano come sottostante il variopinto catalogo derivante dalla disciplina MiFID, e cioè variabili climatiche, tariffe di trasporto, tassi di inflazione, statistiche economiche ufficiali, nonché qualsivoglia altro parametro, indice, grandezza, bene, attività, il cui Regolamento avviene attraverso differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti (con esclusione dei casi di inadempimento o risoluzione)¹⁶.

zione che prevede la consegna fisica del sottostante, sono esclusi dalla definizione di strumenti derivati e, quindi, di strumenti finanziari: il che significa che essi sono sottratti alla disciplina dei servizi di investimento (cfr. art. 1, comma 2-ter, lett. c) e Allegato 1, Sezione C, punto 6). L’identificazione di questo requisito non è però agevole, e in merito ad esso l’art. 5 del Regolamento n. 565/2017 fornisce indicazioni puntuali, anche allo scopo di evitare elusioni della disciplina dei servizi di investimento. L’art. 6 del Regolamento, invece, definisce cosa si intende per “petrolio” e “carbone”.

¹⁵ Si tratta dei cc.dd. “*credit derivatives*” che, già prima della MiFID, erano stati attratti nella disciplina del TUF dal D.M. 2 marzo 2007, n. 44, emanato in base all’art. 18 del Testo Unico.

¹⁶ Per questi derivati, l’art. 8 del Regolamento n. 565/2017 stabilisce che “in aggiunta ai contratti derivati a cui è fatto esplicito riferimento all’allegato I, sezione C, punto 10, della direttiva 2014/65/UE, un contratto derivato è soggetto alle disposizioni contenute in detta sezione qualora soddisfi i criteri esposti in detta sezione e nell’articolo 7, paragrafo 3, del presente regolamento e sia relativo a uno dei seguenti elementi: a) larghezza di banda delle telecomunicazioni; b) capacità di stoccaggio di merci; c) capacità di trasmissione o trasporto relativa alle

È opportuno osservare che, anche con riguardo a questa categoria di strumenti derivati, la “finanziarietà” del contratto può derivare *ipso facto* dal fatto che il contratto sia negoziato su una delle *trading venues* riconosciute.

Dall’esame di cui sopra sembra, in definitiva, possibile ricavare due linee di tendenza. La prima agisce in senso centrifugo, ossia nel senso dell’espansione “a dismisura” della nozione di strumento derivato, che risulta chiaramente svincolata dal riferimento a *specifiche* attività, beni, grandezze di riferimento. La seconda opera in senso centripeto, in quanto ridimensiona la portata della definizione, escludendo dall’ambito di applicazione della disciplina quei contratti che non si possono ritenere “finanziari” in quanto volti *essenzialmente* al perseguimento di scopi diversi (c.d. scopi “commerciali”). In tal senso, e in via di semplificazione, le definizioni si appuntano su alcuni dati *oggettivi* che, di per sé, fanno scattare la qualificazione del contratto in senso “finanziario”, come ad esempio le modalità di regolamento, e la circostanza che il contratto sia negoziato su di una *trading venue* riconosciuta.

Dall’elencazione degli strumenti finanziari si desume che la nozione di strumento finanziario trova un limite inferiore ed un limite superiore.

Il limite “inferiore” è agevolmente ricavabile dal disposto dell’art. 1, comma 2, TUF, ai sensi del quale *i mezzi di pagamento non sono*

merci, sia tramite cavo, condotta o altri mezzi, ad eccezione dei diritti di trasmissione relativi alle capacità interzonali di trasmissione dell’energia elettrica ove siano, nel mercato primario, sottoscritti con o da un gestore di un sistema di trasmissione o da qualsiasi persona agente come fornitore di servizi per conto di questi e finalizzati all’assegnazione della capacità di trasmissione; d) una quota, un credito, un permesso, un diritto o un bene analogo direttamente collegati all’approvvigionamento, alla distribuzione o al consumo di energia derivata da risorse rinnovabili, tranne il caso in cui il contratto rientri già nell’ambito di applicazione dell’allegato I, sezione C, della direttiva 2014/65/UE; e) una variabile geologica, ambientale o di altro genere, fatta eccezione del caso in cui il contratto è relativo a unità riconosciute conformi ai requisiti della direttiva 2003/87/CE del Parlamento europeo e del Consiglio; f) qualsiasi altro bene o diritto di natura fungibile, diverso dal diritto a ricevere un servizio, in grado di essere trasferito; g) un indice o una misura relativi al prezzo, al valore o al volume delle operazioni su qualsiasi bene, diritto, servizio o obbligazione; h) un indice o una misura basati sulla statistica attuariale”.

strumenti finanziari. Quanto al limite “superiore”, esso è rappresentato dalla nozione di “prodotto finanziario”, che lo stesso TUF introduce per identificare i “confini” della disciplina dell’appello al pubblico risparmio¹⁷. Di tale ultima nozione, e della sua identificazione, tratteremo in relazione alla disciplina dell’appello al pubblico risparmio.

3. La nozione di “servizi e attività di investimento”

Anche la nozione di “servizi e attività di investimento” (in precedenza, soltanto “servizi di investimento”), individuata dal TUF sulla scorta della disciplina comunitaria, ha subito ampi interventi nel tempo. Ai sensi dell’art. 1, comma 5 TUF, nella sua attuale formulazione, per servizi e attività di investimento¹⁸ si intendono i seguenti servizi, *quando hanno per oggetto strumenti finanziari*:

- a) negoziazione per conto proprio;
- b) esecuzione di ordini per conto dei clienti;
- c) assunzione a fermo e/o collocamento sulla base di un impegno irrevocabile nei confronti dell’emittente;
- c-bis) collocamento senza impegno irrevocabile nei confronti dell’emittente;
- d) gestione di portafogli;
- e) ricezione e trasmissione di ordini;
- f) consulenza in materia di investimenti;
- g) gestione di sistemi multilaterali di negoziazione;
- g-bis) gestione di sistemi organizzati di negoziazione.

Nella disciplina precedente al recepimento della prima Direttiva MiFID, l’elencazione dei servizi di investimento non era sorretta da

¹⁷ Sul rapporto tra la nozione di prodotto finanziario e l’attività bancaria v. BRESCIA MORRA (2010).

¹⁸ La ragione per la quale le Direttive MiFID utilizzano anche il termine di “attività” di investimento (oltre che di “servizi” di investimento) è ravvisabile nel fatto che non tutte le attività contemplate configurano veri e propri “servizi” resi dall’intermediario a favore di un cliente o di una controparte: ad esempio, la gestione di un sistema multilaterale di negoziazione.

ulteriori indicazioni volte ad individuare le caratteristiche o, meglio, la natura delle singole attività, il che aveva creato non poche difficoltà interpretative, nonché disallineamenti tra gli ordinamenti nazionali. Oggi, invece, il legislatore europeo fornisce una vera e propria definizione dei singoli servizi ed attività (anche se non di tutti quelli sopra elencati), che risulta ora recepita nei commi 5-*bis* e seguenti del TUF. È a tali definizioni che ci si può riferire per ricostruire i “contorni” delle singole attività e servizi che ricadono nell’ambito della disciplina di cui si discute¹⁹.

3.1. (Segue): *la negoziazione per conto proprio*

Il primo servizio di investimento che figura nell’elencazione di cui al comma 5-*bis* è rappresentato dalla negoziazione per conto proprio, per tale intendendosi “l’attività di acquisto e vendita di strumenti finanziari, in contropartita diretta”. La definizione pone in luce taluni degli elementi qualificanti di tale servizio: in primo luogo, esso ha ad oggetto l’acquisto e la vendita di strumenti finanziari, e dunque si sostanzia nel compimento di operazioni sul mercato c.d. secondario. In relazione agli strumenti derivati, e stante le caratteristiche di questi ultimi, l’attività consiste nella conclusione delle relative operazioni e nella stipula dei relativi contratti con gli investitori. In secondo luogo, l’operazione ha luogo “in contropartita diretta”, ossia essa impegna o va ad incidere sul patrimonio proprio dell’intermediario, sul quale si rifletteranno anche i risultati dell’operazione stessa; in tale contesto rientra anche l’attività del c.d. “*market maker*”²⁰.

¹⁹ Per un quadro sistematico delle questioni interpretative evocate nel testo v. MAGGIOLÒ (2012), p. 222 ss.

²⁰ L’art. 1, comma 5-*quater*, TUF, definisce il *market maker* come il soggetto “che si propone, nelle sedi di negoziazione e/o al di fuori delle stesse, su base continuativa, come disposta a negoziare per conto proprio acquistando e vendendo strumenti finanziari in contropartita diretta ai prezzi dalla medesima definiti”. La figura del *market maker* è prevista, tipicamente, su mercati poco liquidi, caratterizzati da un elevato rischio nella ricerca delle controparti, ovvero per mercati volatili, come tipicamente si verifica per i mercati di strumenti deri-

Una particolare modalità di prestazione del servizio di negoziazione per conto proprio è rappresentata dalla c.d. attività di “internalizzazione sistematica”. Questa è definita con riferimento alla figura dell’“internalizzatore sistematico”, individuato dal comma 5-*ter* nel soggetto che in modo organizzato, frequente, sistematico e sostanziale negozia per conto proprio eseguendo gli ordini dei clienti al di fuori di un mercato regolamentato, di un sistema multilaterale di negoziazione o di un sistema organizzato di negoziazione senza gestire un sistema multilaterale.

Nell’impianto complessivo della disciplina ex-MiFID, l’internalizzazione sistematica degli ordini configura una modalità di esecuzione degli ordini aventi ad oggetto strumenti finanziari che si pone sullo stesso piano, ed in regime di concorrenza, con l’esecuzione degli ordini su mercati regolamentati o su sistemi multilaterali di negoziazione. Di per sé, tale attività non configura la prestazione di un servizio *diverso* dalla negoziazione in conto proprio, anche se – come avremo modo di osservare – essa comporta l’applicazione di regole specifiche, volte ad allineare il più possibile gli *standard* applicabili all’internalizzazione sistematica rispetto a quelli che riguardano i mercati regolamentati e i sistemi multilaterali di negoziazione (soprattutto in termini di regole di trasparenza). Proprio in virtù di tale allineamento, tuttavia, l’internalizzatore sistematico rappresenta (almeno tendenzialmente) una sede di esecuzione degli ordini (c.d. “*trading venue*”) alternativa rispetto ai mercati regolamentati, ai sistemi multilaterali di negoziazione e ai sistemi organizzati di negoziazione. La MiFID II ha, comunque, cambiato l’impostazione formale della disciplina degli internalizzatori sistematici: se, infatti, prima della nuova Direttiva, gli internalizzatori erano ricompresi nel novero delle vere e proprie sedi di negoziazione, tale situazione è ad oggi mutata (cfr. la definizione di cui all’art. 1, comma 5-*octies*, lett.

vati. La novità introdotta dalla MiFID II consiste, comunque, nell’esplicito riferimento al fatto che l’attività del *market maker* può svolgersi (anche) al di fuori di una sede di negoziazione (per tale intendendosi, naturalmente, un mercato regolamentato, un sistema multilaterale, o un sistema organizzato di negoziazione). Sulle particolari regole che si applicano ai *market maker* v. il Regolamento delegato (UE) del 13 giugno 2016, n. 2017/578 che integra la Direttiva MiFID II per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione che specificano gli obblighi in materia di accordi e sistemi di *market making*.

c). Con ogni probabilità, ciò è dovuto al fatto che l'internalizzatore, a differenza dei mercati regolamentati, e dei sistemi multilaterali o organizzati di negoziazione, effettua le operazioni su base esclusivamente bilaterale ed impiegando mezzi propri: esso difetta, dunque, del requisito della multilateralità che, invece, connota le vere e proprie sedi di negoziazione.

A seguito di MiFID II, la definizione di internalizzatore sistematico, al fine di meglio individuare quando, effettivamente, si sia in presenza della relativa attività, è stata precisata con il riferimento ad indicatori quantitativi: la precedente nozione di internalizzatore, basata essenzialmente su elementi qualitativi, aveva, infatti, dato luogo a difficoltà applicative. Al fine di valutare se un'attività è svolta in "modo frequente e sistematico", si prende, dunque, a riferimento il numero delle transazioni effettuate su di un determinato strumento finanziario. Invece, al fine di valutare se l'attività è svolta in "modo sostanziale" si considerano le dimensioni delle negoziazioni svolte dalla singola impresa su un determinato strumento rispetto alle contrattazioni totali effettuate sul medesimo all'interno dell'Unione Europea. La specificazione puntuale di questi elementi è affidata all'elaborazione di standard tecnici, da parte della Commissione, su proposta dell'ESMA²¹.

3.2. (Segue): *l'esecuzione di ordini per conto dei clienti*

L'attività di esecuzione di ordini per conto dei clienti è definita come l'attività che comporta "la conclusione di accordi di acquisto o di vendita di uno o più strumenti finanziari per conto dei clienti, compresa la conclusione di accordi per la sottoscrizione o la compravendita di strumenti finanziari emessi da un'impresa di investimento o da una banca al momento della loro emissione" (art. 1, comma 5-*septies*.1). Si tratta dell'attività che, nell'ambito dei servizi di investimento, mantiene i più forti legami con la tradizionale attività di compravendita di titoli (ora strumenti finanziari), svolta da un interme-

²¹ V. a riguardo gli artt. 12-16 del Regolamento n. 565/2017.

diario professionale su incarico di un investitore. In Italia, storicamente, questa attività fu riservata, prima delle grandi riforme succedutesi a partire dagli anni '90, agli agenti di cambio.

In termini meramente descrittivi, si può affermare che l'attività di negoziazione consiste nella ricerca di una o più controparti, in vista dell'esecuzione di un'operazione di acquisto o di vendita di un determinato strumento finanziario o di un determinato quantitativo di strumenti finanziari. In tale attività, l'intermediario diversamente da quanto accade nella negoziazione in conto proprio non impegna posizioni proprie, e dunque gli effetti dell'operazione *non* ricadono sul suo patrimonio.

Tale "descrizione" consente di ravvisare taluni elementi che aiutano a distinguere l'attività di esecuzione di ordini dagli altri servizi di investimento. Si è detto che, nel servizio di esecuzione di ordini, l'attività dell'intermediario si sostanzia nella ricerca di una o più controparti: occorre precisare che tale ricerca si svolge con tecniche che non sono quelle dell'offerta di massa, ossia dell'offerta rivolta a condizioni *standard* ad un pubblico indistinto. L'attività di esecuzione di ordini si distingue, sotto questo profilo, dall'attività di collocamento (anche se questa non è l'unica differenza che corre tra i due servizi): nella prestazione del servizio di collocamento, l'intermediario autorizzato formula un'offerta di vendita, o di sottoscrizione, di strumenti finanziari rivolta in massa al pubblico in generale, o, comunque, ad una cerchia ampia di soggetti, e a condizioni standardizzate, quantomeno nell'ambito del singolo gruppo di destinatari. Nel caso dell'esecuzione di ordini, invece, la ricerca della controparte avviene in relazione ad una specifica operazione di compravendita di un determinato quantitativo di strumenti finanziari. Le singole transazioni, così, si perfezionano a condizioni di prezzo e di quantità non necessariamente coincidenti (il che altro non è che la conseguenza del fatto che l'esecuzione di ordini non è, come già detto, attività di collocamento o offerta in massa di strumenti finanziari). L'attività di negoziazione non deve necessariamente svolgersi sui mercati regolamentati o su piattaforme di *trading* riconosciute. Là dove ciò si verifici, troveranno applicazione le regole che disciplinano il funzionamento di tali mercati (tipologie di ordini ammessi; modalità di trasmissione e di esecuzione degli ordini; liquidazione delle operazioni, ecc.); diversamente, l'attività di negoziazione si svolgerà sulla base degli accordi intercorsi tra le parti, fermo ovviamente il rispetto delle regole di

comportamento generali e particolari dettate per la prestazione di tale servizio. È opportuno porre in luce che, a differenza del servizio di collocamento, il servizio di esecuzione di ordini si svolge tipicamente sul mercato secondario: esso, cioè, ha ad oggetto strumenti finanziari già emessi, e la ricerca di controparti in vista dell'acquisto o della vendita degli stessi (là dove, invece, il collocamento ha ad oggetto la *vendita* o la *sottoscrizione* di strumenti finanziari).

Se quanto sopra rimane, sostanzialmente, valido anche dopo le modifiche introdotte nel TUF dal Decreto di recepimento della MiFID II, si segnala che, in base a queste ultime, si specifica che costituisce esecuzione di ordini anche la conclusione di accordi per la sottoscrizione o la compravendita di strumenti finanziari emessi da un'impresa di investimento o da una banca al momento della loro emissione. Si tratta, in realtà, di una deroga alla nozione generale giacché, in questo caso, si è chiaramente in presenza di un'operazione che può essere sia di mercato primario, sia di mercato secondario. La *ratio* di questa deroga si ravvisa nel fatto che le operazioni in questione, in base alla disciplina previgente, erano di incerta classificazione essendo discussa la loro chiara riconducibilità al servizio di negoziazione, da un lato, o al servizio di collocamento, dall'altro. Tale incertezza mal si conciliava con la rilevanza che queste operazioni hanno sul mercato: è, infatti, tipico assistere, nella prassi, all'emissione e/o alla negoziazione di titoli emessi in proprio dall'intermediario (si pensi, ad esempio, al collocamento di obbligazioni bancarie presso la clientela delle banche emittenti). Il rischio che si perpetrasse una lacuna all'interno del sistema, con conseguenti cadute di tutela in capo ai risparmiatori, ha dunque suggerito questo ampliamento della definizione, tenuto conto anche di alcune recenti, emblematiche vicende che hanno proprio riguardato le obbligazioni (in specie, quelle c.d. "subordinate"), vendute dalle banche alla propria clientela²².

²² Una questione diversa riguarda le ragioni che hanno indotto il legislatore europeo ad assimilare l'attività di cui si discute alla negoziazione in conto terzi, anziché alla negoziazione in conto proprio. Posto che nello schema tipico, l'intermediario si pone come contropartita diretta dell'investitore (essendo egli stesso l'emittente dello strumento), la prossimità alla negoziazione in conto proprio sembrerebbe doversi porsi come soluzione per così dire più naturale. Tuttavia, la MiFID II ha risentito, sul punto, della diversa ricostruzione che, di tale fenomeno, è da tempo prevalente in altri ordinamenti europei.

L'inquadramento del servizio di esecuzione di ordini nell'ambito delle tipologie contrattuali previste dal codice civile non è agevole. La questione è stata ampiamente dibattuta anche in epoca antecedente all'emanazione del TUF, con riferimento alla natura degli ordini di borsa. Al riguardo, le tesi che sono state avanzate hanno visto una continua oscillazione tra la riconduzione del rapporto allo schema del mandato e della commissione da un lato, e allo schema della mediazione dall'altro²³. È stata altresì avanzata la tesi secondo la quale l'ordine di borsa darebbe luogo ad un contratto atipico, essenzialmente regolato dagli usi di borsa e del mercato. La questione ha da tempo perso gran parte della sua rilevanza, stante la pervasiva disciplina che, soprattutto a livello regolamentare, investe il rapporto che intercorre tra intermediario e cliente. Appare, peraltro, indubbia l'affinità che comunque sussiste tra l'esecuzione di ordini, e lo schema del contratto di commissione, di cui all'art. 1731 c.c.²⁴.

3.3. (Segue): *i servizi di collocamento*

L'art. 1, comma 5, TUF distingue due diversi servizi di "collocamento". Il primo è identificato (lett. c) nella "assunzione a fermo e/o collocamento sulla base di un impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente". Il secondo (lett. c-bis) è invece il "collocamento senza impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente".

In entrambi i casi, il servizio si può dire che si sostanzia, in senso generale, nell'offerta a terzi di strumenti finanziari. Nella prassi interpretativa della Consob, formatasi antecedentemente alla MiFID ma ancora utilizzabile, il servizio consiste, più precisamente, nell'offerta ad una cerchia di possibili investitori, di un determinato quantitativo di strumenti finanziari, sulla base di un accordo preventivo che intercorre tra l'intermediario collocatore, e il soggetto che emette (o vende) gli strumenti stessi²⁵. Si osservi però che tale descrizione non basta a distinguere, con sufficiente precisione, il servizio di collocamento dal già menzionato servizio di esecuzione di ordini: anche quest'ultimo, infatti, può consistere nell'"offrire" a terzi di acquistare

²³ Per un inquadramento del tema v. CARBONETTI (1992).

²⁴ CARBONETTI (1992); ENRIQUES (1998-II).

²⁵ V. la Comunicazione Consob 9 luglio 1997, n. DAL/97006042.

un determinato quantitativo di strumenti finanziari, sulla base di un accordo preventivamente intercorso tra l'intermediario ed il soggetto venditore (si pensi al caso in cui un soggetto incarichi un intermediario di vendere a terzi un determinato quantitativo di strumenti finanziari).

Gli elementi distintivi del servizio di collocamento rispetto al servizio di esecuzione di ordini sono piuttosto così ricostruibili: (i) il servizio di collocamento può avere ad oggetto anche la sottoscrizione, e non soltanto la vendita di strumenti finanziari (può, cioè, essere un servizio che si svolge sul c.d. "mercato primario"). Anche se questo indice interpretativo oggi è meno solido di un tempo stante quanto già osservato in merito all'evoluzione della nozione di esecuzione di ordini per conto terzi esso pare mantenere una sua generale, astratta validità; (ii) l'esecuzione di ordini può avere ad oggetto sia l'acquisto, sia la vendita di strumenti finanziari, là dove, invece, nel collocamento l'intermediario necessariamente offre all'investitore di acquistare o sottoscrivere strumenti finanziari; (iii) nel collocamento, l'offerta degli strumenti finanziari avviene a condizioni standardizzate, nell'ambito dello svolgimento di un'operazione di massa. È possibile, comunque senza contraddire questo ultimo elemento che il collocamento avvenga per *tranches*, e ciascuna *tranche* può essere riservata a talune categorie di investitori soltanto, a condizioni specifiche (ad esempio: investitori istituzionali; pubblico indistinto; dipendenti della società o del gruppo, ecc.): ma nell'ambito di ciascuna *tranche* l'operazione si realizzerà comunque a condizioni uniformi. Infine, pare opportuno porre in luce che il collocamento anche secondo le definizioni fornite dalla Consob presuppone la presenza di un soggetto (emittente o titolare degli strumenti finanziari) per conto del quale l'intermediario agisce: in altri termini, chi promuove, offre, ecc., gli strumenti finanziari da lui stesso emessi o di cui è titolare, non svolge un servizio di collocamento. L'operazione può però rientrare, come già si è visto, nel servizio di esecuzione di ordini, così come può rilevare ai fini della disciplina dell'offerta al pubblico²⁶.

Le due "forme" che può ulteriormente assumere il servizio sono riflesse, rispettivamente, nelle due distinte definizioni di cui alle lett.

²⁶ In senso conforme COSTI-ENRIQUES (2004), p. 243 ss.

c) e *c-bis*) dell'elenco, e che derivano dalla circostanza per la quale l'intermediario può sopportare o meno e, in caso affermativo, con modalità ed intensità diverse il rischio che l'operazione non vada a buon fine. Nel caso di cui alla lett. *c-bis*), l'intermediario *non* sopporta il rischio del mancato buon fine dell'operazione; nel caso di cui alla lett. c), tale rischio, di contro, sussiste. Il fatto che l'attività svolta ricada nell'una, o nell'altra "forma" dipende dagli accordi che intervengono tra il collocatore e il soggetto che emette, o vende, gli strumenti finanziari: nel caso di collocamento senza garanzia, il rischio del mancato collocamento è sopportato integralmente dall'emittente, o dal soggetto che pone in vendita gli strumenti finanziari. Nell'ipotesi in cui il collocatore si accolla, invece, tutto o parte del rischio relativo al mancato collocamento degli strumenti finanziari possono darsi quantomeno due casi principali: in base ad un primo schema, il collocatore assume l'impegno di acquisire, al termine dell'offerta, gli strumenti finanziari non collocati; in alternativa, il collocatore acquisisce immediatamente, in tutto o in parte, gli strumenti oggetto del collocamento, assumendo conseguentemente l'impegno di offrirli a terzi (è, questo, il caso della "assunzione a fermo")²⁷.

Per quanto attiene alle interferenze con altre materie regolate dal TUF, è opportuno porre in luce che la realizzazione di un'operazione di collocamento non comporta necessariamente l'applicazione della disciplina dell'offerta al pubblico di prodotti finanziari (v. *infra*): quest'ultima, infatti, avrà vocazione ad applicarsi al ricorrere dei relativi presupposti, che non sono di per sé soddisfatti dallo svolgimento di un'operazione di collocamento²⁸.

3.4. (Segue): *la gestione di portafogli*

In base alla definizione di cui al comma 5-*quinquies*, per gestione

²⁷ In dottrina, si fa giustamente rilevare come il rapporto sottostante tra emittente e intermediario influenzi inevitabilmente le modalità con le quali viene prestato il servizio di collocamento, in quanto reagisce sugli "interessi" di cui è portatore l'intermediario stesso: v. SARTORI (2004), p. 91 ss.

²⁸ V. in argomento MOSCA (2016).

di portafogli si intende la gestione, su base discrezionale e individualizzata, di portafogli di investimento, che includono uno o più strumenti finanziari e nell'ambito di un mandato conferito dai clienti.

Un primo dato che merita di essere segnalato nella definizione è rappresentato dall'elemento della "individualizzazione" del servizio. Si tratta di un riferimento che coglie bene un tratto caratteristico del servizio, che presuppone e si basa su di un rapporto personale tra un investitore e un intermediario; il primo affida dunque al gestore uno specifico patrimonio che resta distinto sia dal patrimonio dell'intermediario, sia da quello di eventuali altri investitori. Si osservi che non è essenziale, al fine della configurazione del servizio di gestione, che il patrimonio venga materialmente consegnato all'intermediario gestore: il patrimonio può, infatti, essere depositato presso un soggetto terzo, purché il gestore abbia il potere di movimentarlo per il compimento delle operazioni che rientrano nell'attività gestoria.

È discusso se il rapporto di gestione di portafogli sia riconducibile allo schema civilistico del mandato, ovvero se si sia in presenza di un contratto tipizzato, che ricalca alcuni dei tratti propri della disciplina del mandato, senza tuttavia confondersi del tutto con quest'ultima. La tesi prevalente, e preferibile, è nel secondo senso: in effetti, nell'ambito della disciplina dei servizi di investimento, il servizio di gestione è - in uno con quello di consulenza - quello che forma oggetto della regolamentazione più analitica e pervasiva (art. 24 TUF, norme secondarie, norme UE direttamente applicabili), così da caratterizzare fortemente il rapporto che ne deriva tra cliente ed intermediario. Occorre, tuttavia, porre in luce che la disciplina del mandato ha comunque vocazione ad applicarsi, se non altro per colmare le lacune della disciplina speciale, e per agevolarne l'interpretazione²⁹.

Un secondo elemento che merita di essere segnalato nell'ambito della definizione è rappresentato dal riferimento alla "discrezionalità" del gestore. Lo svolgimento di un'attività caratterizzata da margini, talvolta assai ampi, di discrezionalità in capo all'intermediario è l'elemento che distingue maggiormente il servizio di gestione dagli altri servizi di investimento, nei quali, di contro, l'intermediario agisce sempre a seguito o in virtù di specifici ordini rilasciati dal cliente,

²⁹ Conforme, tra gli altri, SARTORI (2004), p. 101 s.

e facendo ricorso ad una discrezionalità meramente tecnica. La discrezionalità è stata assunta, nel tempo, quale dato qualificante della stessa definizione del servizio, al fine di espungere dal servizio in parola le attività che di tale elemento sono prive³⁰.

Un altro profilo che occorre indagare nella ricostruzione dei tratti distintivi del servizio è relativo alla nozione di “portafoglio di investimento” che, ancora una volta, non trova un diretto riscontro nella legge. Si osservi, al riguardo, che il legislatore sia comunitario, sia interno non ha utilizzato, al fine di individuare il servizio di gestione, il semplice riferimento agli strumenti finanziari, preferendo utilizzare una diversa, e più ampia, espressione (portafoglio di investimenti), senza tuttavia fornirne una specifica definizione. Sul punto, spetta pertanto nuovamente all’interprete individuare più sicuri indici.

In primo luogo, appare evidente che la nozione di portafoglio di

³⁰ Il riferimento corre, soprattutto, al controverso inquadramento delle cc.dd. “gestioni con preventivo assenso”, ossia a quei rapporti formalmente qualificati dalle parti come rapporti di “gestione” nei quali tuttavia il gestore, prima di poter eseguire le singole operazioni, deve ottenere il consenso dell’investitore, o essere da quest’ultimo specificamente autorizzato. In passato si è molto discusso se tali gestioni potessero farsi rientrare nell’ambito del servizio di gestione di portafogli. Secondo alcuni, in tale servizio risultava del tutto snaturata la natura “discrezionale”, di guisa che le gestioni con preventivo assenso avrebbero dovuto ricondursi nel novero del servizio (accessorio) di consulenza in materia di investimenti: v. ENRIQUES (1998); conforme COSTI-ENRIQUES (2004), p. 246 ss. Secondo altri, bisognava tuttavia osservare che anche nelle gestioni con preventivo assenso è pur sempre il gestore ad individuare le operazioni da eseguire, sulla base di un complesso processo decisionale che parte dall’analisi delle caratteristiche e delle esigenze del cliente, per poi includere la definizione delle strategie generali di investimento, la definizione del portafoglio-modello, e, infine, delle operazioni da compiere e/o degli strumenti da acquistare. È soltanto in quest’ultima fase che viene richiesto l’intervento del cliente, fermo restando il rilevante contributo del gestore in tutte le altre fasi del rapporto. Era, in sostanza, questa la posizione della Consob, che da sempre aveva ricondotto il servizio in questione alla vera e propria gestione di portafogli. Della questione si è poi occupata la Corte di Giustizia CE nella causa C-356/00, *Testa e Lazzari c/Consob* del 7 febbraio 2002, nell’ambito di una questione pregiudiziale relativa all’interpretazione della Direttiva 93/22/CEE. Secondo la Corte, le gestioni con preventivo assenso esulano dalla nozione comunitaria di “gestione di portafogli”, in quanto nella Direttiva l’elemento della discrezionalità è essenziale. Con la nuova definizione, è definitivamente prevalsa la soluzione accolta dalla Corte di Giustizia.

investimenti non si esaurisce in quella di strumento finanziario, giacché, se così fosse, il legislatore avrebbe statuito che l'attività di gestione ha più semplicemente ad oggetto tali strumenti (o un portafoglio di strumenti finanziari). Se ne deve dunque concludere che a differenza degli altri servizi di investimento, che possono avere ad oggetto unicamente strumenti finanziari un portafoglio di investimenti può comprendere anche beni e attività diversi dagli strumenti finanziari, e, ovviamente, dal denaro (ad esempio, valute)³¹: in tal senso, la definizione si riferisce, per l'appunto, a portafogli di investimento "che includono" uno o più strumenti finanziari. Occorre, tuttavia, porre in luce che ciò non può condurre a svalutare oltre misura il riferimento alla nozione di strumento finanziario che, in realtà, caratterizza, ad un più generale livello, la nozione stessa dei servizi di investimento. L'espressione "portafoglio di investimento", dunque, pur essendo più ampia di quella di "strumento finanziario", non può condurre alla conclusione per cui il portafoglio gestito può essere composto in maniera *prevalente*, o addirittura *esclusiva*, da attività o beni che non siano strumenti finanziari.

Per quanto riguarda le differenze con il servizio di gestione collettiva del risparmio, non soltanto i due servizi sono diversi sotto il profilo delle modalità di svolgimento dell'attività gestoria, ma diverse sono anche la *struttura* e la *natura* del servizio stesso. Per quanto attiene alla *struttura*, la gestione collettiva si caratterizza per l'intervento *necessario* di tre distinti soggetti, rappresentati dall'investitore, dal gestore, e da un depositario diverso dal gestore. Diversa è anche la natura del servizio, perché, nella gestione collettiva, il gestore opera nell'interesse non del singolo investitore, ma di una massa indifferenziata di investitori, ossia dei partecipanti all'organismo di investimento collettivo; è per questo motivo che, nella gestione collettiva, il singolo investitore non può ordinare o richiedere al gestore di eseguire singole operazioni su sua indicazione; diritto che, invece, gli è riconosciuto nell'ambito dell'attività di gestione individuale (art. 24, comma 1, lett. a), TUF). Ciò non toglie, tuttavia, che nella realtà il grado di effettiva "personalizzazione" del servizio di gestione possa a volte risultare alquanto ridotto: nella prassi, infatti,

³¹ Ha espresso dubbi in proposito SODA (1998). In senso opposto v., invece COSTI-ENRIQUES (2004), p. 248.

l'investitore sceglie di solito una "linea" di gestione, predefinita dal gestore, e pertanto viene ad essere assimilato a tutti gli altri soggetti che hanno compiuto la medesima scelta, e trattato similmente. A ben vedere, però, tale profilo non influenza affatto la natura stessa del servizio prestato: la personalizzazione, infatti, diviene in ogni momento possibile, sol che l'investitore si avvalga della facoltà di impartire istruzioni specifiche al gestore; peraltro, tale profilo non è di per sé sufficiente a far "scolorire" il servizio di gestione individuale nel servizio di gestione collettiva, stanti le altre differenze strutturali che intercorrono tra i due³².

3.5. (Segue): *la ricezione e trasmissione di ordini*

Il servizio di investimento, definito alla lett. e) dell'elenco, è rappresentato dalla ricezione e trasmissione di ordini; la successiva "definizione" del comma 5-*sexies* lo identifica come il servizio che "comprende la ricezione e la trasmissione di ordini nonché l'attività consistente nel mettere in contatto due o più investitori, rendendo così possibile la conclusione di un'operazione tra di loro (mediazione)". Si tratta un servizio che si colloca a "monte" dell'attività di negoziazione: l'investitore, cioè, trasmette un ordine, che l'intermediario non esegue direttamente, ma ritrasmette ad un soggetto negoziatore, per la successiva esecuzione sul mercato. La concreta rilevanza di questo servizio è essenzialmente legata ai casi in cui l'intermediario intenda eseguire operazioni di titoli negoziati su mercati nei quali egli non è autorizzato ad operare: storicamente, e prima che fosse loro consentito di svolgere direttamente l'attività di negoziazione nei mercati regolamentati, i principali prestatori di questo servizio erano le banche, e soggetti operanti per conto o nell'interesse degli agenti di cambio (che la prassi denominava *remisiers*)³³.

Il legislatore assimila, infine, al servizio di ricezione e trasmissione di ordini, il servizio di "mediazione". L'identificazione delle caratteristiche e della natura del servizio così qualificato può muovere dalla disciplina di diritto comune di cui agli artt. 1754 ss. c.c.:

³² Cfr. SARTORI (2004), p. 99 ss.

³³ V. PICARDI (1998); PICARDI (1998-II).

la stessa definizione legislativa ricalca i tratti propri del rapporto di mediazione, quale ricavabile dalla disciplina codicistica.

3.6. (Segue): *la consulenza in materia di investimenti*

Con il recepimento della MiFID, nel 2007, la consulenza è stata definitivamente ricompresa tra i servizi di investimento. Per l'Italia non era stata una novità assoluta: nella legge n. 1/1991 la consulenza figurava tra le attività riservate, ma la stessa era poi "scivolata" tra i servizi accessori con il recepimento della Direttiva 93/22/CEE, e con l'emanazione del TUF. Non si è trattato, tuttavia, di un mero ritorno al passato, in quanto la MiFID ridefinisce il servizio, con sensibili cambiamenti rispetto al contenuto della nozione precedentemente ricavabile dal sistema.

In particolare, per consulenza in materia di investimenti si intende "la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative a strumenti finanziari" (art. 1, comma 5-*septies*, TUF). Questa definizione va però necessariamente completata con quanto dispone il Regolamento (UE) n. 2017/565: in particolare, l'art. 9 di detto Regolamento stabilisce che una raccomandazione "personalizzata" è una raccomandazione fatta ad una persona nella sua qualità di investitore o potenziale investitore o nella sua qualità di agente di un investitore o potenziale investitore. Detta raccomandazione è presentata come adatta per tale persona, o è basata sulla considerazione delle caratteristiche di tale persona, e consiste nella raccomandazione di: a) comprare, vendere, sottoscrivere, scambiare, riscattare, detenere un determinato strumento finanziario o assumere garanzie nei confronti dell'emittente rispetto a tale strumento; b) esercitare o non esercitare il diritto conferito da un determinato strumento finanziario di comprare, vendere, sottoscrivere, scambiare o riscattare uno strumento finanziario. Una raccomandazione non è considerata una raccomandazione personalizzata se è rivolta esclusivamente al pubblico³⁴.

³⁴ Sul "nuovo" servizio di consulenza v. AMOROSINO (2010); SCIARRONE ALIBRANDI

I tratti distintivi della complessa definizione che risulta dal combinato disposto del TUF e del Regolamento n. 565, in definitiva, sono rappresentati dalla *personalizzazione* della raccomandazione o del consiglio, e dalla sua natura *determinata*. Quanto al primo elemento, il servizio di consulenza si differenzia da altre attività o servizi che, pur sostanziandosi nel rilascio di consigli o raccomandazioni di investimento, assumono carattere di *generalità*: ossia, sono rivolti a più soggetti, o comunque non sono basati sulla considerazione specifica delle esigenze e delle caratteristiche di un determinato investitore. È tale, ad esempio, l'attività di ricerca in materia di investimenti, o quella tipica degli analisti finanziari, che sono rivolte al pubblico o, comunque, a un'ampia platea di soggetti. Di contro, forme di comunicazione di raccomandazioni in qualche modo personalizzate (come ad esempio le *e-mail*) possono costituire fattispecie rilevanti ai fini della nozione di consulenza, anche se la situazione va vagliata caso per caso³⁵.

Quanto all'elemento della *determinazione*, la consulenza consiste nel rilascio di consigli *specifici*, ossia riferiti ad un *particolare* strumento finanziario: pertanto, esula dalla definizione l'attività che consiste nel rilasciare consigli e raccomandazioni relativi a categorie, gruppi o tipologie generali di strumenti finanziari o, a maggior ragione, relativi a semplici "*asset class*" (ad esempio: comparto azionario; comparto obbligazionario, ecc.). Il servizio di consulenza, di contro, presuppone che il consiglio abbia ad oggetto operazioni relative ad un determinato strumento finanziario³⁶.

(2010); PARACAMPO (2010).

³⁵ V. a riguardo la circostanziata formulazione dei Considerando 14 e 15 del Regolamento n. 565/2017, nei quali si fanno alcuni esempi in merito alla distinzione tra le nozioni di "raccomandazioni personalizzate" (attività non soggetta a riserva, ma inclusa nei cc.dd. "servizi accessori") e forme di vera e propria "consulenza in materia di investimenti".

³⁶ In base a tale definizione non risulta più granché utile la distinzione, precedentemente accolta dal sistema, tra la c.d. consulenza "generale" e la consulenza "strumentale". La prima si sostanziava nel rilascio di consigli o raccomandazioni di investimento, sia specifici (ossia, riferiti a determinati strumenti finanziari), sia generali, ossia riferiti a classe, gruppi, tipologie di investimenti: essa era considerata, in entrambi i casi, vera e propria attività di consulenza. La c.d. "consulenza strumentale", invece, si sostanziava nel fornire informazioni e

3.7. (Segue): la gestione di sistemi multilaterali di negoziazione e di sistemi organizzati di negoziazione

Per “gestione di sistemi multilaterali di negoziazione”, si intende la gestione di sistemi multilaterali che consentono l’incontro, al loro interno e in base a regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti (comma 5-*octies*). La nozione di “sistemi organizzati di negoziazione” di nuovo conio da parte della Direttiva MiFID II è molto simile, differenziandosi per il fatto che, come avremo modo di osservare nel contesto della disamina della disciplina dei mercati, la conclusione dei contratti è, in questo caso, caratterizzata da elementi di *discrezionalità* (ossia, il gestore del sistema può decidere, secondo taluni criteri, di dar corso o meno all’operazione), e che i sistemi organizzati sono limitati a strumenti *non-equity*.

Si è già osservato come, nell’impostazione che discende dalla MiFID, i sistemi multilaterali di negoziazione e, ora, i sistemi organizzati, si affianchino ai mercati regolamentati veri e propri, come possibili *trading venues* alternative per l’esecuzione delle operazioni su strumenti finanziari. La definizione di questi sistemi è, non a caso, assai vicina a quella di “mercato regolamentato” (art. 1, comma 1, lett. *w-ter*), e ciò in quanto le funzioni alle quali assolvono le due *venues* sono, per molti aspetti, a quest’ultimo sovrapponibili. La gestione di sistemi multilaterali o organizzati di negoziazione caratterizzati da regole proprie, molto simili a quelle applicabili ai mercati regolamentati, configurano due distinte *attività* di investimento, e ciò in quanto il rapporto che intercorre tra il gestore del sistema e i partecipanti allo stesso, non è tecnicamente configurabile come prestazione di un “servizio”. Ne derivano importanti differenze rispetto alle regole applicabili alla prestazione degli altri servizi di investimento, con particolare riguardo alle regole di comportamento.

indicazioni circa un determinato prodotto o servizio, in sede di vendita o collocamento dello stesso: si riteneva che questa attività non configurasse una autonoma attività di consulenza, ma una generica attività *strumentale* al collocamento del servizio o del prodotto in questione. L’impostazione della MiFID, ora riflessa nel TUF, è evidentemente profondamente diversa e, in ogni caso, non scevra da difficoltà interpretative (v. il Documento di consultazione del CESR, *Understanding the Definition of Advice under MiFID* del 19 aprile 2010).

4. I servizi accessori

Dai servizi di investimento vanno distinti i cc.dd. “servizi accessori”. Questi ultimi non sono soggetti a riserva di attività a favore degli intermediari abilitati alla prestazione dei servizi di investimento; rappresentano, però, servizi che gli intermediari possono svolgere in quanto, per l'appunto, autorizzati alla prestazione dei servizi di investimento³⁷. Il relativo elenco si rinviene nell'Allegato I, Sezione B, TUF. Rispetto alla nozione antecedente alla Direttiva MiFID II le attività che rientrano tra i servizi accessori sono state oggetto di vari ritocchi, non sempre, a dire il vero, privi da profili problematici sul piano interpretativo (si veda, ad esempio, l'alquanto oscura formulazione del punto 1 dell'elenco, là dove si riferisce al “livello più elevato”, o quella di cui al punto 7). Ad ogni buon conto, la nozione ora include le seguenti attività:

1) custodia e amministrazione di strumenti finanziari per conto dei clienti, inclusi la custodia e i servizi connessi come la gestione di contante/garanzie reali ed esclusa la funzione di gestione dei conti titoli al livello più elevato;

2) concessione di crediti o prestiti agli investitori per consentire loro di effettuare un'operazione relativa a uno o più strumenti finanziari, nella quale interviene l'impresa che concede il credito o il prestito;

3) consulenza alle imprese in materia di struttura del capitale, di strategia industriale e di questioni connesse, nonché consulenza e servizi concernenti le concentrazioni e l'acquisto di imprese;

4) servizio di cambio quando detto servizio è legato alla fornitura di servizi di investimento;

5) ricerca in materia di investimenti e analisi finanziaria o altre forme di raccomandazione generale riguardanti le operazioni relative a strumenti finanziari;

6) servizi connessi con l'assunzione a fermo;

7) servizi e attività di investimento, nonché servizi accessori del tipo di cui alle Sezioni A o B, collegati agli strumenti derivati di cui alla

³⁷ Sulla differenza tra servizi accessori e altre attività che gli intermediari possono prestare, in quanto “strumentali” o “connesse” all'attività principale, v. AMOROSINO-RABITTI BEDOGNI (2004), p. 109 ss.

Sezione C, punti (5), (6), (7) e (10), se legati alla prestazione di servizi di investimento o accessori.

La possibilità di prestare servizi accessori, unitamente ai servizi di investimento, si giustifica, per gli intermediari abilitati, in base all'elevata complementarietà delle due "famiglie" di servizi. Non trattandosi di attività soggette a riserva, si tratta peraltro di servizi che possono essere liberamente svolti anche da soggetti non abilitati. Si osservi, inoltre, che il termine "accessorio" non significa, necessariamente, che i servizi in parola debbano essere giocoforza prestati in via "ausiliaria", o "strumentale" rispetto ad un servizio di investimento: tale requisito, infatti, è previsto unicamente per il servizio accessorio di intermediazione in cambi. È dunque perfettamente legittimo che un intermediario abilitato alla prestazione di servizi di investimento svolga servizi accessori anche in via autonoma, senza cioè che il servizio accessorio sia, per così dire, di supporto ad un servizio di investimento³⁸.

La possibilità di prestare servizi accessori è disciplinata diversamente, in funzione delle diverse categorie di soggetti abilitati. Più precisamente, le SIM e le banche sono autorizzate a prestare tutti i servizi accessori, senza alcuna eccezione. Per le prime, la regola discende dall'art. 18, comma 4, TUF; anche per le banche la regola discende dal Testo Unico Bancario, essendo i servizi accessori ricompresi (salvo quelli individuati alla lett. *g-bis*) nell'elencazione delle attività ammesse al mutuo riconoscimento in base alle Direttive bancarie (art. 1, comma 2, lett. f), TUB). Per quanto attiene alle SGR e alle società finanziarie di cui all'art. 106 TUB valgono, come vedremo, regole particolari. Anche per gli agenti di cambio vigono particolari limitazioni³⁹.

In merito ai criteri che presiedono alla prestazione dei servizi accessori, gli intermediari abilitati sono tenuti ad osservare (salvo deroghe analiticamente individuate), anche in relazione a tali servizi, le regole generali di comportamento che trovano applicazione in rela-

³⁸ ATELLI (1998).

³⁹ Cfr. l'art. 201, comma 7, TUF, in base al quale gli agenti di cambio possono svolgere i servizi accessori indicati nell'art. 1, comma 6, lett. c), limitatamente alla conclusione di contratti di riporto e altre operazioni in uso sui mercati, e g), TUF.

zione alla prestazione di servizi di investimento. Ovviamente, tale soluzione non si applica quando i servizi accessori sono prestati da soggetti diversi dagli intermediari abilitati: si assiste, pertanto, alla curiosa situazione in base alla quale gli intermediari abilitati sono soggetti a vincoli più stringenti, rispetto a soggetti non sottoposti ad alcuna forma di controllo o di vigilanza, in merito alla prestazione dei servizi in questione⁴⁰.

⁴⁰ Oltre ai servizi accessori, definiti come tali dalla disciplina ex-MiFID, gli intermediari che prestano i servizi e le attività di investimento possono anche svolgere attività “connesse” e “strumentali”. Indici utili per individuare queste attività si rinvergono nel corpo del TUB e della normativa secondaria: in generale, si può dire che le attività connesse sono quelle che sono utili a sviluppare l’attività principale svolta dal soggetto; quelle strumentali, invece, hanno carattere ausiliario. V. FRANZA (2017).

L'impresa familiare italiana

Daniela Montemerlo

13.01.2020



I temi trattati

- Le imprese familiari: alcuni dati nazionali e sul Nord-Italia
- Le sfide da affrontare: un quadro di insieme
- Un focus sulla governance
- Un focus sul ricambio generazionale



1. La popolazione italiana sopra i 20 milioni di Euro di fatturato (dati Osservatorio AUB, 2019)

ASSETTO PROPRIETARIO		
	N	%
Familiari	11.079	65,8%
Filiali di Imprese Estere	3.065	18,2%
Cooperative e Consorzi	926	5,5%
Coalizioni	667	5,7%
Statali/Enti locali	606	4,0%
Controllate da Fondi di Investimento / P.E	371	2,2%
Controllate da Banche/ Assicurazioni	107	0,6%
Controllate da fondazioni	19	0,1%
Public companies	8	0,0%
TOTALE	15.495	100,0%



1. Qualche dato sul Nord Italia: più imprese familiari, più grandi, più internazionali, più antiche (dati Osservatorio AUB, 2017)

- Il 73,2% della popolazione e l'80,7% delle aziende con performance più alte si trova in Nord Italia
- Il 56% della popolazione si trova in Lombardia, Veneto e Piemonte, lo stesso vale per il 63% delle aziende con performance più alte (15,1% e 13,3%, rispettivamente, in provincia di Milano, la prima in graduatoria)
- L'84,2% delle aziende sopra i 500 milioni di Euro di fatturato si trova in Nord Italia (13% in provincia di Milano, prima in graduatoria)
- Le aziende familiari del Nord esportano di più (86,3% sul totale con un fatturato estero di oltre il 50%, 77% sul totale di chi esporta fino al 50%)
- Il 18,5% delle aziende centenarie si trova in provincia di Milano (sempre la prima), seguita da Vicenza (4,6%), Lecco (4,1%), Biella (3,6%), con percentuali sempre superiori a quelle di incidenza sulla popolazione complessiva



1. Le imprese familiari: più resilienti, ma sempre più esposte alle tempeste ... (dati Osservatorio AUB, 2018)



Dal 2007, le performance di redditività, solidità e crescita dei ricavi delle aziende familiari sopra i 50 milioni di Euro sono state sempre superiori a quelle delle aziende non familiari



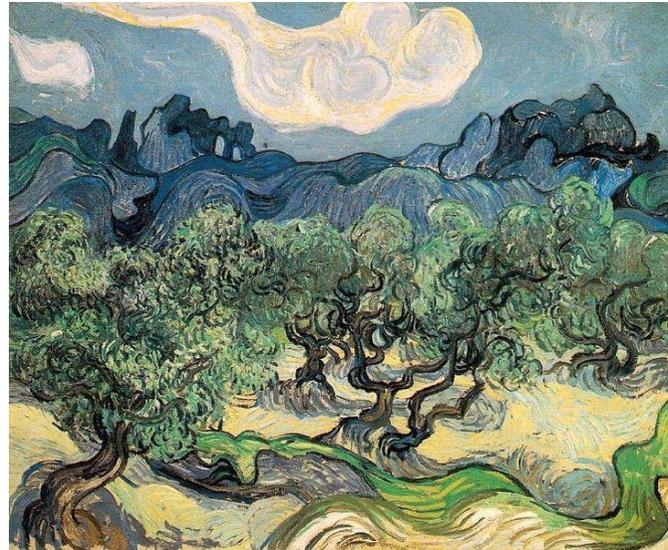
Delle 4597 aziende sopra i 50 milioni nel 2017, solo 2445 – il 53,2% - facevano parte della stessa popolazione anche nel 2007.



I leader sono sempre più anziani (over '70 da 14% a 25% in 10 anni) e sono molti i modelli di leadership complessi (più di un AD nel 36%), ... con qualche criticità di performance



... in un mondo cambiato



... che continuerà a cambiare e a crescere in complessità. E che non consente più errori, soprattutto nei rapporti tra famiglia e impresa.



2. Le sfide da affrontare: un quadro di insieme

- La crescita per linee interne ed esterne
- La complessità proprietaria e familiare
- La pressione istituzionale



2. Alcuni errori persistenti

- La visione gerarchica family-first o family in business-first
- I vertici troppo (o troppo poco) articolati
- La debolezza dell'assetto di governance e organizzativo
- La chiusura ai terzi
- Le inerzie di processo, dalla pianificazione del ricambio generazionale al dialogo tra soci alla gestione strategica



3. Le sfide della governance

In vari mix e a seconda della complessità strategica e proprietaria:

- CdA full-role (strategici e di controllo e di gestione delle relazioni chiave)
- Una Presidenza dedicata (distinta dal ruolo di AD)
- Unitarietà di leadership, chiarezza di deleghe e di organigramma e coerenza tra i due livelli
- Il governo dei rischi e i controlli interni
- L'accountability e il dialogo con i soci



3. Il valore della buona governance (dati Osservatori AUB)

Le aziende familiari con un sistema di governance moderno ed aperto al contributo di esterni:

- ✓ **Tendono a crescere dimensionalmente**; in particolare, le aziende più performanti in crescita hanno tutte un CdA aperto, mentre quelle con CdA e leadership familiare tendono a rimanere piccole
- ✓ **Hanno il 3,4% in più di probabilità in più di fare acquisizioni, e quasi il 10% in più di probabilità di crescere all'estero tramite investimenti diretti**
- ✓ **Mostrano performance migliori** – mediamente 0,7 punti di ROI e 1,8 punti di ROE (vedi slide successiva)
- ✓ **Affrontano meglio i processi di ricambio generazionale, soprattutto tra familiari** (la performance post-successione dei leader familiari è di circa 2 punti di ROA superiore quando il board è aperto)



4. Le sfide del ricambio generazionale: alcune condizioni chiave

- ✓ **Valori da proprietà responsabile** condivisi e trasmessi
- ✓ **Accordi solidi** della generazione al comando, con una sapiente gestione dei conflitti
- ✓ **Meccanismi meritocratici** per la carriera in azienda: la valutazione attitudinale come base per le scelte professionali, l'esperienza lavorativa pre-ingresso in azienda, per orientarsi, rafforzarsi personalmente, acquisire competenze; la formazione permanente, scolastica e sul campo; la legittimazione progressiva sulla base di performance misurabili ... e misurate
- ✓ **Dialogo costante** tra generazioni e nella generazione al comando
- ✓ **Evoluzione del ruolo della generazione in carica**, verso la leadership strategica e la Presidenza dedicata



4. Le sfide del ricambio generazionale: alcune condizioni chiave (continua)

- ✓ **Attenzione alla scelta del modello: leadership unica o condivisa?** E attenzione alle condivisioni forzate per ragioni familiari o proprietarie
- ✓ **Costruzione e rinnovamento nel tempo dell'intera squadra di vertice**
- ✓ **Passaggi di consegne ben pianificati, condivisi e comunicati**
- ✓ **Possibilità di altri ruoli** (CdA, collaborazioni professionali, iniziative imprenditoriali, progetti di famiglia, ... sempre secondo criteri di merito)
- ✓ **Scelte proprietarie e patrimoniali da pianificare e spiegare** per tempo, costruendo un assetto patrimoniale adeguatamente diversificato e preparandosi a gestire compagnie complesse



L'Impresa familiare Italiana: le difficoltà ed i bisogni non soddisfatti

Gianluca Pallini

13.01.2020



© CSVN: La presente documentazione ha esclusivo scopo didattico e non può essere utilizzata per fini differenti rispetto a quelli per cui è stata preparata. È vietata la riproduzione delle informazioni in essa contenute e la distribuzione, in qualsiasi forma e con qualsiasi strumento, senza un'espressa autorizzazione.

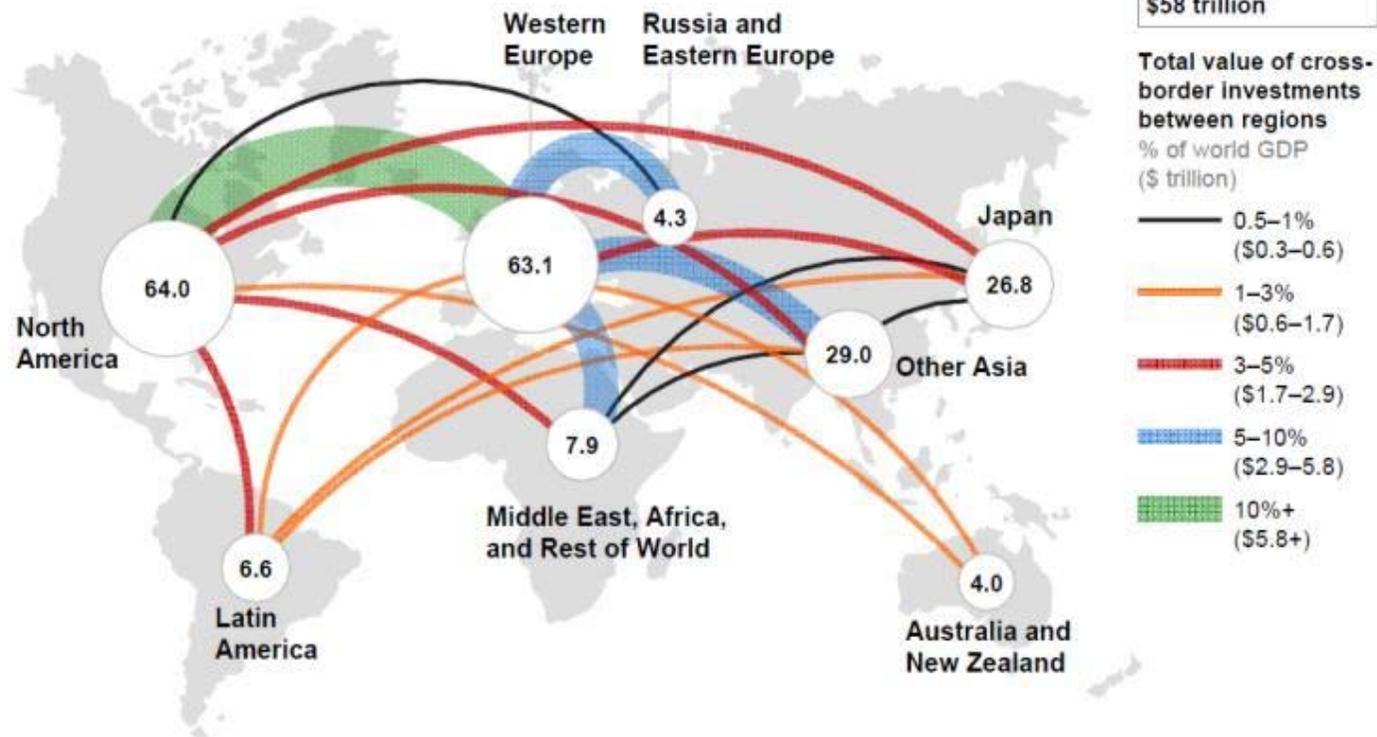
Il mondo è sempre più piccolo...



...e sempre più interconnesso...

Cross-border investments had grown substantially by 2009

Figures inside bubbles are regional financial stock
 Lines between regions show total cross-border investments¹

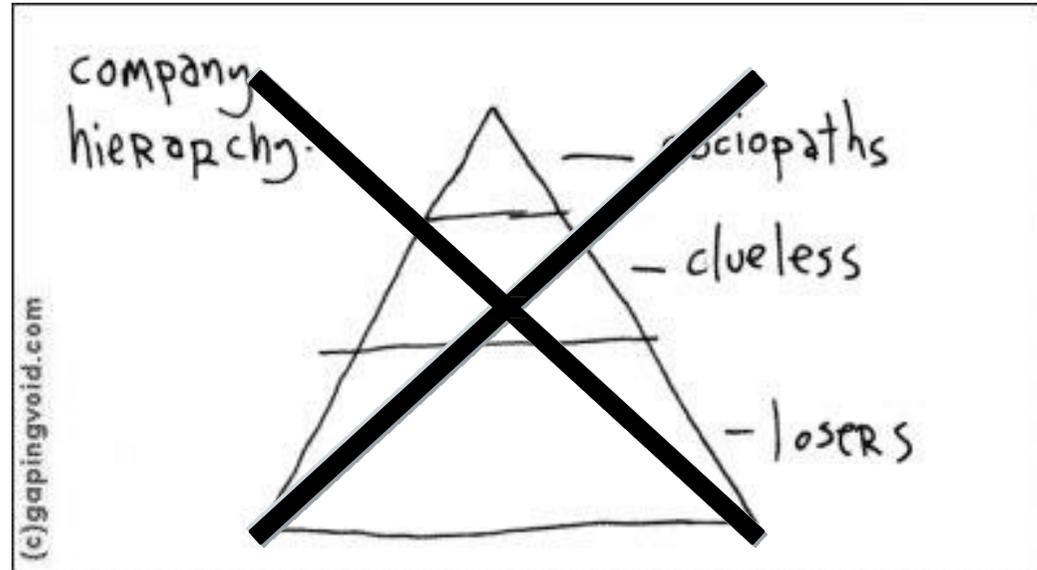
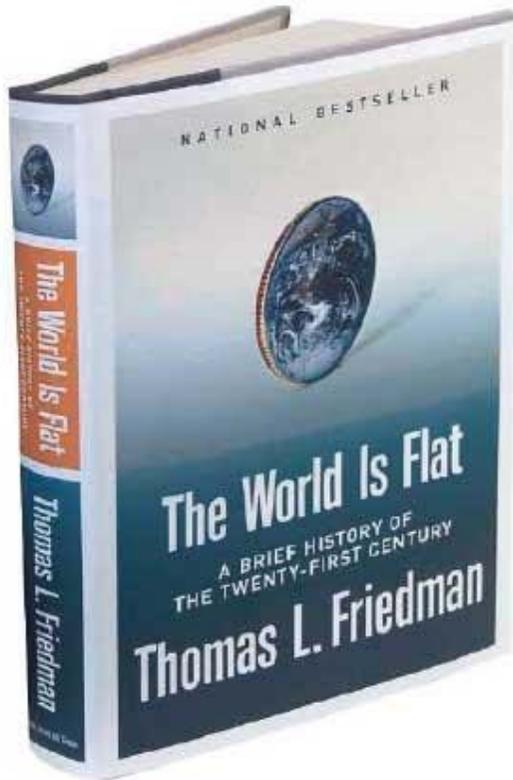


¹ Includes total value of cross-border investments in equity and debt securities, loans and deposits, and foreign direct investment.

SOURCE: International Monetary Fund; McKinsey Global Institute analysis



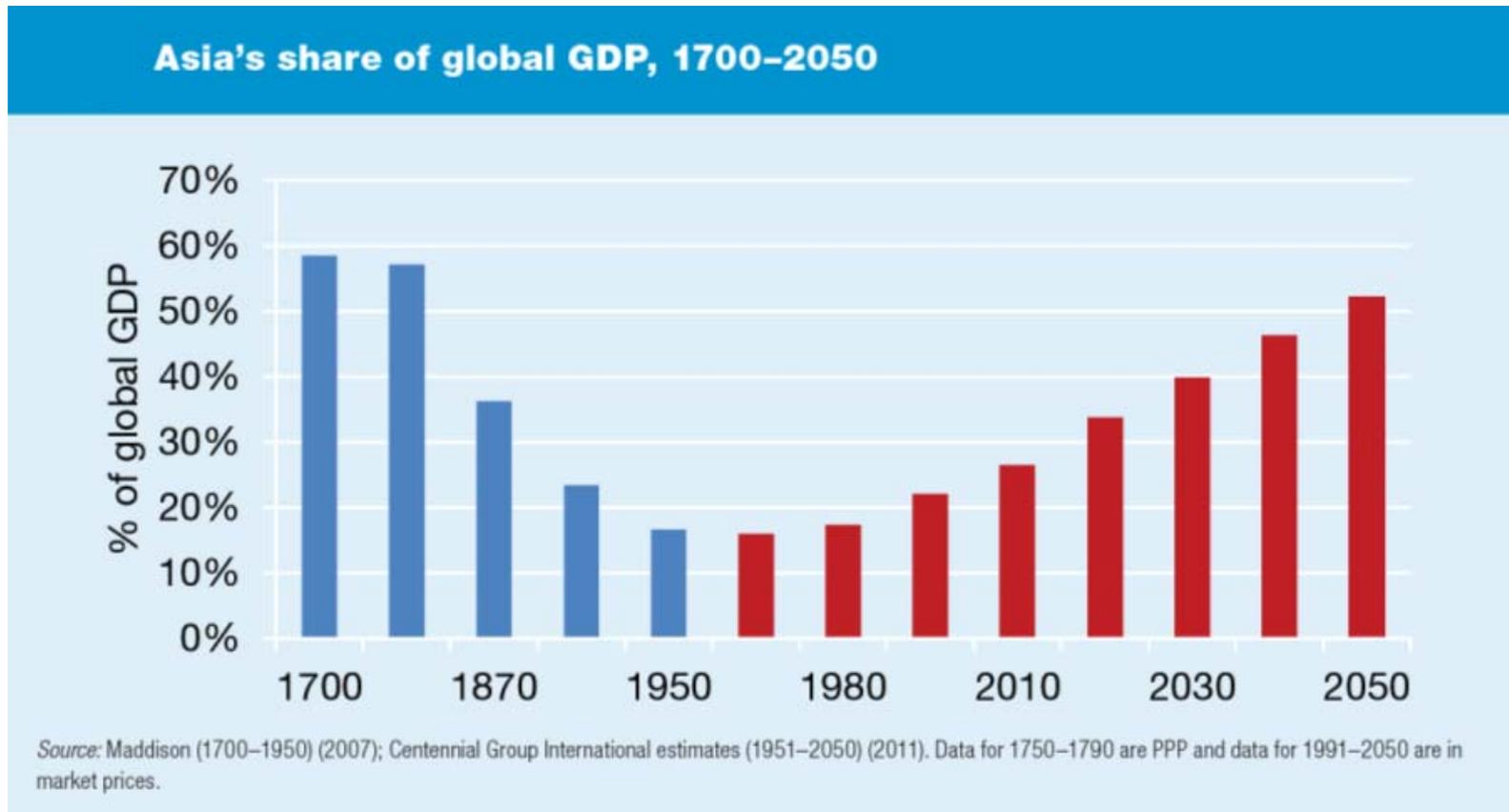
...e sempre più 'flat'



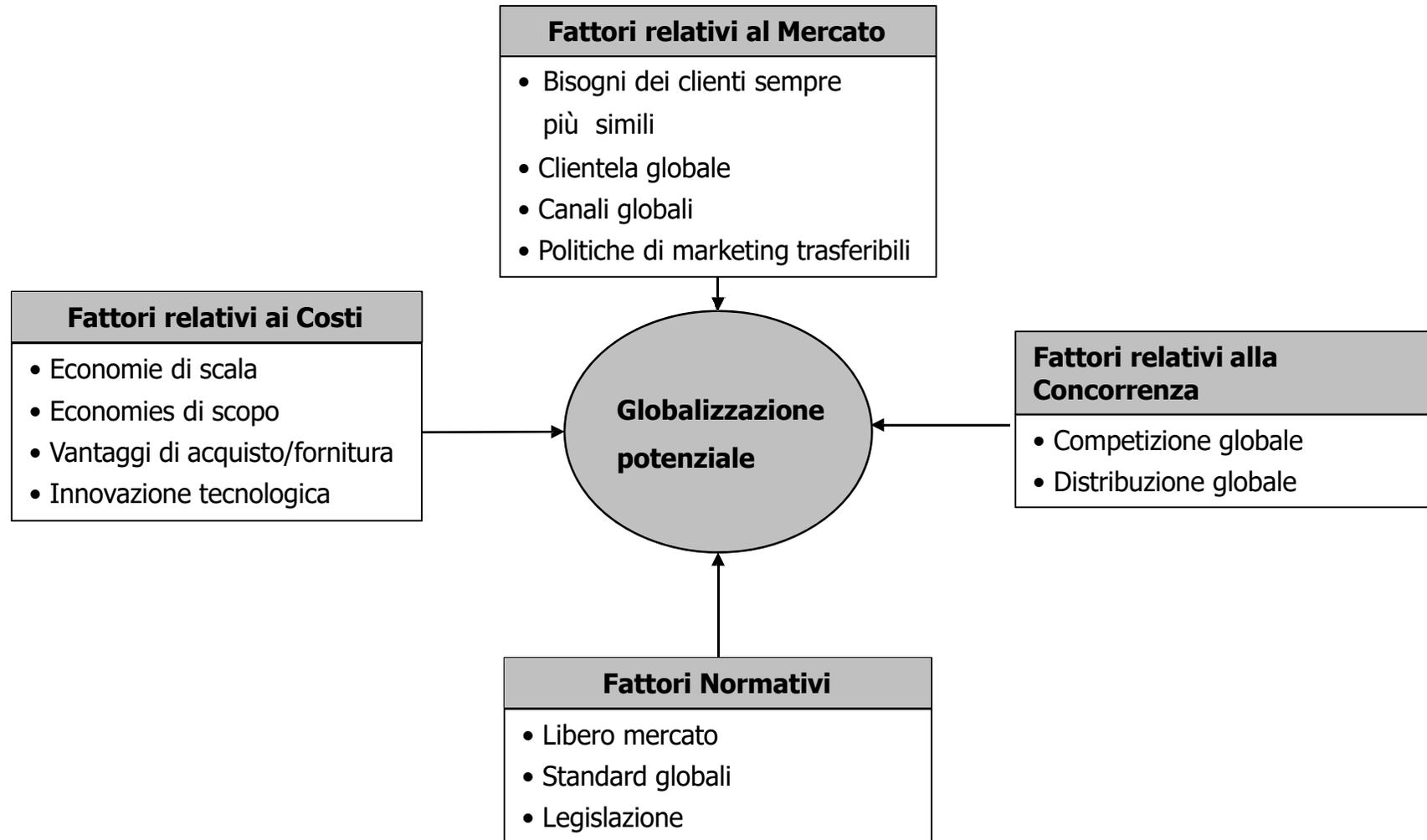
Hugh MacLeod



Ma con 'up & down'...



Globalizzazione: opportunità e minacce

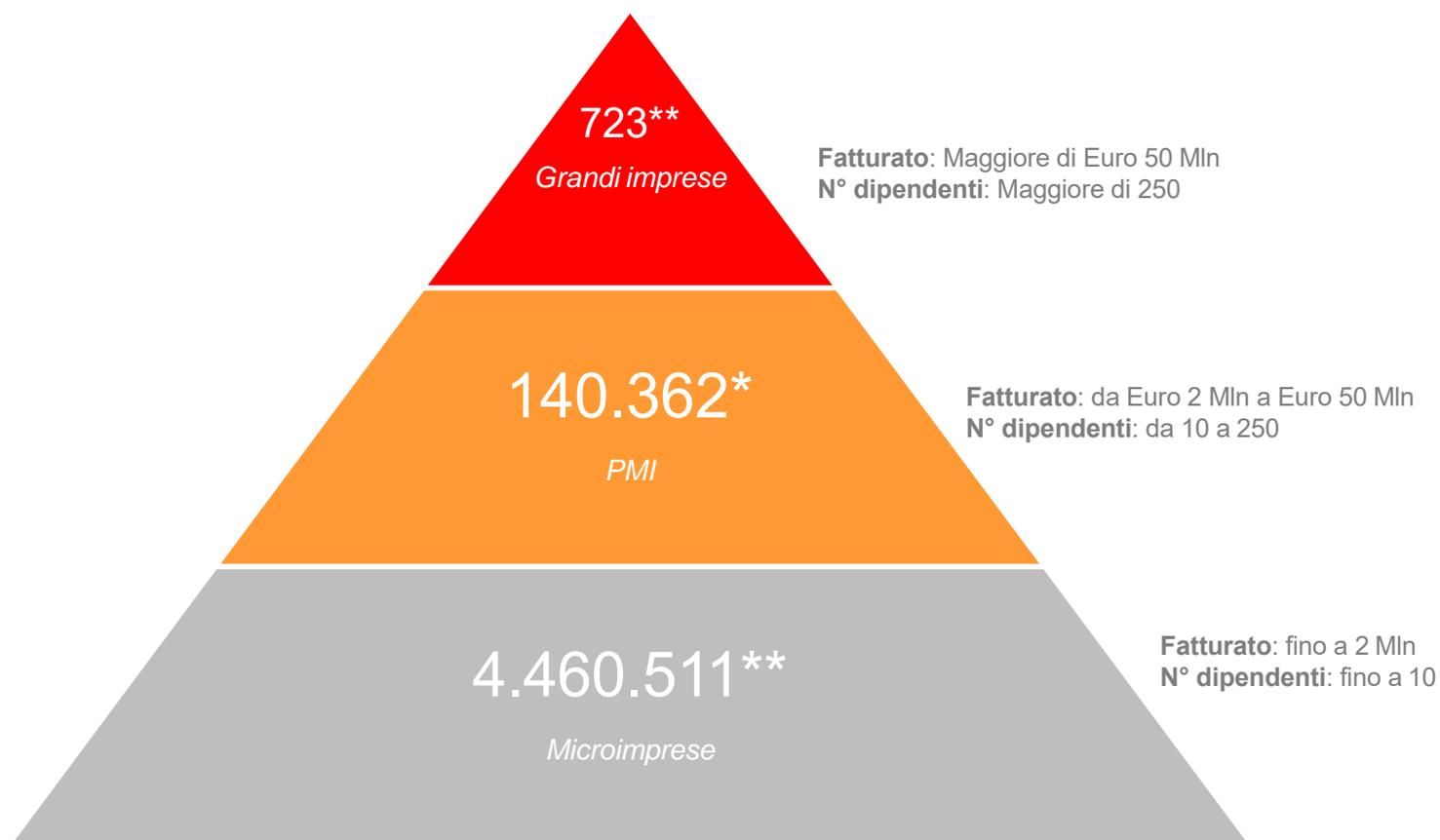


Fonte: "International business – Competing in the global marketplace" C. Hill, McGraw-Hill



© CSVN: Vietata la riproduzione e la distribuzione

L'importanza delle PMI (e micro) in Italia



Fonte: * «Rapporto cerved PMI 2017»; ** «Rapporto welfare INDEX PMI», Generali, 2018



© CSVN: Vietata la riproduzione e la distribuzione

L'importanza delle PMI (e micro) in Italia

Principali Indicatori	UE-27	Francia	Germania	Italia	UK
N. PMI e micro	99.8%	99.8%	99.5%	99.9%	99.6%
N. Dipendenti	67.1%	61.4%	60.6%	81.3%	54.0%
Valore Aggiunto	57.6%	54.2%	53.2%	70.9%	51.0%

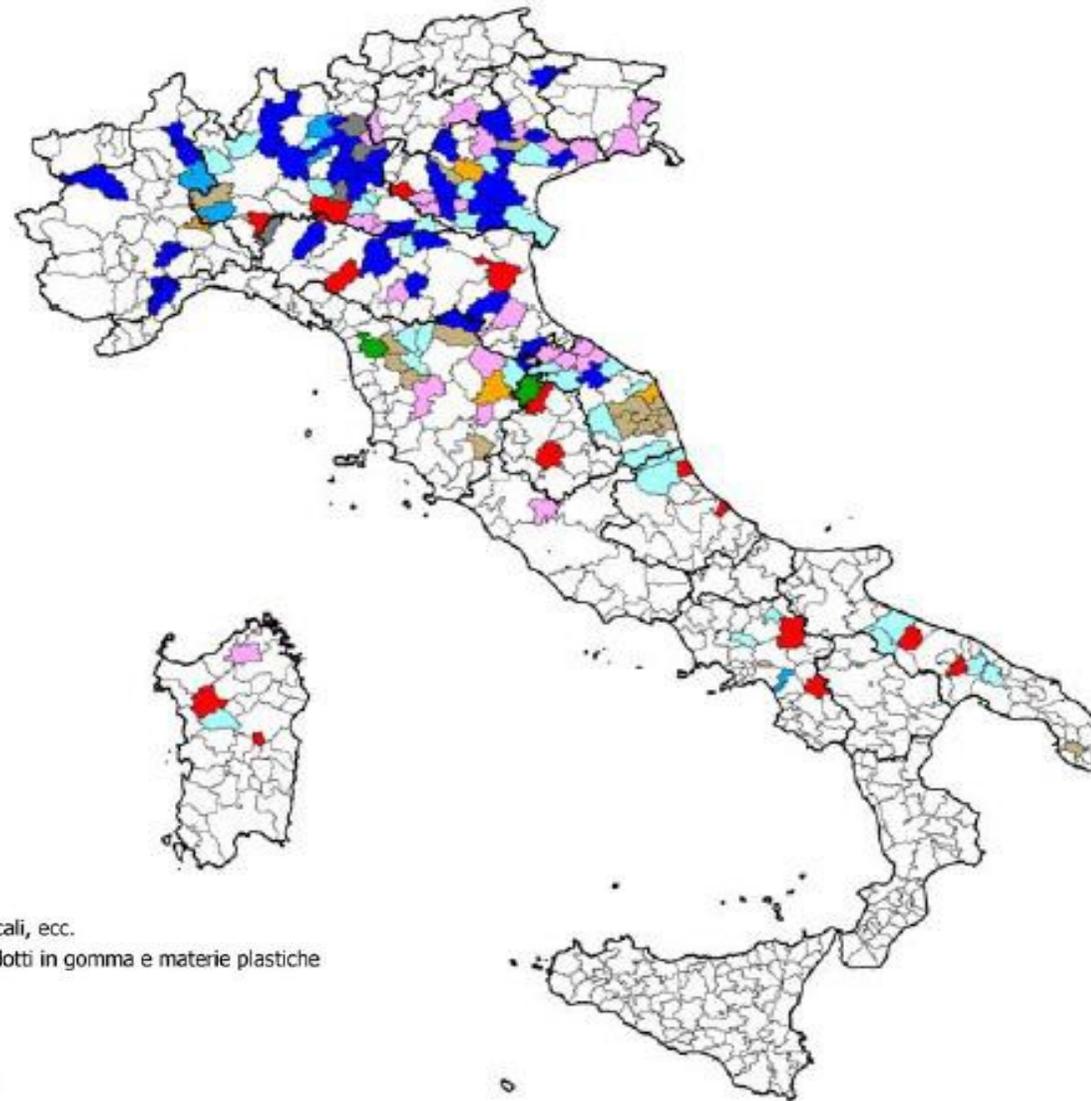
% di PMI sul totale nazionale

Fonte: Eurostat 2008



© CSVN: Vietata la riproduzione e la distribuzione

I distretti industriali in Italia



Fonte: Istat, 9° censimento dell'industria e dei servizi 2011

- Beni per la casa
- Gioielleria, oreficeria, strumenti musicali, ecc.
- Industria chimica, petrolchimica, prodotti in gomma e materie plastiche
- Industria meccanica
- Industria metallurgica
- Industrie alimentari
- Industrie cartotecniche e poligrafiche
- Pelli, cuoio e calzature
- Tessile e abbigliamento



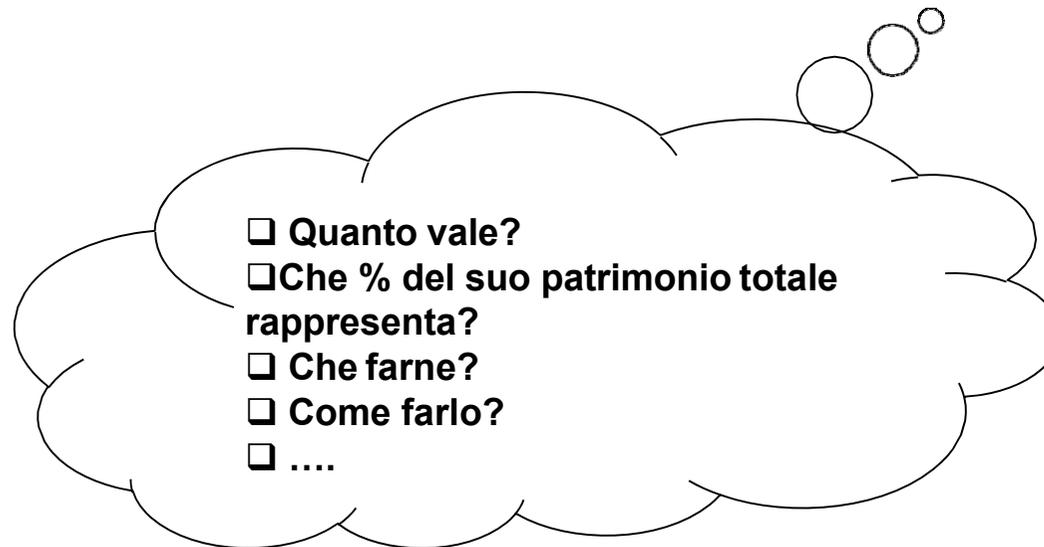
© CSVN: Vietata la riproduzione e la distribuzione

L'imprenditore ed il suo patrimonio

- Rappresentazione semplificata e sintetica del patrimonio



- Macchine
- Barche
- Arte
-



Azienda e famiglia: esigenze sempre uguali?



Esigenze - Alcune riflessioni

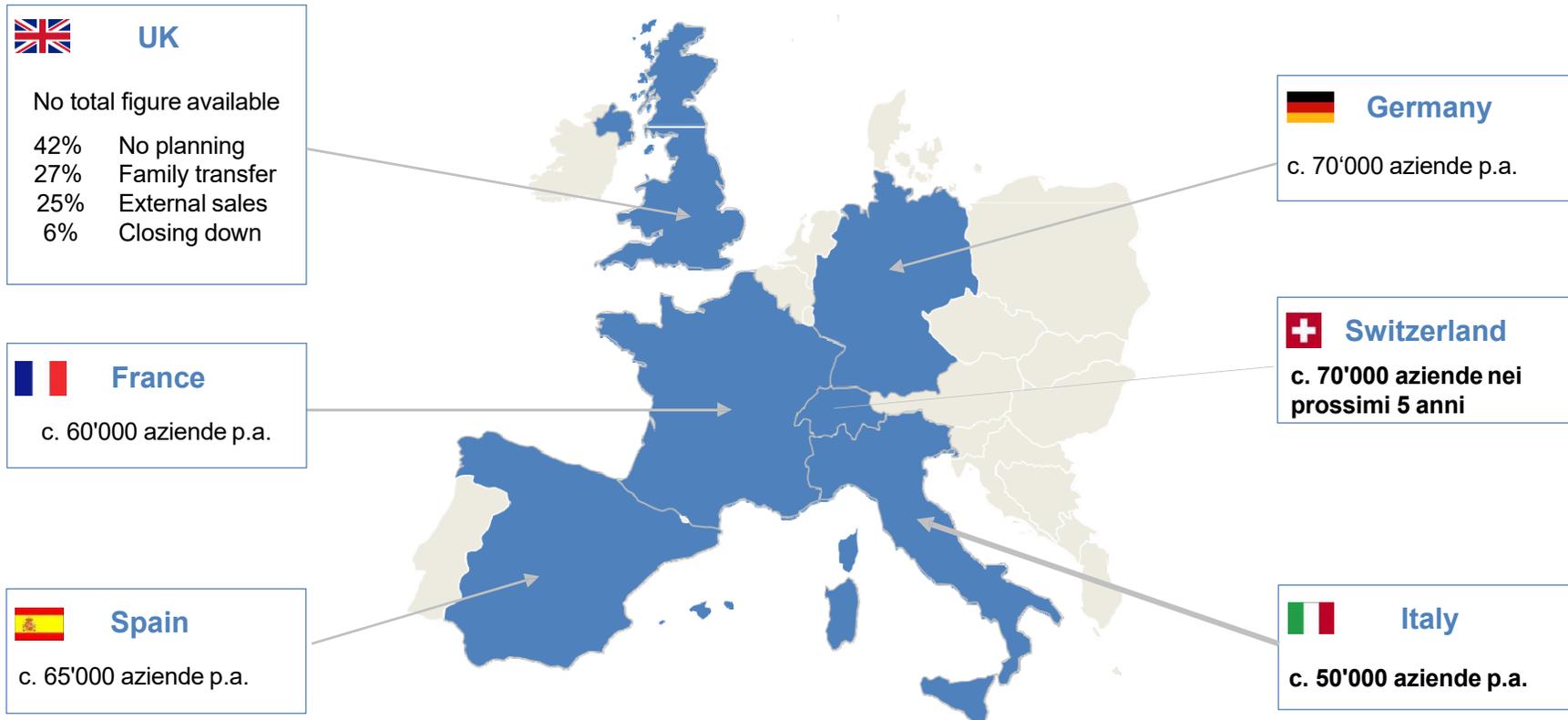
- Variano da caso a caso
- Cambiano in funzione del momento, della visione ed obiettivi
- Possono non essere coincidenti

Esigenze - Alcune peculiarità

- Percepire lo 'status quo' e i cambiamenti
- Gestione delle diverse esigenze
- Conciliare le possibili sovrapposizioni



Il passaggio del testimone - mercato Europeo



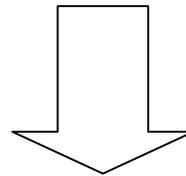
"One third of Europe's entrepreneurs will withdraw from business during the next ten years....It is estimated that to 690'000 enterprises, most of which are small or medium-sized, will have to be transferred to new owners every years."

Fonte: European Commission, 2006, Report of the Expert Group; Center for family business, Università di San Gallo (2009)

L'azienda – focus

- ❑ Quanto vale:

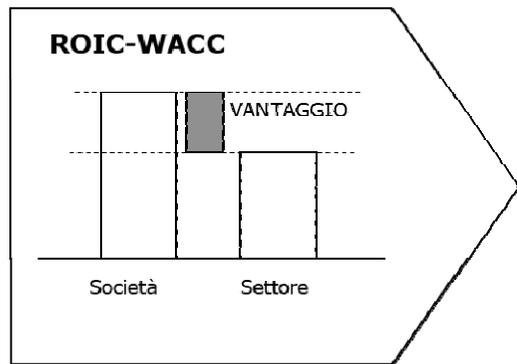
- ❑ Che farne e come Protrarre l'investimento (keep)
 - Crescere (per linee interne o per linee esterne?). Con quali risorse?
 - Non crescere (quali strategie di mantenimento?). Con quali risorse?
 - Disinvestire (tutto o in parte? Ad un acquirente industriale o finanziario?)
 - Trasferire all'interno della famiglia (in maniera autonoma o con il supporto di terzi)
 - Diversificare



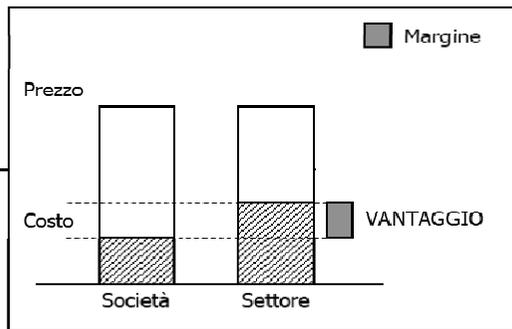
- ❑ Passaggio generazionale
- ❑ Ricerca di capitali (di rischio e di debito, in forma pubblica o privata)
- ❑ M&A
- ❑ Ecc.



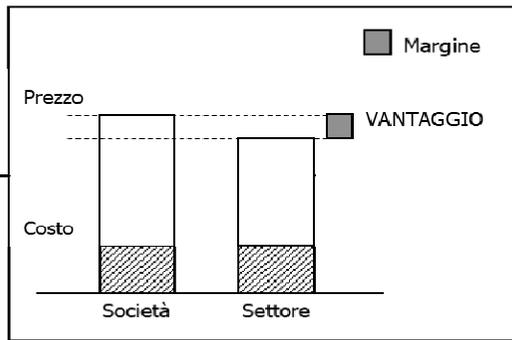
Il Vantaggio Competitivo



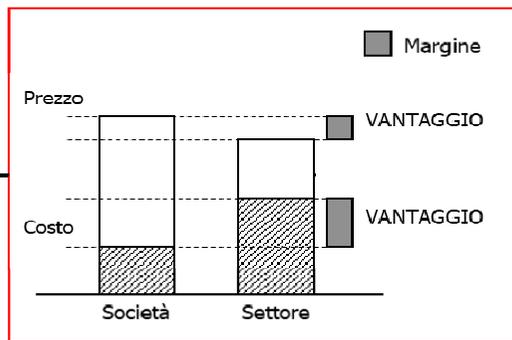
Comparazione a parità di volumi



- Prezzi simili
- Diverse strutture di costo
- Vantaggio deriva dalla struttura dei costi



- Prezzi differenti
- Strutture dei costi simili
- Vantaggio deriva dalla struttura dei prezzi



- Prezzi differenti
- Struttura dei costi differenti
- Vantaggio deriva da entrambi (prezzi e costi)

Legenda: ROIC = ritorno sul capitale investito; WACC = costo medio ponderato del capitale



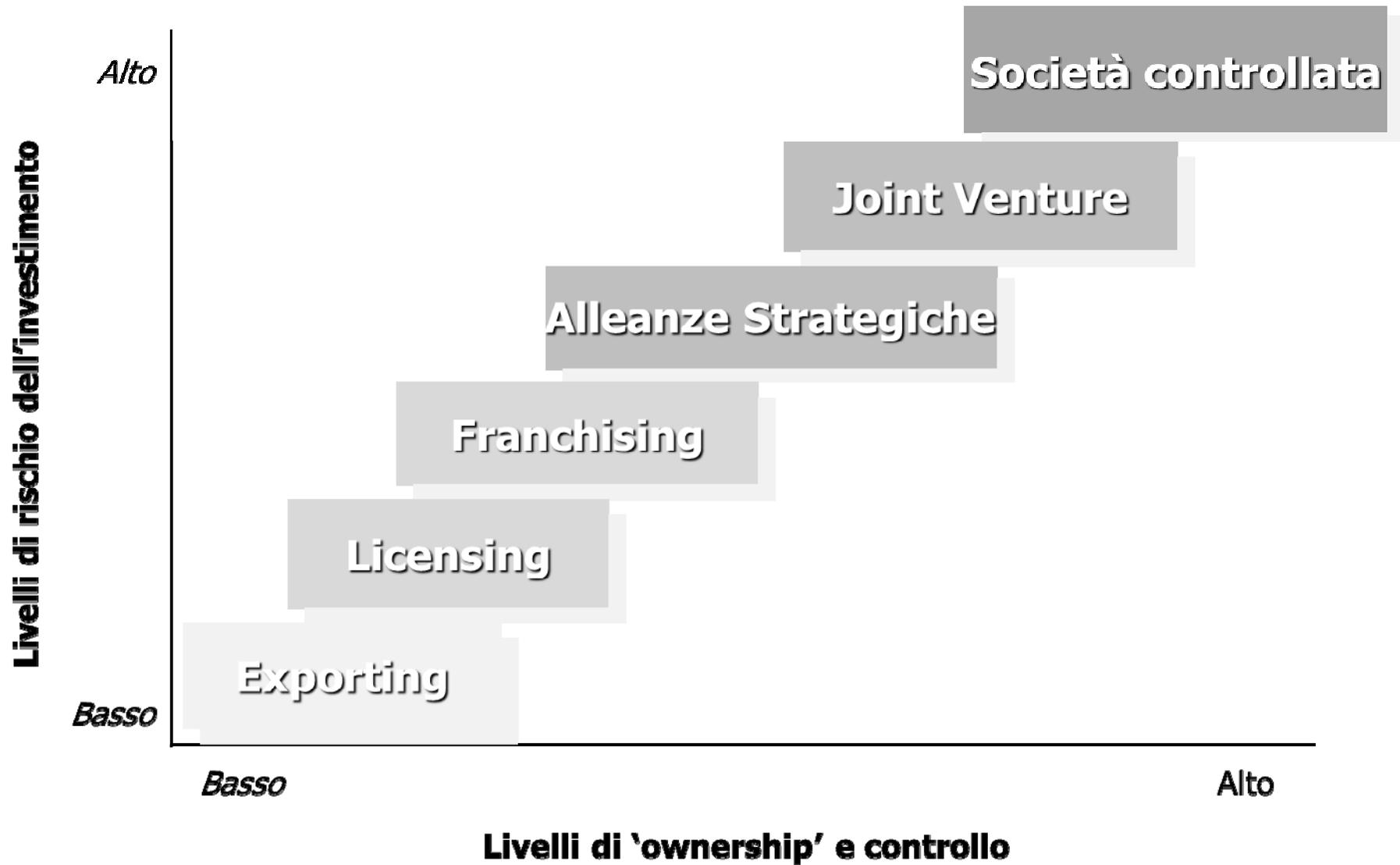
© CSVN: Vietata la riproduzione e la distribuzione

Le 3 principali opzioni strategiche per crescere

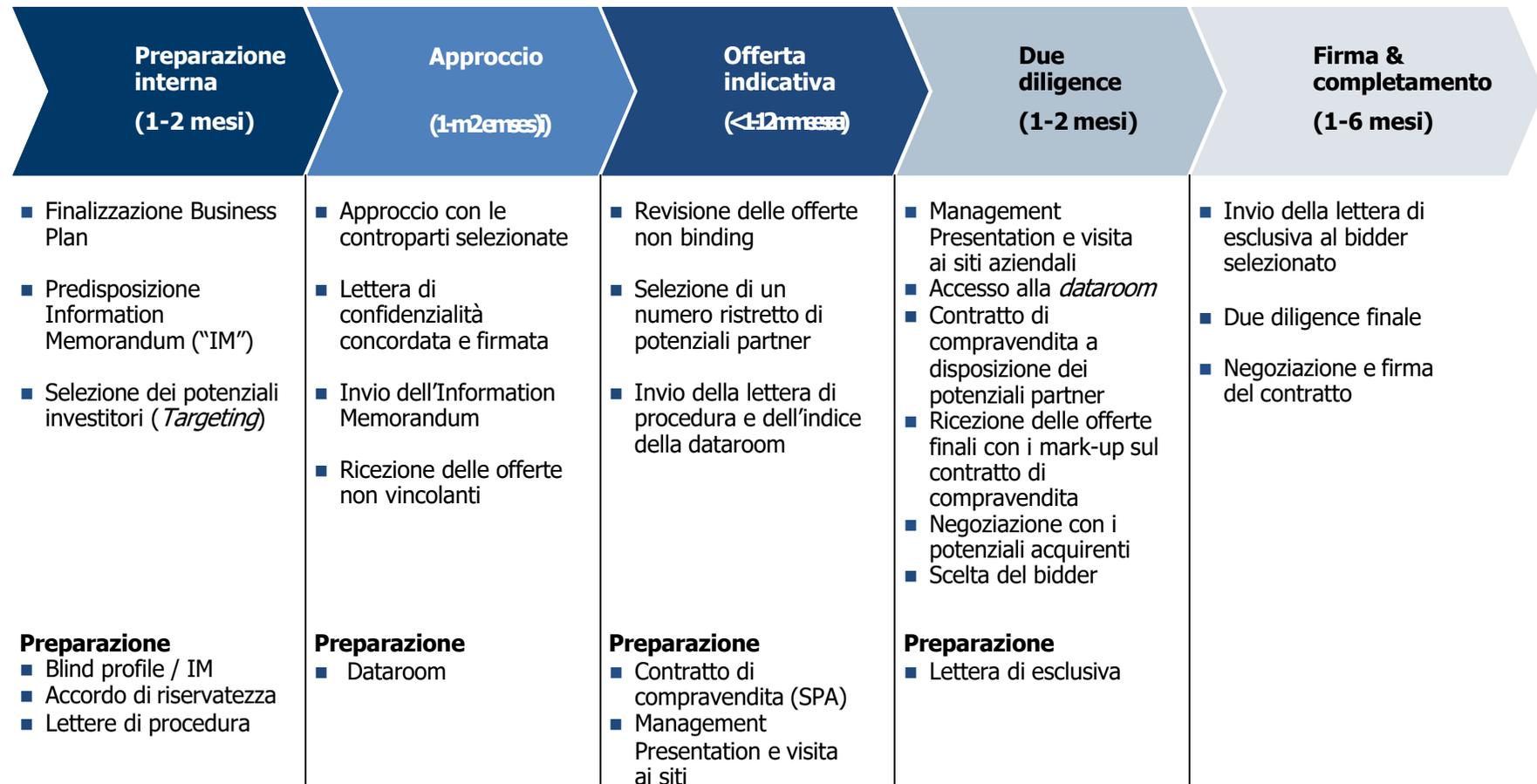
Opzioni	'Time-to-market'	'Strategic fit'	Controllo
Acquisizione	<ul style="list-style-type: none"> • Potenzialmente immediate subito dopo l'acquisizione • Potenziale accesso a forza vendita già formata e 'logistic network' • Accesso ai 'key account' 	<ul style="list-style-type: none"> • Dipende dalla azienda target 	<ul style="list-style-type: none"> • Pieno controllo sulla forza vendita e strategie di prezzo • Controllo del cliente finale
Partnership strategica	<ul style="list-style-type: none"> • Potenzialmente immediato se il partner ha il controllo dei 'key account' • Potenziale incremento dei volumi 	<ul style="list-style-type: none"> • A seconda del partner • Potenziale rischio di cannibalizzazione 	<ul style="list-style-type: none"> • Accesso al cliente finale: da caso a caso • A seconda del contributo del partner • Impatto sulla marginalità: da caso a caso
Crescita organica	<ul style="list-style-type: none"> • Time-to-market lungo • Grandi sforzi in: selezione talenti, 'business development', ecc. • Curva d'esperienza: si parte da zero (o quasi) 	<ul style="list-style-type: none"> • Dipende dalle forze competitive del mercato 	<ul style="list-style-type: none"> • Pieno controllo



...e diversi livelli di rischio e controllo



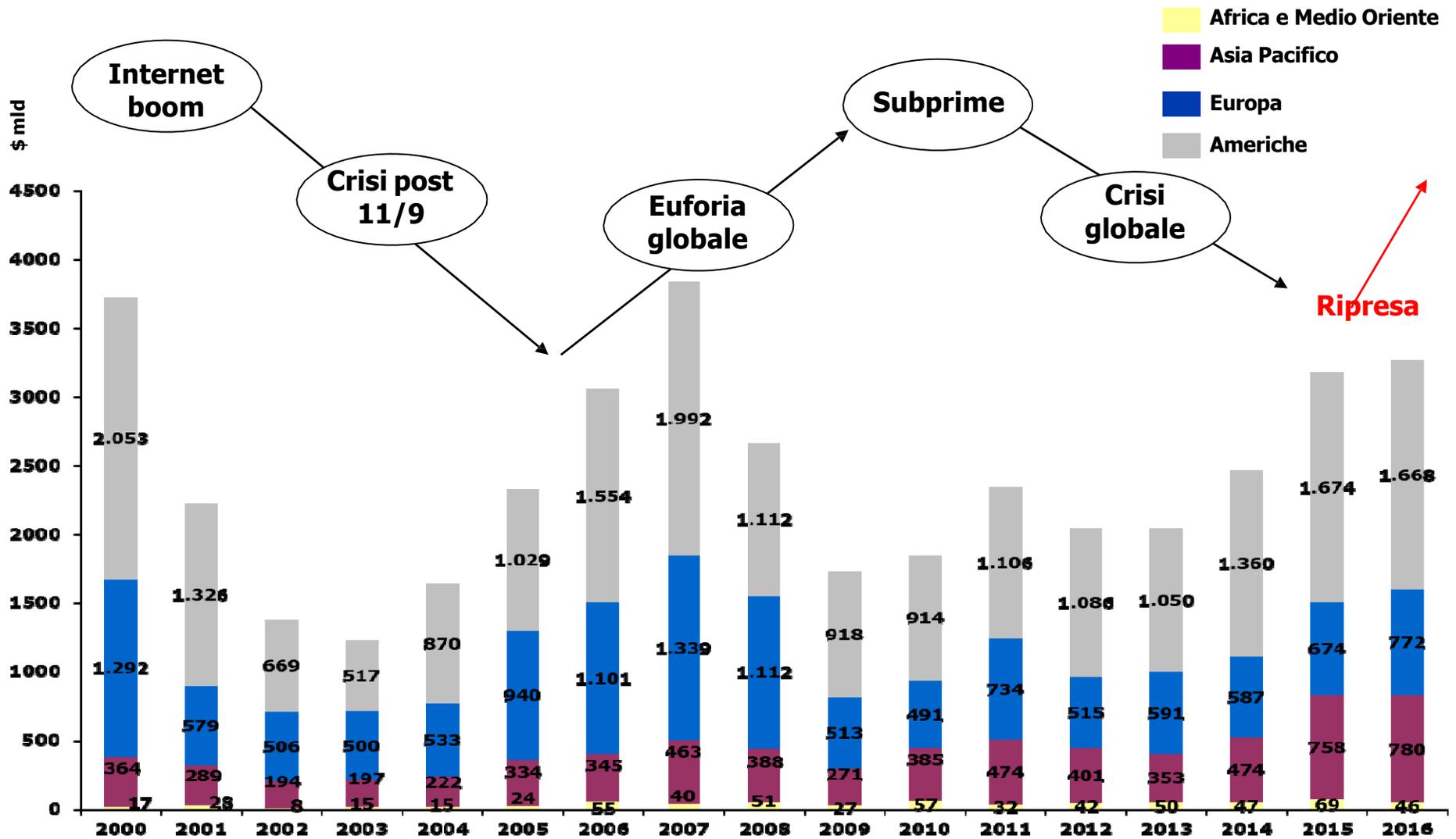
Le fasi del processo di M&A



N.B.: Tempistiche indicative



M&A – Volumi di Operazioni nel mondo

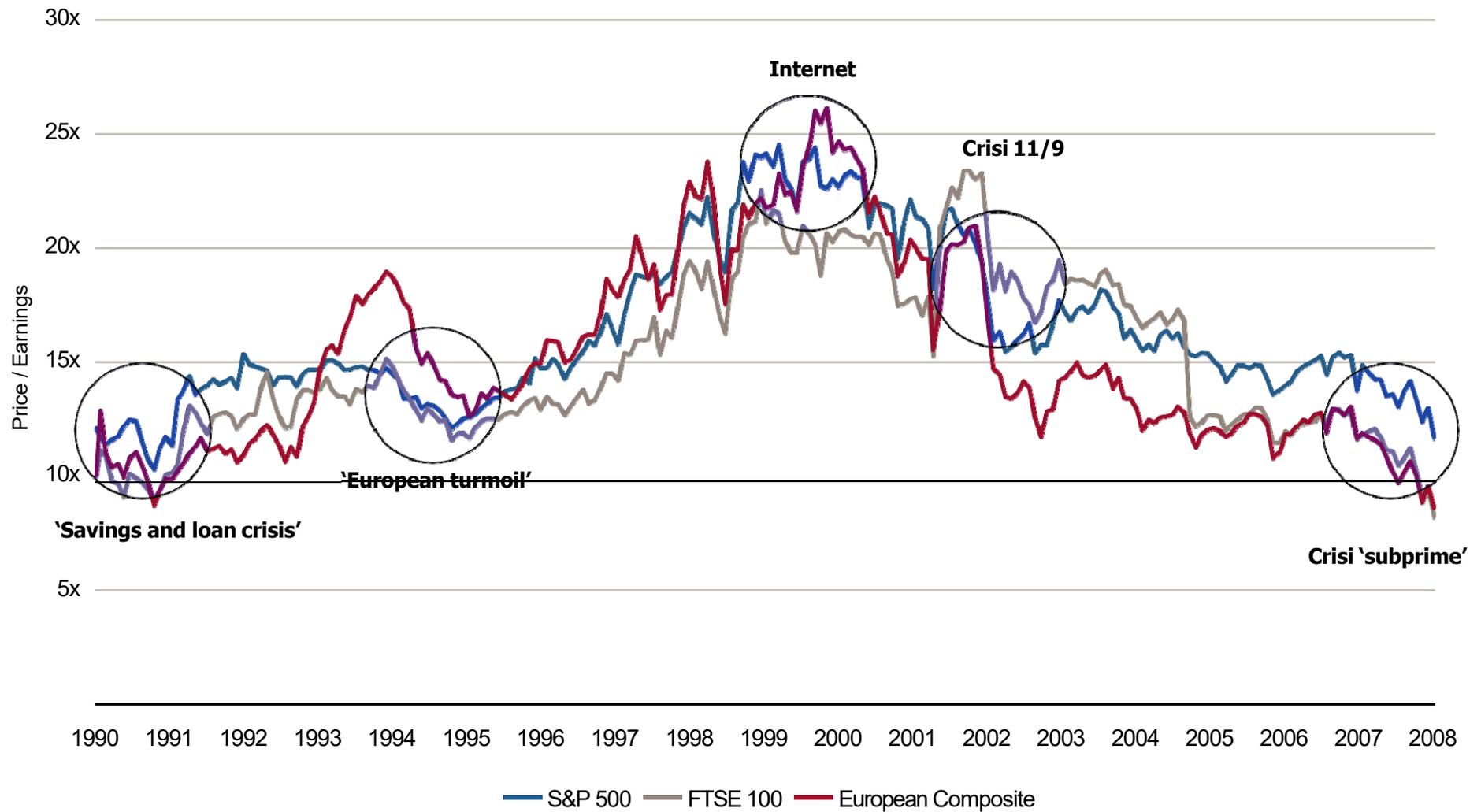


Fonte: nostra elaborazione su dati tratti da KPMG, rapporto M&A 2016



© CSVN: Vietata la riproduzione e la distribuzione

Multipli P/E

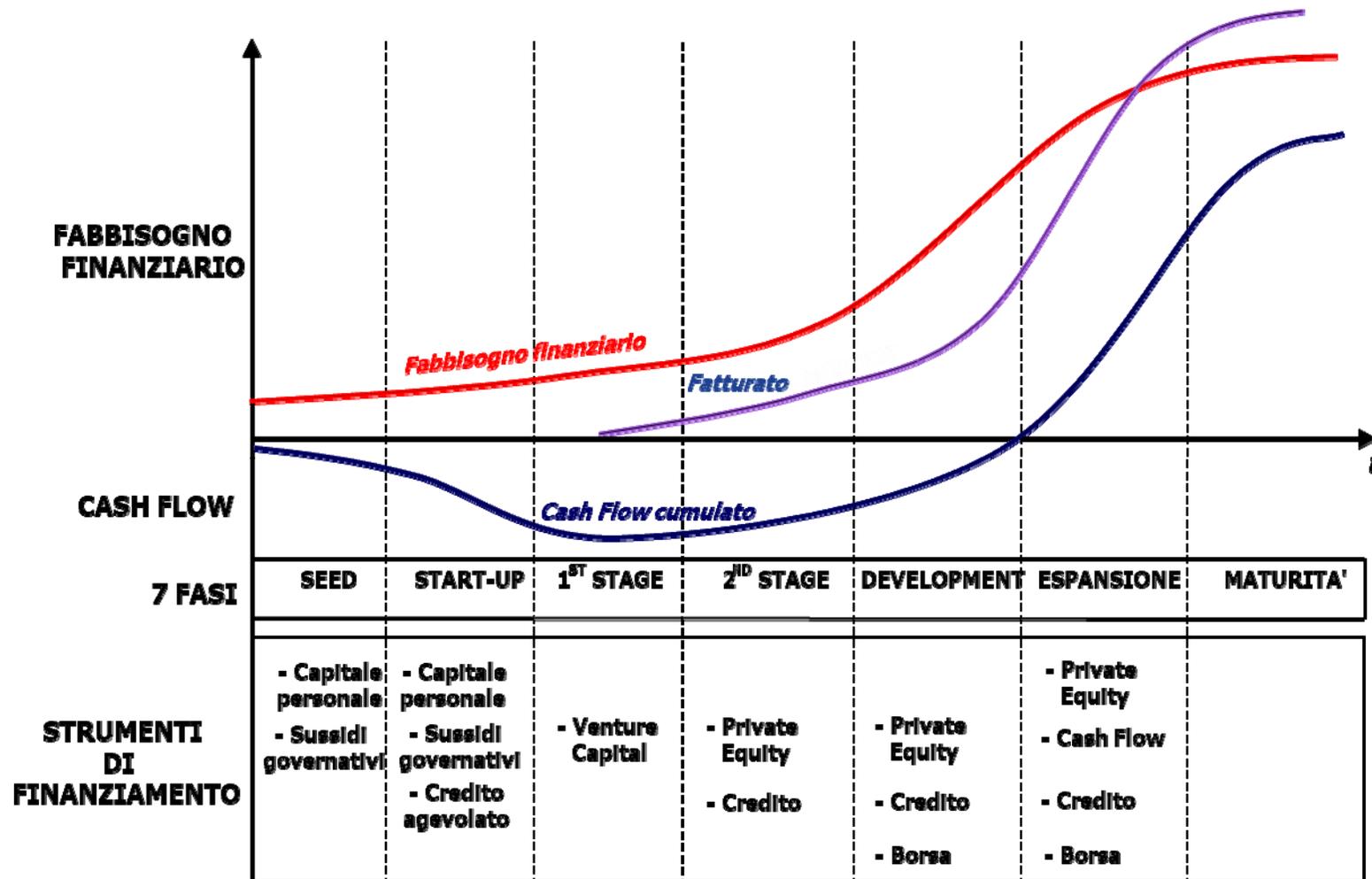


Fonte: FactSet and the Bureau of Economic Analysis

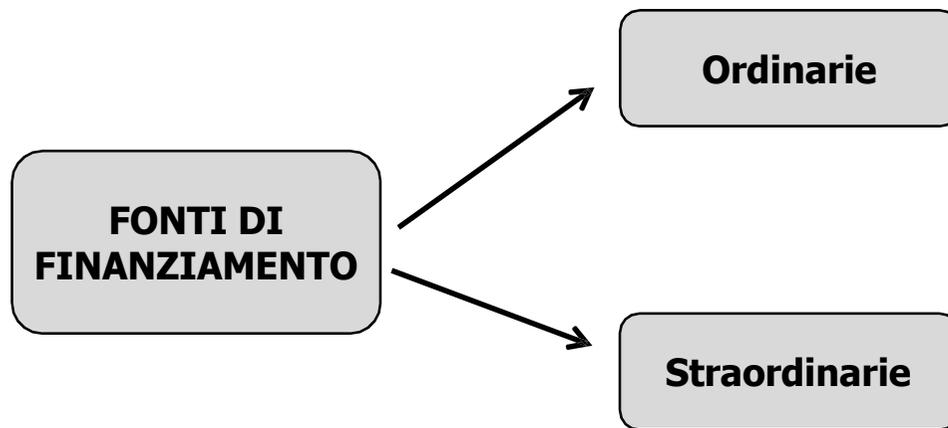


© CSVN: Vietata la riproduzione e la distribuzione

Fonti di finanziamento e ciclo di vita dell'azienda



Fonti di Finanziamento



- Finanziamento bancario (per finalità varie, ivi incluse: esportazioni, rischio cambio, ecc.)
- Autofinanziamento
- Aumento di capitale da parte dei soci già presenti
- Aumento di capitale/acquisto quote/azioni da parte di nuovi soci non istituzionali
- Private Equity
- Quotazione in Borsa
- Minibond

N.B.: Le fonti di finanziamento presso "terzi" possono essere anche suddivise in capitale di debito e capitale di rischio



Private Equity

- ❑ E' l'attività di investimento nel capitale di rischio di società (non quotate) e con elevato potenziale di sviluppo, finalizzata alla loro valorizzazione e dismissione entro un certo periodo di tempo
 - Management Buy Out (MBO): il cambio di proprietà è a favore di manager interni
 - Management Buy In (MBI): il cambio di proprietà è a favore di manager esterni
 - Family Buy Out (FBO): il cambio di proprietà è a favore di familiari/parenti

- ❑ I fondi di Private Equity si possono contraddistinguere principalmente per
 - Tipologia (domestici, internazionali, indipendenti, di emanazione bancaria, ecc.)
 - Per settore di interesse (generalisti, focalizzati in settori specifici, ecc.)
 - Per dimensione dell'investimento (ammontare)
 - Per tipologia di investimento (investimenti di maggioranza, minoranza, ecc.)
 - Per situazione aziendale (start up, società mature/in crescita, turn around, ecc.)

- ❑ Per l'imprenditore possono rappresentare uno strumento, fra gli altri, per:
 - Gestire il passaggio generazionale
 - Dismettere totalmente o parzialmente l'azienda
 - Portare l'azienda in borsa



Quotazione in Borsa

CASH IN

- Raccolta di capitali dal mercato per sostenere gli investimenti ed i piani di sviluppo (alcuni esempi):
 - Finanziare i nuovi progetti e l'espansione delle attività aziendali
 - Rafforzare la struttura finanziaria
 - Disporre di un canale di finanziamento alternativo all'indebitamento
 - bancario
 - Potenziare la struttura tecnica, commerciale, produttiva, ecc.

CASH OUT

- Possibilità per gli azionisti di monetizzare parte del proprio investimento (alcuni esempi):
- Diversificazione del patrimonio
 - Agevolazione del passaggio generazionale
 - Realizzazione dell'investimento nel caso di presenza di un investitore istituzionale



Alcuni esempi di crescita...

Società	Settore	Fatturato Crescita (Cagr)	EBITDA % medio	Cash conversion % medio	Periodo (da-a, anno)
Brunello Cucinelli Non consolidato	Alta moda	c.21.6%	c.10.5%	c.6.2%	1999-2014
Ferrero Non consolidato	Dolciumi	c.3.8%	c.12.2%	c.8.6%	2000-2015
G. Armani^(^)	Alta moda	c.7.4%	c.20.6%	c.14.5%	1999-2014
Geox	Calzature	c.9.3%	c.16.7%	c.12.7%	2004-2014
Rigoni di Asiago Non consolidato	Prodotti alimentari (da agricoltura biologica)	c.15.9%	c.11%	c.6.9%	1999-2014
Brembo	Sistemi frenanti	c.10.1%	c.13.3%	c.11.1%	2002-2014

Fonte: elaborazioni svolte dall'autore su dati consolidati di bilancio salvo diversamente indicato. Legenda: (^) = dati anno 2009 non inclusi; Ebitda % medio = media dei valori di Ebitda / Fatturato per il periodo considerato; Cash conversion % medio = media dei valori di (Utile netto +ammortamenti e svalutazioni) / fatturato per il periodo considerato; Cagr = compounded annual growth rate – tasso di crescita annuale composto

Nota: le società presentate potrebbero essere in un punto diverso del proprio ciclo di vita, aver perseguito diverse strategie di crescita, essere più o meno internazionali, ecc.



Case study: testimonianza di una PMI familiare alla ricerca di servizi per le sue attività internazionali

Iginio Liberali

13.01.2020



COMPANIES ARE WOMEN, MEN AND IDEAS



Family owned company – Listed Milan Stock Exchange



Family owned company

Liberali family (50,25%)
Faggioli family (17,56%),
Market (32,19%)

Established 1985
In operation 1986

2015
**Milan Stock Exchange
(AIM)**

June 2017
**Milan Stock Exchange
(MTA)**



The group - HQ in Uboldo (Varese), Italy

LU-VE Group is

ONE OF THE 3 MAJOR MANUFACTURERS IN THE WORLD (2nd in Europe)

in the air heat exchanger field.

It operates in various segments of the market:

- REFRIGERATION (commercial and industrial);
- PROCESS COOLING for industrial applications and power generation;
- AIR CONDITIONING (civil, industrial and close control);
- GLASS DOORS AND CLOSING SYSTEMS for refrigerated counters and cabinets;
- IOT MIRRORS AND GLASSES for digital signage

16 MANUFACTURING FACILITIES in 9 different countries:

Italy, China, Czech Rep., Finland, India, Poland, Russia, Sweden & Usa

1 SOFTWARE HOUSE

development of product calculation software and digitalization



The Group - Numbers



Over 3,200 skilled employees (over 1,000 in Italy)



600,000 sqm. total surface area



More than 210,000 sqm. covered area



Over 3,200 sqm. of R&D Laboratories



More than 80% of production exported to 100 countries



Consolidated Turnover over € 420.7 million (pro-forma 2018)



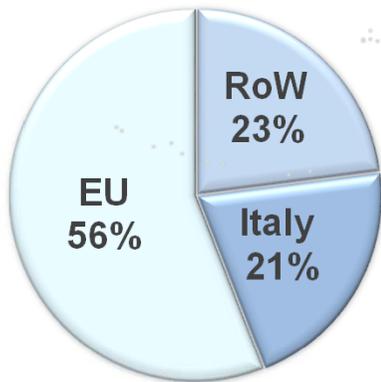
Listed on the Milan Stock Exchange



Sales organization



Breakdown of sales 2018 by geographical area



© CSVN: Vietata la riproduzione e la distribuzione

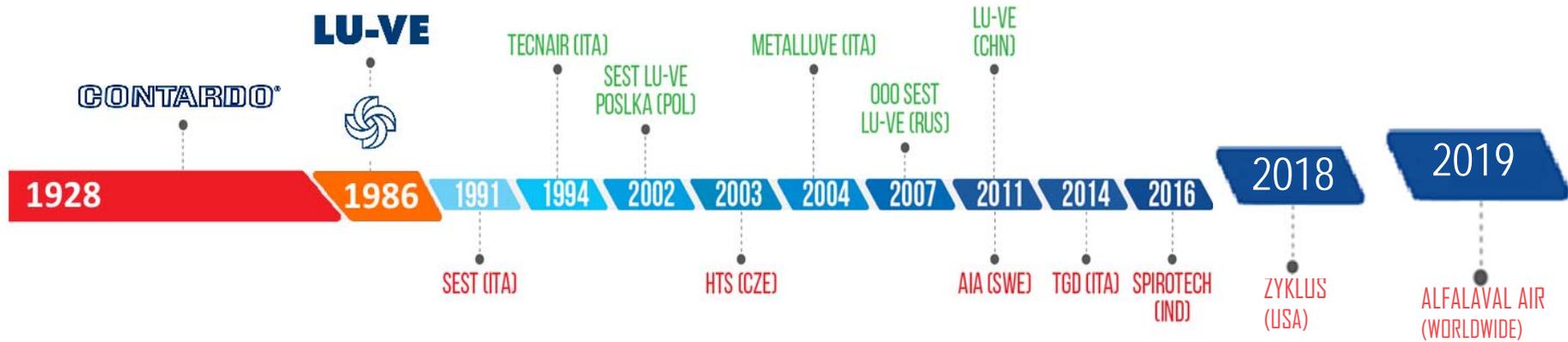


LU-VE sells its products in more than 100 countries

SALES COMPANIES

- AUSTRALIA - MELBOURNE
- AUSTRIA - VIENNA
- BENELUX - BREDA
- CHINA - CHANGSHU
- FINLAND - VANTAA
- FRANCE - LYON
- GERMANY - STUTTGART
- INDIA - NEW DELHI
- INDIA - PUNE
- POLAND - GLIWICE
- POLAND - WARSAW
- RUSSIA - MOSCOW
- SPAIN - MADRID
- SWEDEN - ASARUM
- THAILAND - BANGKOK
- UAE - DUBAI
- UK/EIRE - FAREHAM HANTS
- USA - JACKSONVILLE

History of the Group

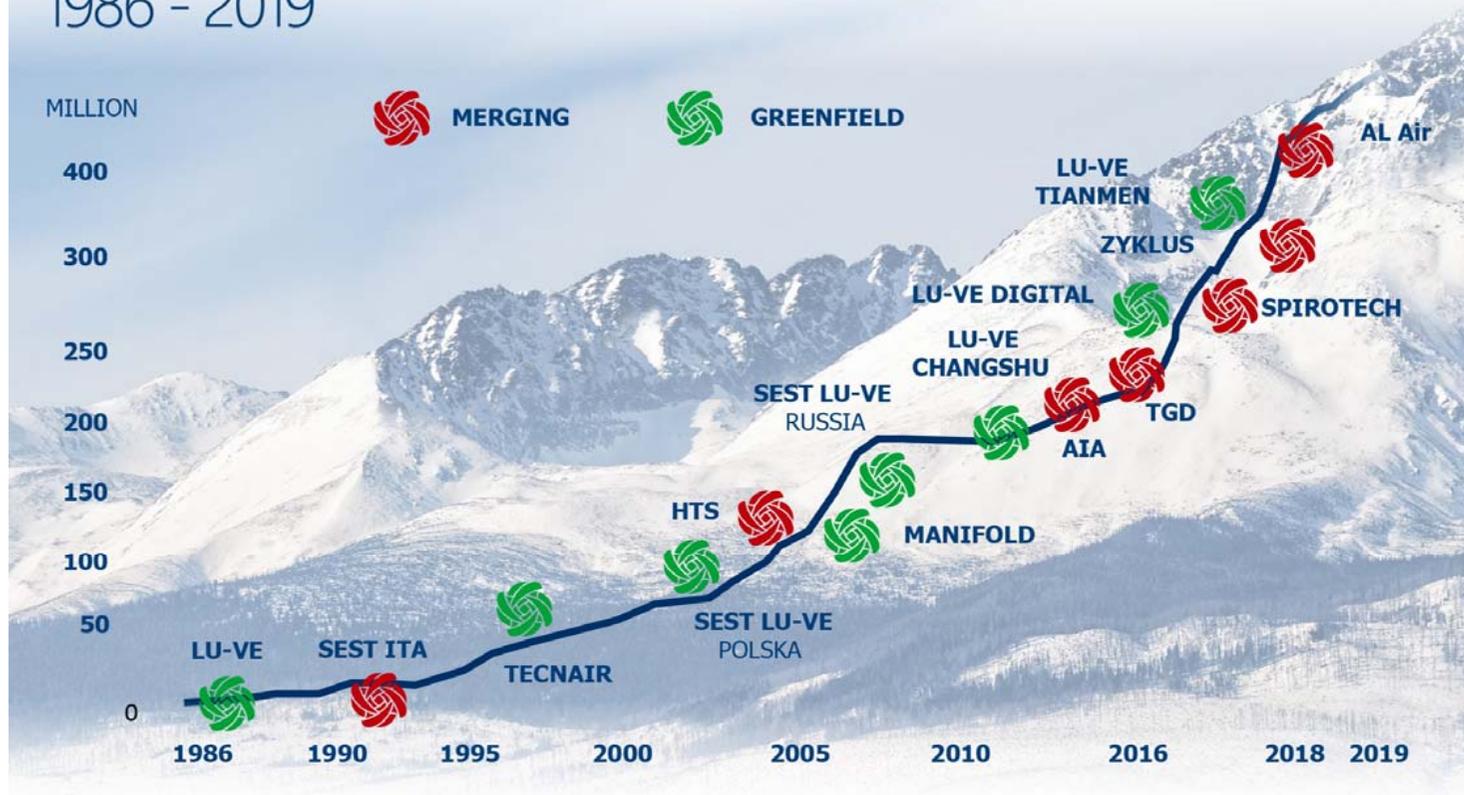


A history of successful partnerships



History of the Group - Our growth

1986 - 2019



1986 - 2019
x42
 2016 - 2019
+70%



© CSVN: Vietata la riproduzione e la distribuzione

LU-VE GROUP Drivers

The basis of the industrial philosophy of the LU-VE Group is the principle that:

"IT'S THE GREY MATTER THAT MATTERS MOST!"

Grey matter for a greener world and a bluer sky has been our commitment right from the beginning in 1986.

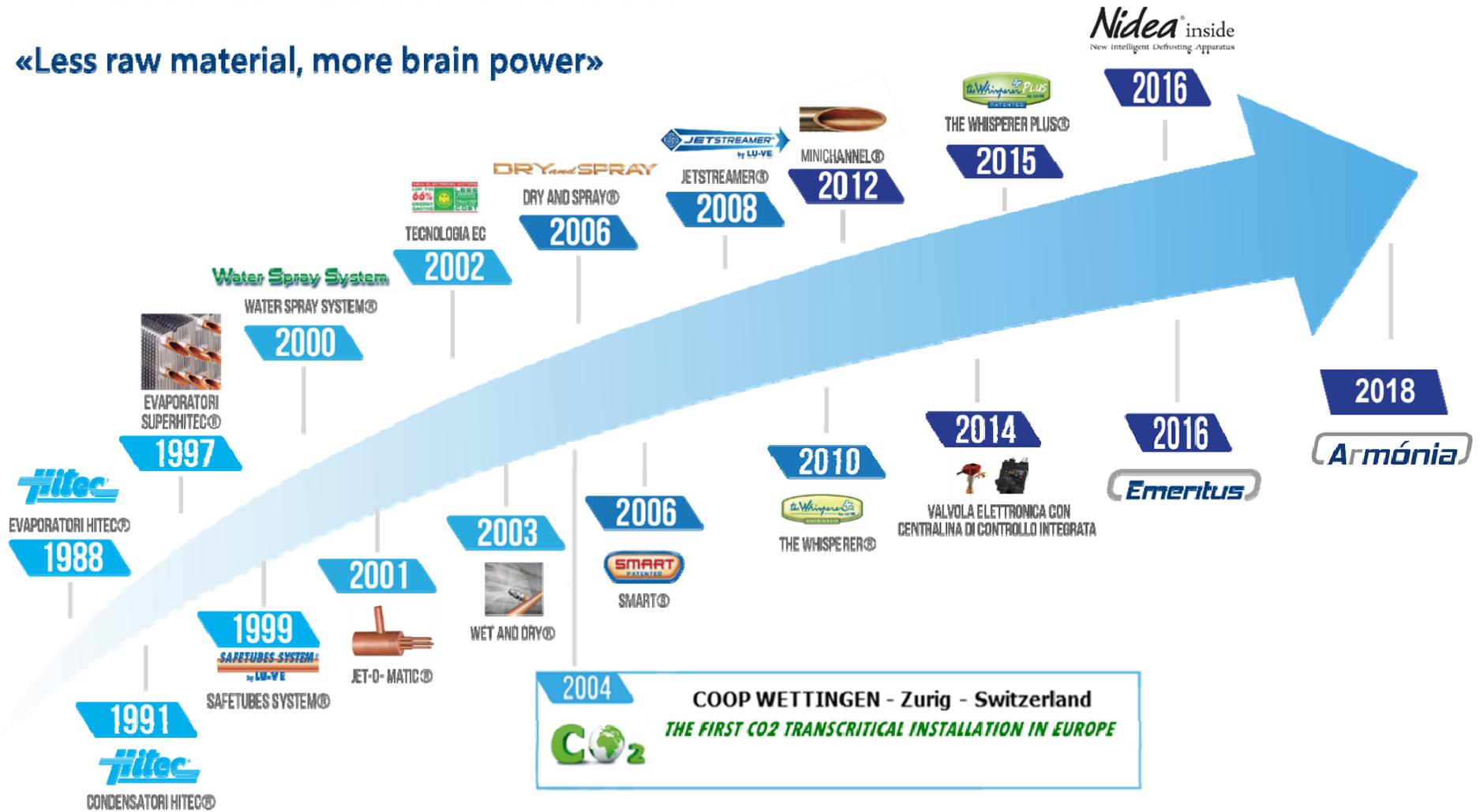
LU-VE has introduced a new way of conceiving and making refrigeration and air conditioning products, using avant-garde technologies which have then become a constant reference-point for the entire industry.

- One of the largest private laboratories in Europe
- Cooperation with 23 universities & research centres all over the world
(23 Master theses have been done in 25 years in LU-VE laboratory)



Patents & Innovation

«Less raw material, more brain power»



© CSVN: Vietata la riproduzione e la distribuzione

Eurovent

In 2000, LU-VE was the first company in Europe to achieve the important **“Certify All”** certification of **EUROVENT**



www.eurovent-certification.com

- CAPACITY
- SOUND PRESSURE LEVEL
- ENERGY CONSUMPTION



**OUR BEST DAYS HAVE YET TO BE
LIVED**

(Nazim Hikmet)



Le caratteristiche della piazza finanziaria ticinese

René Chopard

13.01.2020



Le caratteristiche della piazza finanziaria ticinese

- La struttura *la dinamica*
- L'attività *la trasformazione*
- Il sistema *la sintesi*



La struttura *la dinamica*



© CSVN: Vietata la riproduzione e la distribuzione

Banche

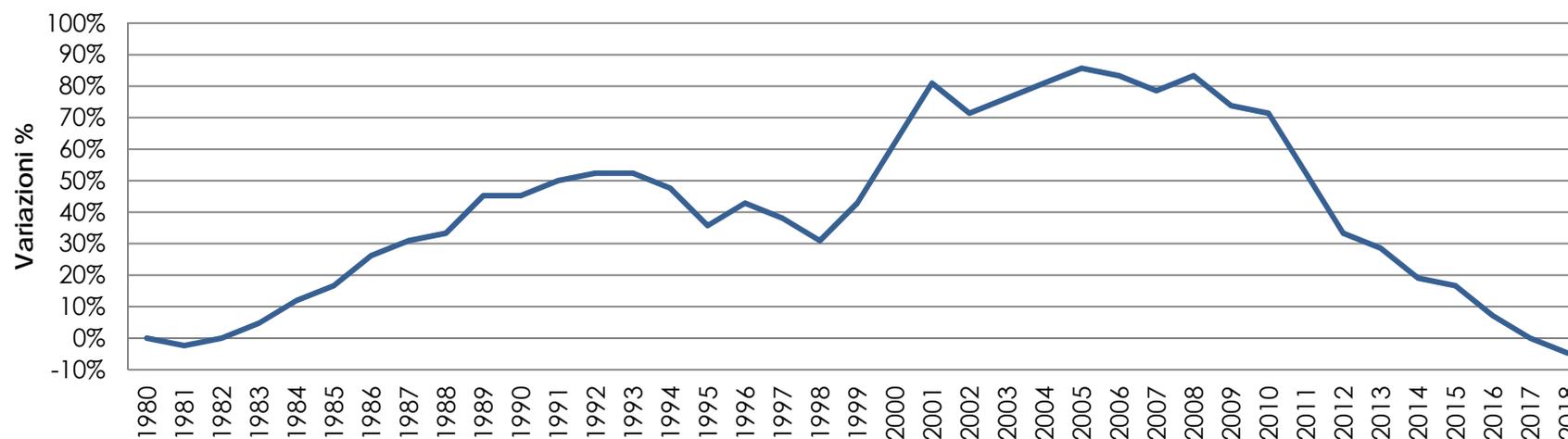
Categoria	Istituti		Sportelli		Personale	
	ass.	%	ass.	%	ass.	%
Banche cantonali						
Grandi banche						
Banche Raiffeisen						
Banche borsistiche						
Altri istituti						
Banche in mano straniera						
Totale						



Banche: istituti

Categoria	Istituti		Sportelli		Personale	
	ass.	%	ass.	%	ass.	%
Banche cantonali	1	3				
Grandi banche	2	5				
Banche Raiffeisen	1	3				
Banche borsistiche	11	28				
Altri istituti	7	18				
Banche in mano straniera	18	45				
Totale	40	100				

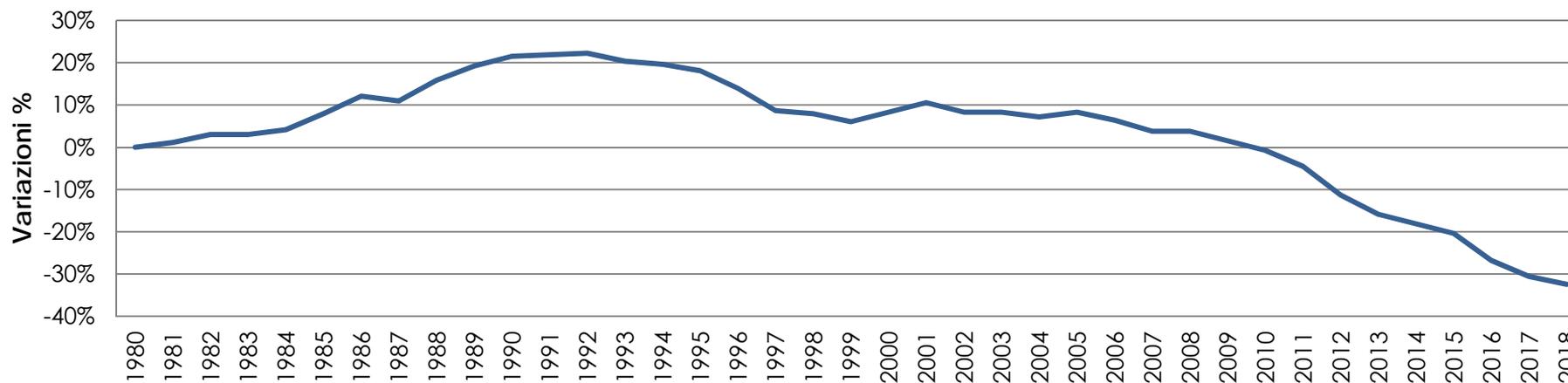
Istituti : TI 1980-2018 (crescita %)



Banche: sportelli

Categoria	Istituti		Sportelli		Personale	
	ass.	%	ass.	%	ass.	%
Banche cantonali	1	3	20	11		
Grandi banche	2	5	32	18		
Banche Raiffeisen	1	3	63	35		
Banche borsistiche	11	28	13	7		
Altri istituti	7	18	23	13		
Banche in mano straniera	18	45	28	16		
Totale	40	100	179	100		

Sportelli: TI 1980-2018 (crescita %)

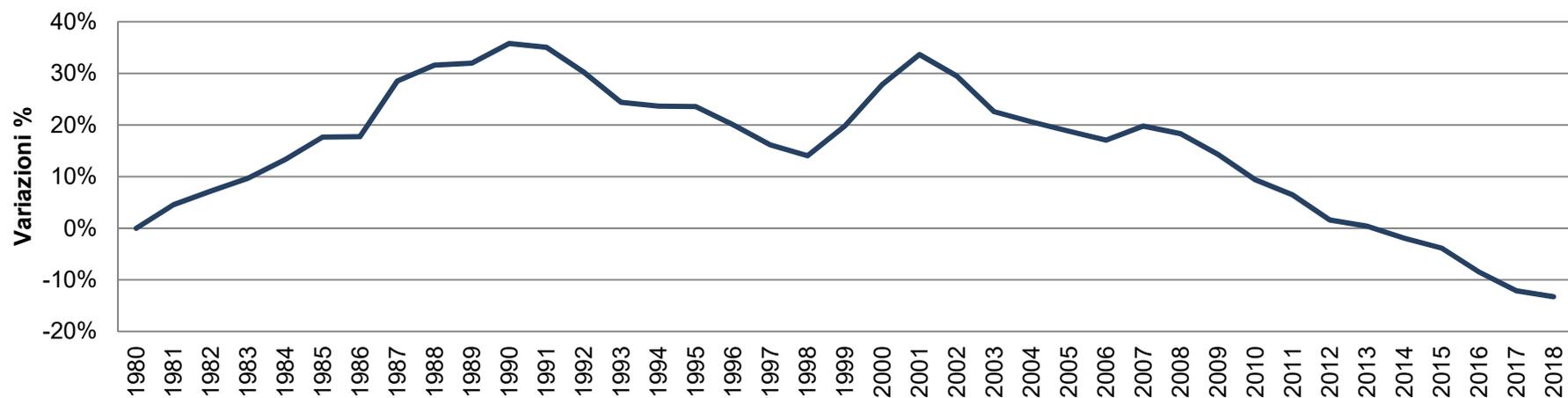


© CSVN: Vietata la riproduzione e la distribuzione

Banche: personale

Categoria	Istituti		Sportelli		Personale	
	ass.	%	ass.	%	ass.	%
Banche cantonali	1	3	20	11	378	7
Grandi banche	2	5	32	18	1311	23
Banche Raiffeisen	1	3	63	35	568	10
Banche borsistiche	11	28	13	7	467	8
Altri istituti	7	18	23	13	1124	20
Banche in mano straniera	18	45	28	16	1737	31
Totale	40	100	179	100	5585	100

Personale: TI 1980-2018 (crescita %)



© CSVN: Vietata la riproduzione e la distribuzione

Parabancario

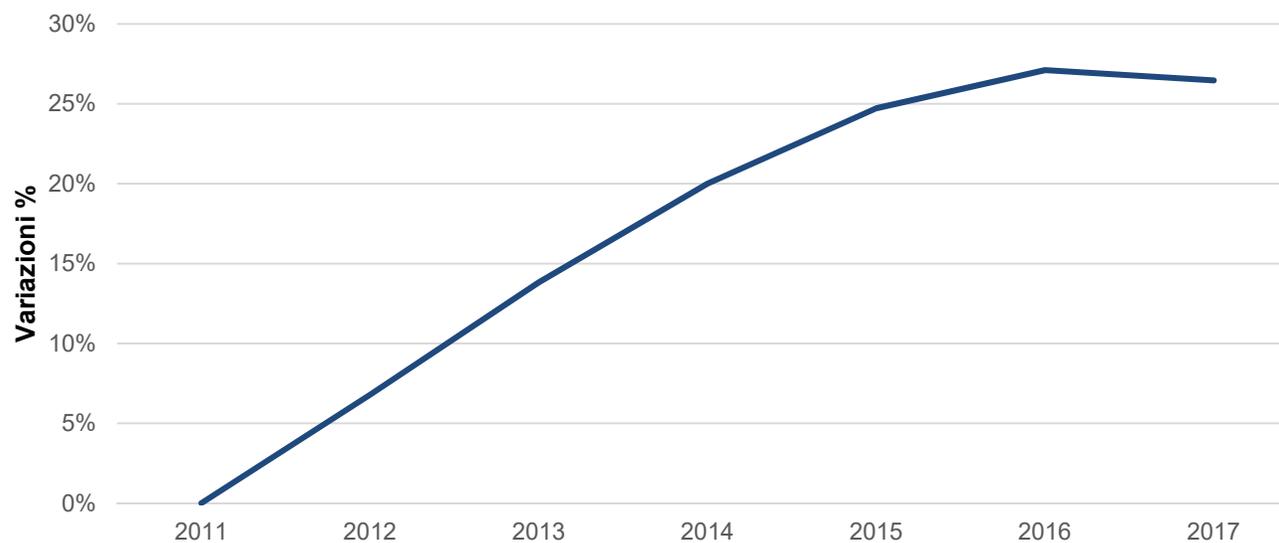
Categoria	Aziende		Addetti	
	ass.	%	ass.	%
Attività finanziarie				
Attività di commercialista				
Attività immobiliari				
Attività assicurative				
Totale				



Parabancario: aziende

Categoria	Aziende		Addetti	
	ass.	%	ass.	%
Attività finanziarie	856	20		
Attività di commercialista	2'307	54		
Attività immobiliari	805	19		
Attività assicurative	314	7		
Totale	4'282	100		

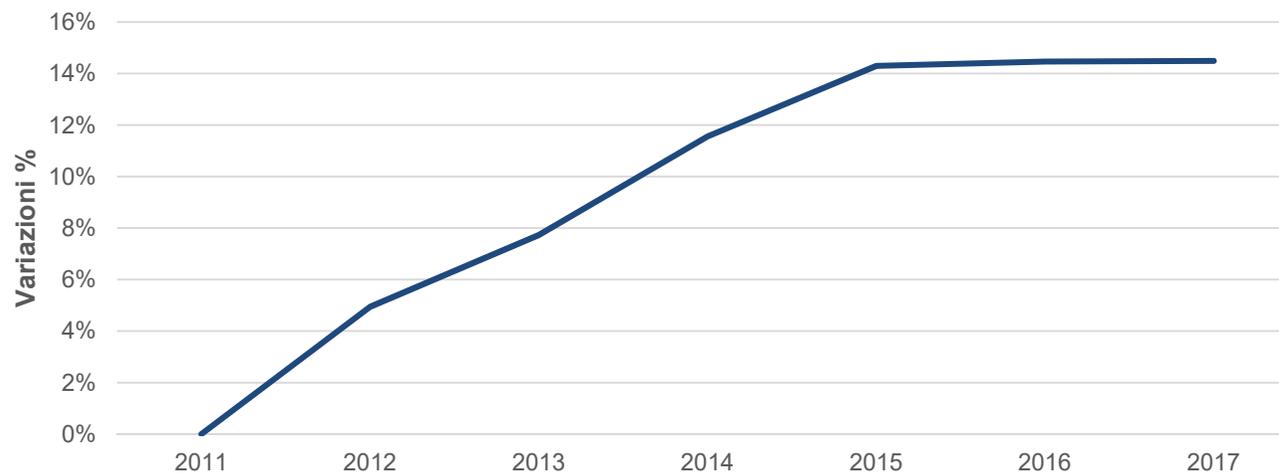
Aziende: TI 2011-2017 (crescita %)



Parabancario: addetti

Categoria	Aziende		Addetti	
	ass.	%	ass.	%
Attività finanziarie	856	20	2'750	24
Attività di commercialista	2'307	54	5'411	48
Attività immobiliari	805	19	1'389	12
Attività assicurative	314	7	1'680	15
Totale	4'282	100	11'230	100

Addetti: TI 2011-2017 (crescita %)



L'attività *la trasformazione*



Gestione finanziaria offshore



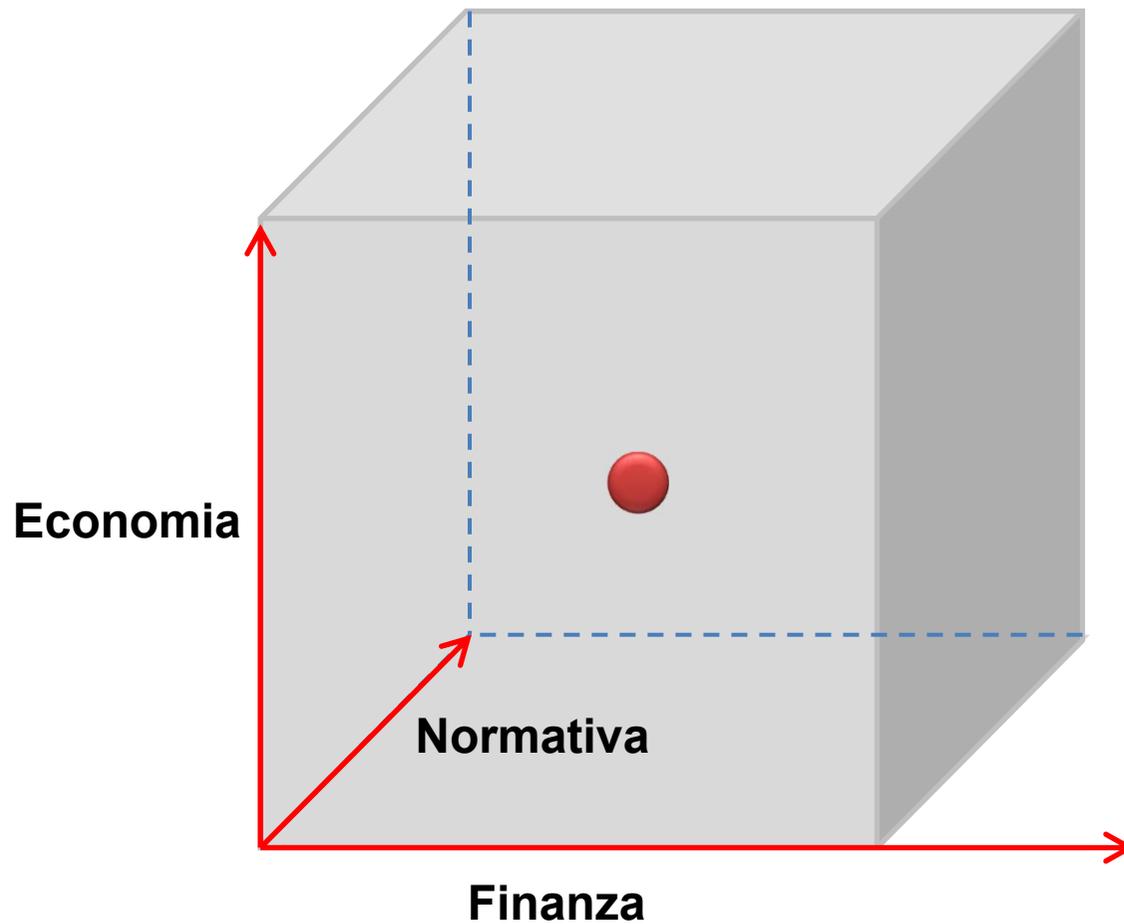
Finanza



Gestione finanziaria tax e MiFID compliant



Wealth management cross-border

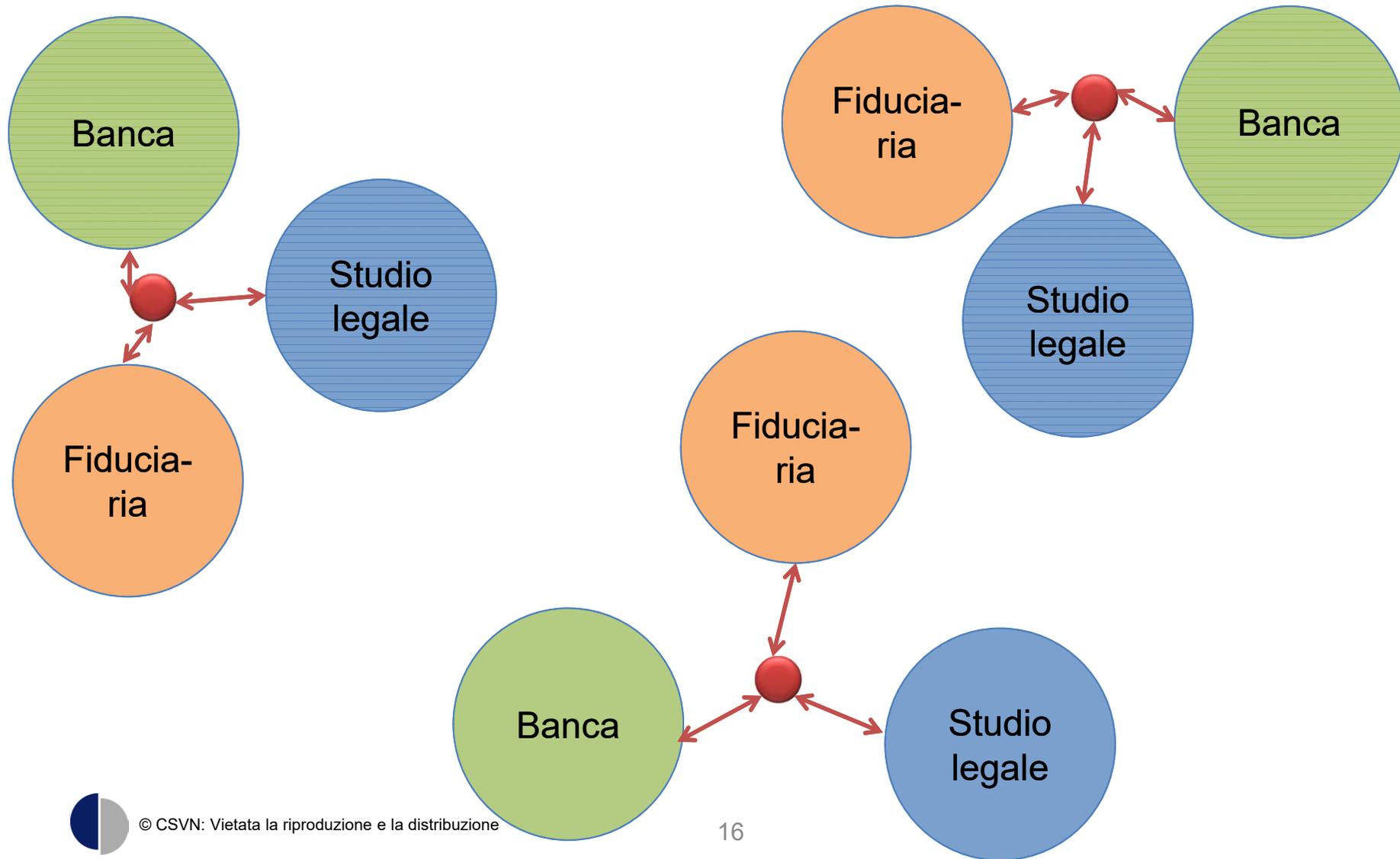


Il sistema ***la sintesi***



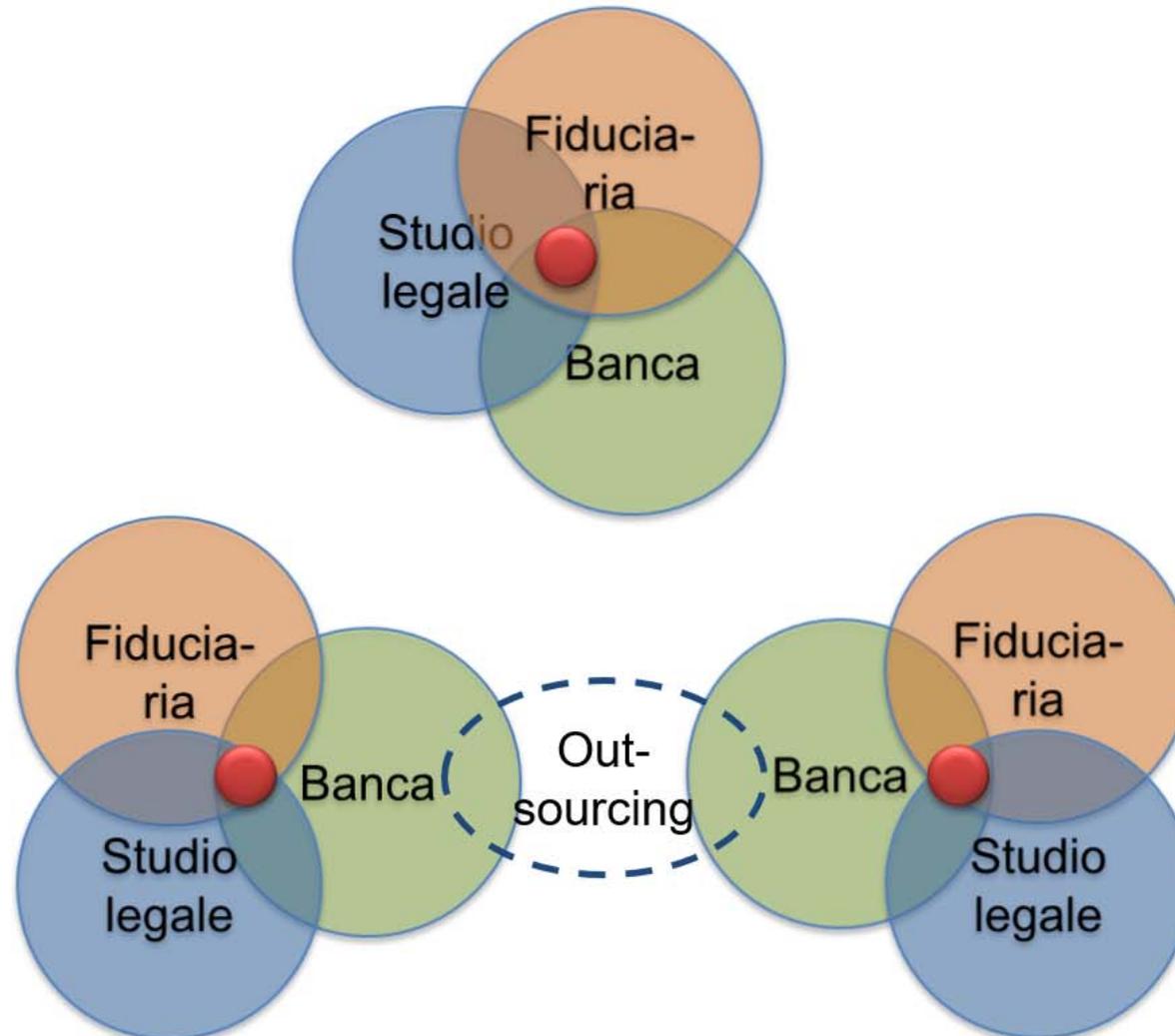
© CSVN: Vietata la riproduzione e la distribuzione

**Unità indipendenti
da specializzate per servizio
con clienti universali**



da Unità indipendenti
specializzate per servizio
con clienti universali

a Conglomerati
specializzati per Paese
con servizi universali



Consulenza olistica: wealth management model volto al sistema famiglia-impresa

Giovanni Vergani

13.01.2020



Perchè una consulenza olistica



PROCESSO DEL WEALTH MANAGEMENT

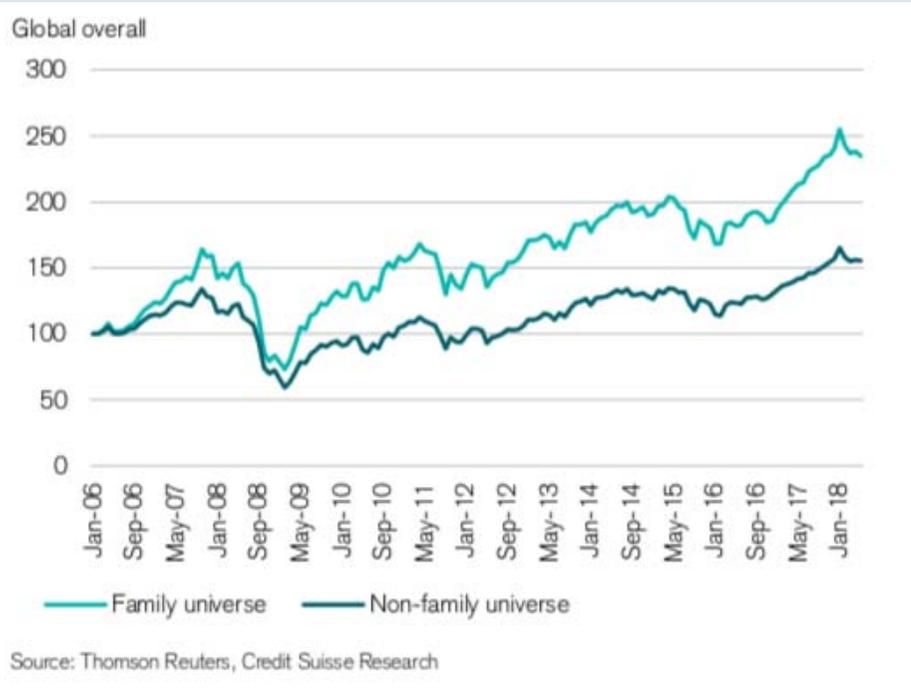
- ❑ **Che cos'è?:** Un approccio consulenziale che abbraccia famiglia, impresa/professione, situazione patrimoniale, fornendo soluzioni rispetto a governance del patrimonio, opportunità di investimento, piattaforme bancaria, finanziamenti, formazione
- ❑ **Quale implementazione?** RM mobilizza le competenze ed i servizi della Banca riunendo specialisti e formando un team dedicato al servizio del cliente, secondo un approccio olistico. Elementi chiave sono l'agenda, il piano di azione ed un follow up regolare
- ❑ **Beneficio per il cliente:** “one stop shop” (consulente personale) ed un approccio integrato e prioritizzato ai bisogni del cliente
- ❑ **Beneficio per la Banca:** Fidelizzazione del cliente, cross-selling di soluzioni e servizi, share of wallet

Un insieme di competenze al servizio delle tre dimensioni principali del cliente - “Famiglia”, “Patrimonio” e “Professione” – orchestrate dal proprio “Trusted Advisor”

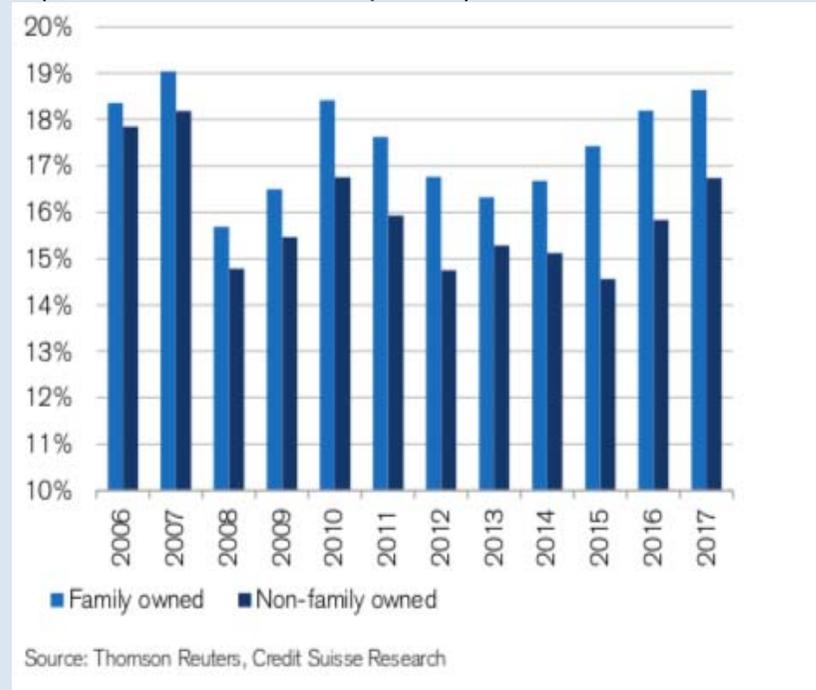


L'impresa familiare

Le imprese familiari conseguono risultati migliori (ROI) (CS universe 1000 companies)



Le imprese familiari conseguono margini migliori (CS universe 1000 companies)



I fattori di successo dell'impresa di famiglia si traducono in una prospettiva più a lungo termine, unitamente a un capex più alto ed a una politica di distribuzione dei dividendi più restrittiva



“Mortalità” delle aziende di famiglia

Passaggio generazionale

- Solo il 30% delle imprese familiari sopravvive al passaggio tra la 1^a e la 2^a generazione
- Il 12% dalla 2^a alla 3^a generazione

Longevità

- Solo il 12% delle imprese familiari rimane per oltre 60 anni nelle mani della famiglia

Pianificazione

- Il 47% degli imprenditori che prevedono di ritirarsi entro i 5 anni a venire non hanno ancora designato un successore



Le imprese familiari

Dalle «stalle» alle
«stelle» alle «stalle»
in 3 generazioni

Le sfide del business familiare

- Passaggio generazionale → la riluttanza dei capostipiti a passare il testimone
- Rivalità interne e conflitti generazionali → Paralisi del business e della famiglia
- Mancanza di «regole» formalizzate e di un approccio strutturato → Mancanza di trasparenza, « affare di famiglia»
- Difficoltà nell'attrarre e nel fidelizzare capitale umano di talento esterno alla famiglia → Compiacenza verso i membri della famiglia, resistenza al cambiamento
- Approccio patriarcale → scarsa proattività a riconoscere l'importanza di strutture adeguate di governance del family business

L'eredità più preziosa che il fondatore di una impresa familiare può lasciare ai posteri è uno schema di governance familiare efficace e strutturato



Wealth Management model

Wealth Governance	Investment Management	Finanziamenti e Finanza straordinaria		
Successione e strutturazione patrimoniale <ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Trust, Fiduciaria, <input type="checkbox"/> Private label funds <input type="checkbox"/> Escrow <input type="checkbox"/> Relocation 	Investment advisory <ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Advisory process <input type="checkbox"/> Asset allocation advisory 	Soluzioni di investimento <ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Contratti advisory <input type="checkbox"/> Gestioni patrimoniali <input type="checkbox"/> Fondi <input type="checkbox"/> Private equity/private debt/club deals 	Crediti <ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Crediti lombards <input type="checkbox"/> Crediti ipotecari <input type="checkbox"/> Single Stock lending 	Finanza straordinaria <ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> M&A advisory <input type="checkbox"/> Pre-IPO advisory <input type="checkbox"/> Consulenza all'azionariato
Family business advisory <ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Family governance <input type="checkbox"/> Family office 	Ricerca <ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Macro, Mercati <input type="checkbox"/> Singole classi di attivi 	<ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Strumenti alternativi <input type="checkbox"/> Prodotti strutturati 	Hedging <ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Interest rate swap <input type="checkbox"/> Single equity, FX, commodity hedging 	Crediti speciali <ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Crediti documentari <input type="checkbox"/> Leasing aereo-navale
Filantropia <ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Filantropia e impact investing <input type="checkbox"/> Sustainable investments <input type="checkbox"/> Fondazioni 	Piattaforma bancaria		Educazione e Marketing	
	Servizi bancari <ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Conti correnti e di deposito titoli <input type="checkbox"/> CC e di debito <input type="checkbox"/> Bonifici <input type="checkbox"/> Securities lending <input type="checkbox"/> Internet banking <input type="checkbox"/> Multi-shoring <input type="checkbox"/> Prime services 	Reporting <ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Consolidato patrimoniale e fiscale 	Formazione finanziaria <ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Programma di family business advisory <input type="checkbox"/> Formazione in filantropia <input type="checkbox"/> Programma giovani investitori <input type="checkbox"/> Conferenze tematiche 	Eventi marketing <ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Focalizzazione su temi a lungo termine
		E-Tools <ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> E-banking <input type="checkbox"/> E-Advisory <input type="checkbox"/> Digital platform 		



Quali sono le sfide nel passaggio generazionale del patrimonio di famiglia?

CONSOLIDAMENTO
E
STRUTTURAZIONE

- La necessità di identificare e consolidare tutto il patrimonio di famiglia e non limitarsi a quelle componenti finanziarie o sotto controllo diretto
- La necessità di approntare strutture adeguate per consolidare e amministrare gli attivi familiari, proteggendo il patrimonio e favorendone la trasmissione inter-generazionale

VALORI
IMMATERIALI

I valori immateriali costituiscono il cosiddetto patrimonio socio-emotivo:

- Il controllo delle attività familiari e l'influenza della Famiglia nell'ambito della comunità a cui appartiene
- Identificazione della Famiglia con l'impresa ed i suoi prodotti
- I legami sociali e civili con la comunità (impiegati, clienti, comunità)
- Legami emotivi a singoli oggetti costituenti il patrimonio (immobili, collezioni etc.)
- I valori della Famiglia ed i legami tra i vari membri
- Identificare i «titoli» del patrimonio socio-emotivo è un elemento cruciale del passaggio generazionale, come dimostrano diversi studi, atto alla preservazione dell'identità e dei valori della Famiglia e delle sue prerogative socio-economiche

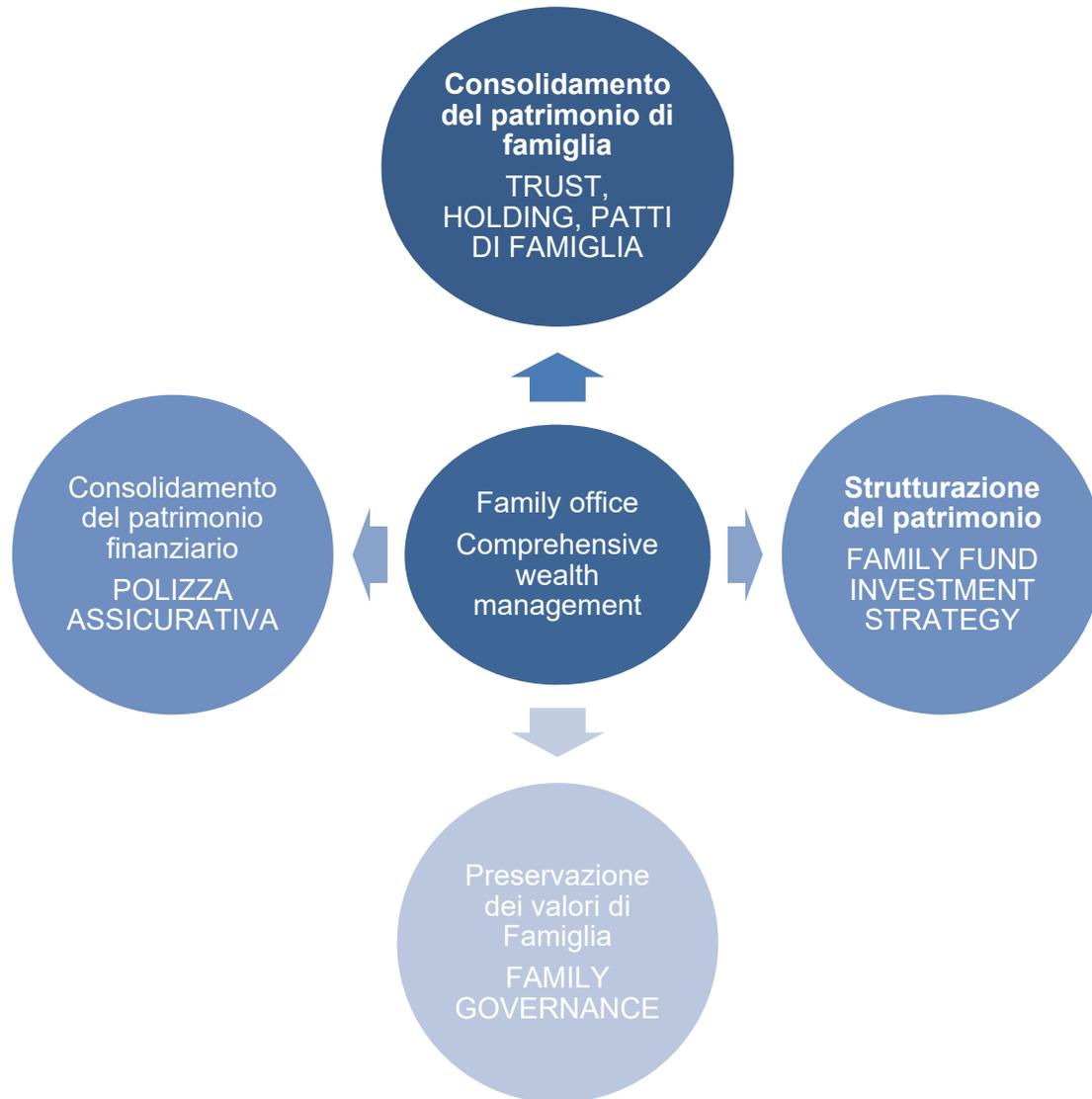
Il passaggio generazionale, oltre a gestire gli aspetti puramente finanziari, è chiamato a garantire la trasmissione dei valori e dei legami sociali che la Famiglia ha saputo creare e sviluppare nel corso della sua esistenza: il patrimonio socio-emotivo

* Credit Suisse White paper: «How to transfer wealth without killing ambitions, 2017



© CSVN: Vietata la riproduzione e la distribuzione

Quali soluzioni per trasmettere il patrimonio fisico e socio- emotivo alla generazione seguente?

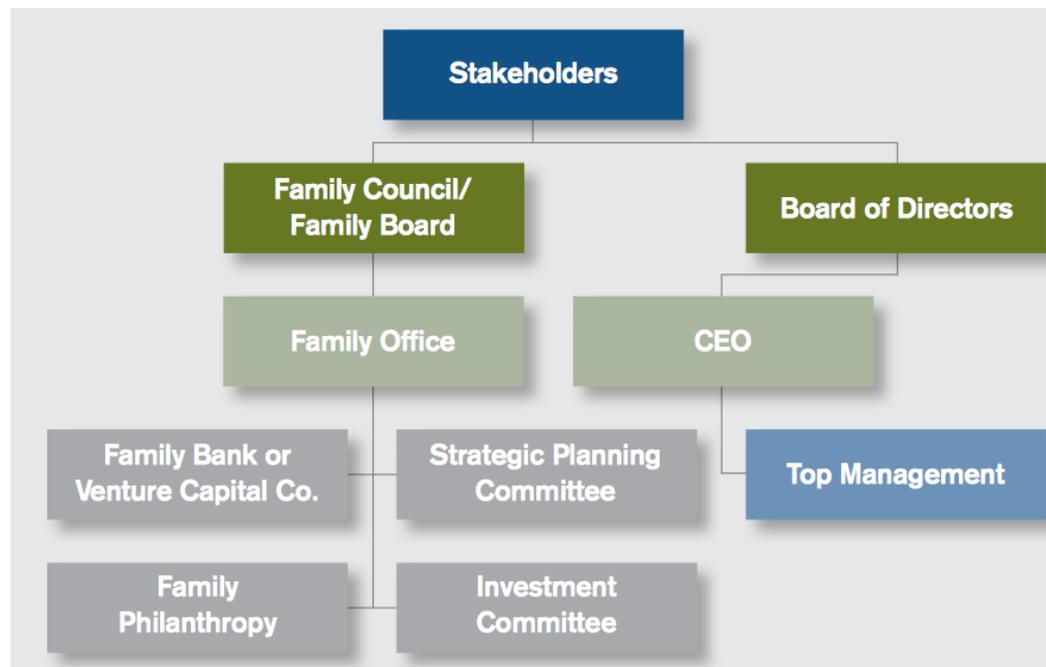


Il processo di trasmissione inter-generazionale aiuta le famiglie a raggiungere un equilibrio ottimale tra la preservazione e la creazione futura della ricchezza sia finanziaria che socio-emotiva



Family governance: perché e cosa rappresenta?

- ❑ Family governance è un sistema decisionale spesso composto da organismi quali il consiglio di famiglia, il consiglio di amministrazione che aiutano la famiglia a governare le proprie relazioni, il proprio patrimonio e imprese.
- ❑ In questo compito la costituzione della famiglia, che rappresenta i valori e la visione della famiglia, la politica di impiego di familiari nell'impresa o nel family office, la struttura di controllo e manager esterni supportano il sistema
- ❑ Il risultato desiderato è un processo decisionale improntato alla razionalità, economicità e al welfare familiare immune da tipiche dinamiche familiari



Un processo di decision-making volto alla razionalità economica e al welfare della famiglia supportano la sostenibilità delle relazioni inter-familiari, la resilienza del “family business” e la conservazione del patrimonio



La catena del valore nel Wealth management model



TEMI PRINCIPALI

- Famiglia, impresa
- Patrimonio
- Obiettivi e bisogni in ambito WM
- Scopo relazione

- Visione e strategia
- Soluzioni di governance patrimoniale
- Investimenti
- Crediti
- Utilizzo piattaforma
- Bisogni specifici

- Piano di attività
- Prioritizzazione
- Coinvolgimento specialisti
- Attività in In-/Out-sourcing

- Frequenza comunicazione e agenda concordata
- Coordinazione team
- Revisione regolare strategia e implementazione

OBIETTIVI

- Identificare i bisogni del cliente oltre i servizi di investimento

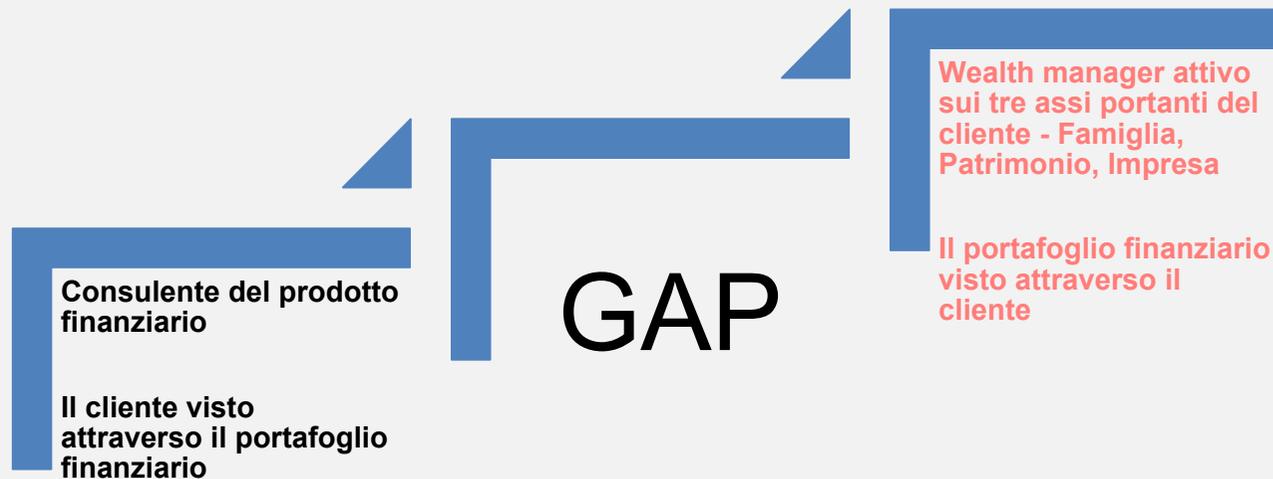
- Promuovere l'intera piattaforma di servizi

- Coinvolgimento degli specialisti dall'inizio

- Professionalità e proattività nel servizio di un team dedicato
- Soddisfazione del cliente e introduzione referrals



Requisiti posti al consulente per attuare il modello di wealth management



- Il Wealth manager ha una **formazione di base** in tutti gli elementi della consulenza olistica
- Il Wealth manager ha la capacità di **acquisire informazioni rilevanti** negli ambiti familiare, patrimoniale, professionale del cliente
- Il wealth manager ha la capacità di **identificare l'opportunità di business** attraverso l'anamnesi del cliente
- Il wealth manager possiede la **leadership** per orchestrare gli specialisti che intervengono nel rapporto con il cliente



Case study: testimonianza di un operatore finanziario con servizi di consulenza per l'internazionalizzazione delle imprese

Roberto Grassi

13.01.2020



Agenda

1

Gruppo Fidinam

2

Case Study (1): Evoluzione presenza transfrontaliera di Fidinam in Italia

3

Case Study (2): Attività operativa di azienda italiana in Svizzera

4

Case Study (3): Passaggio generazionale italiano con interessi transfrontalieri



Gruppo Fidinam

Fondata nel
1960

dall'Avv. Tito Tettamanti

47

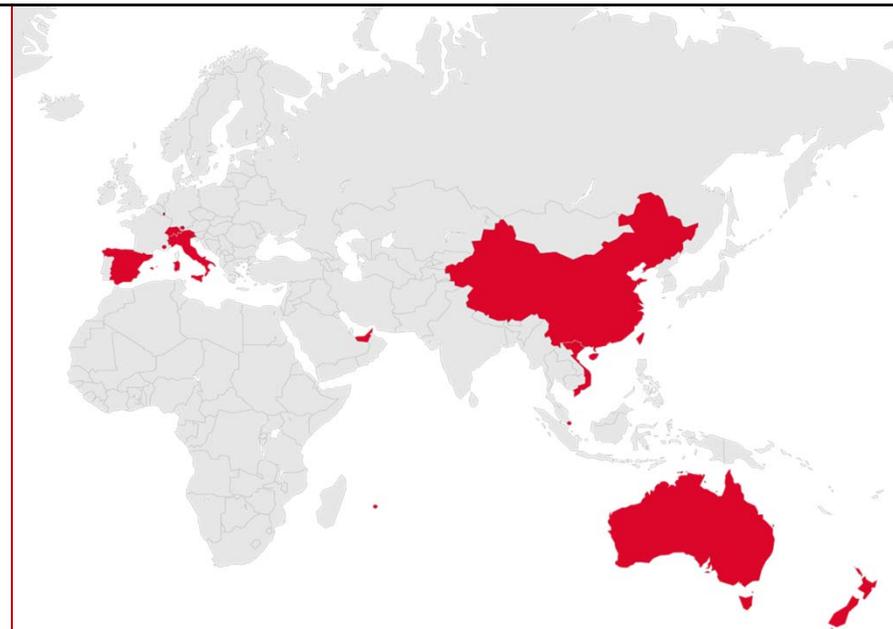
Mio. Net Turnover

15

Uffici

250+

Consulenti



Fidinam Group Holding

Svizzera /
Europa

Lugano
Bellinzona
Mendrisio
Geneva
Zürich

Milan
Barcelona
Luxembourg
Monaco

Fidinam Group Worldwide

Estero

Hong Kong
Dubai
Singapore
Sydney
Ho Chi Minh City
Mauritius



© CSVN: Vietata la riproduzione e la distribuzione

Evoluzione presenza transfrontaliera di Fidinam in Italia

Fidirevisa Italia S.p.A. (dal 1967)

Amministrazione statica di azioni, quote, obbligazioni e finanziamenti fiduciariamente intestati.

- Possibile obsolescenza della figura giuridica del mandato fiduciario nello scenario economico attuale
- Possibile introduzione del contratto di affidamento fiduciario
- Possibile espansione ad altri servizi para fiduciari:
 - > Contratto "Escrow"
 - > Sostituto d'imposta
 - > Attività di "Trustee"

Fidirevisa & Partners (dal 1998 al 2016)

Attività di certificazione di bilancio dismessa nel 2016 tramite la formalizzazione dell'accordo con RSM che prevede il passaggio dei mandati.

Fidinam (Italia) Srl (dal 2016)

Consulenza fiscale legale a persone fisiche e giuridiche, internazionalizzazione d'azienda e passaggi generazionali.

- Assistenza legale e fiscale a persone fisiche e società italiane, con vocazione internazionale, su investimenti esteri (Outbound);
- Assistenza legale e fiscale a soggetti esteri (persone fisiche e giuridiche) per i loro investimenti in Italia (Inbound);



Attività operativa di azienda italiana in Svizzera (1)

P. SA

- Figlia della P. Spa, primaria impresa italiana
- Presenza in Ticino dal 1998
- Partecipato ad importanti lavori di costruzione in Svizzera
- Detiene partecipazioni nelle società estere fra le quali Romania, Israele, Camerun, Australia, USA, Polonia



Attività operativa di azienda italiana in Svizzera (2)

Attività di Fidinam SA a favore di P. SA

- Governance societaria
- Outsourcing amministrativo
 - Gestione paghe
 - Assistenza temi previdenziali
 - Imposte alla fonte
- Contabilità finanziaria & consolidato
- Assistenza informatica (ASP)
- Brokeraggio assicurativo
- Consulenza fiscale
 - Ordinaria
 - Pianificazione fiscale per gestione partecipate



Passaggio generazionale italiano con interessi trasfrontalieri (1)

Persona fisica di origine italiana, acquisito cittadinanza svizzera, residenza monegasca

- All'origine solo assistenza nella supervisione di un conto bancario
- Successivamente:
 - Consiglio d'amministrazione in società italiana quotata
 - Protector in trusts di famiglia
 - Pianificazione successoria
 - Dal decesso, funzione di esecutore testamentario con eredi in Italia ed in altri paesi europei
- Attività continuativa di pianificazione successoria con eredi



Passaggio generazionale italiano con interessi trasfrontalieri (2)

Persona fisica italiana detenente immobili esteri attraverso società svizzera

- Gestione societaria
- VD
- Assistenza agli eredi nell'esecuzione testamentaria per gli adempimenti fiscali e amministrativi in Italia e all'estero
- Pianificazione successoria per gli eredi

