

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

**Rivista**  
**di Diritto Bancario**

dottrina  
e giurisprudenza  
commentata

GENNAIO/MARZO

2021

[rivista.dirittobancario.it](http://rivista.dirittobancario.it)

## **DIREZIONE**

DANNY BUSCH, GUIDO CALABRESI, PIERRE-HENRI CONAC,  
RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO DOLMETTA, GIUSEPPE FERRI  
JR., RAFFAELE LENER, UDO REIFNER, FILIPPO SARTORI,  
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI, THOMAS ULEN

## **COMITATO DI DIREZIONE**

FILIPPO ANNUNZIATA, PAOLOEFISIO CORRIAS, MATTEO DE POLI,  
ALBERTO LUPOI, ROBERTO NATOLI, MADDALENA RABITTI,  
MADDALENA SEMERARO, ANDREA TUCCI

## **COMITATO SCIENTIFICO**

STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO, SIDO BONFATTI,  
FRANCESCO CAPRIGLIONE, FULVIO CORTESE, AURELIO GENTILI,  
GIUSEPPE GUIZZI, BRUNO INZITARI, MARCO LAMANDINI, DANIELE  
MAFFEIS, RAINER MASERA, UGO MATTEI, ALESSANDRO  
MELCHIONDA, UGO PATRONI GRIFFI, GIUSEPPE SANTONI,  
FRANCESCO TESAURO+

### **COMITATO ESECUTIVO**

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

### **COMITATO EDITORIALE**

GIOVANNI BERTI DE MARINIS, ANDREA CARRISI, GABRIELLA CAZZETTA, ALBERTO GALLARATI, EDOARDO GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI (SEGRETARIO DI REDAZIONE), PAOLA LUCANTONI, UGO MALVAGNA, ALBERTO MAGER, MASSIMO MAZZOLA, EMANUELA MIGLIACCIO, FRANCESCO PETROSINO, ELISABETTA PIRAS, FRANCESCO QUARTA, CARMELA ROBUSTELLA, GIULIA TERRANOVA

### **COORDINAMENTO EDITORIALE**

UGO MALVAGNA

### **DIRETTORE RESPONSABILE**

FILIPPO SARTORI

## **NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE**

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI. LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA

**SEDE DELLA REDAZIONE**

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,  
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836



## **Certificati a gestione attiva (*actively managed certificates*): riflessioni giuridiche e finanziarie tra Italia e Svizzera**

**SOMMARIO:** 1. Introduzione – 2. L’ordinamento svizzero – 2.1. Quadro normativo. Le nuove leggi sui servizi finanziari e sugli istituti finanziari – 2.1.1. Da “distribuzione” a “offerta” – 2.1.2. Il regime del prospetto – 2.1.3. Il gestore degli *actively managed certificates* – 2.2. Rischio di riqualificazione degli *actively managed certificates* – 2.2.1. Riqualificazione in strutture di gestione patrimoniale – 2.2.2. Riqualificazione in investimenti collettivi di capitale – 3. L’ordinamento italiano – 3.1. Rischio di riqualificazione in attività di gestione collettiva del risparmio – 3.2. Trasparenza dei mercati finanziari e Regolamento Benchmark – 4. Conclusioni.

### 1. *Introduzione*

Per certificati a gestione attiva (o *actively managed certificates*) si fa riferimento a strumenti finanziari sorti nella prassi di alcuni mercati, *in primis* quello svizzero<sup>1</sup>.

Sotto il profilo finanziario, sia nel mercato svizzero che italiano, gli *actively managed certificates* si inseriscono nel “genere” dei prodotti

---

<sup>1</sup> Sullo sviluppo degli *actively managed certificates* in Svizzera si rimanda a A. BLÜMKE, *How to Invest in Structured Products: A Guide for Investors and Investment Advisors*, Chichester, 2009, 210 ss. Il funzionamento di tali strumenti è, inoltre, analizzato brevemente dall’associazione Svizzera di Gestori di Patrimoni (ASG) sul proprio sito internet: <https://www.vsv-asg.ch/it/publicazioni?katid=lexikon&id=672>. Il documento informativo *Discover the potential: an information brochure* dell’Associazione Svizzera per i prodotti strutturati (SSPA) riporta che «*according to information from the Swiss National Bank, approx. CHF 200 billion in Swiss custodial accounts is currently invested in structured products (assets under management). 4% of all assets under management in Switzerland [...] Its investment volume in excess of CHF 200 bn makes Switzerland the world’s largest market for structured products*» (consultabile al seguente indirizzo <https://www.svsp-verband.ch/en/#?r=>).

strutturati<sup>2-3</sup> e, in particolare, nella “specie” dei *certificates*<sup>4</sup>. Pur in assenza di una definizione univoca, tali strumenti possono essere

---

<sup>2</sup> Per una più dettagliata analisi del contesto regolamentare europeo con riferimento ai prodotti strutturati, si veda ESMA, *Opinion, Structured Retail Products - Good practices for product governance arrangement* del 27 marzo 2014; IOSCO, *Regulation of retail structured products, Final Report*, 20 dicembre 2013; in dottrina, G. SCHAEKEN WILLEMAERS, *Client protection on European financial markets – from inform your client to know your product and beyond : an assessment of the PRIIPs Regulation, MiFID II/MiFIR and IMD 2*, in *Revue Trimestrielle de Droit Financier*, 2014, III, 143-153; L. BURN, *The effect of recent EU legislation on EU retail bond markets*, in *Capital Markets Law Journal*, 2018, XIII/IV, 518-533. Al fine di innalzare i livelli di tutela sostanziale dei risparmiatori, l’Autorità europea di vigilanza sugli strumenti finanziari e mercati (ESMA) ha richiamato, in due *Opinion*, l’attenzione delle Autorità nazionali sulle misure che gli intermediari devono adottare nelle fasi di *design*, sviluppo o selezione dei prodotti finanziari connotati da profili di complessità da destinare al pubblico: si tratta della *Opinion* recante *MiFID practices for firms selling complex products* pubblicata in data 7 febbraio 2014 e della *Opinion* avente ad oggetto *Structured Retail Products - Good practices for product governance arrangements* pubblicata in data 27 marzo 2014, consultabili al seguente indirizzo <https://www.esma.europa.eu/document-types/opinion>. Con l’obiettivo di conformarsi agli orientamenti dell’ESMA, la Consob ha emanato la Comunicazione n. 0097996 del 22 dicembre 2014 sulla distribuzione di prodotti finanziari complessi ai clienti *retail*, recante raccomandazioni sulla *due diligence* che deve essere effettuata dall’intermediario su tutti i prodotti complessi che intende offrire alla clientela *retail*. Il 23 giugno 2015 la Consob ha pubblicato i chiarimenti applicativi alla citata Comunicazione sotto forma di *Q&A*. L’Autorità, in risposta alla domanda n. 26, chiarisce che i *certificates* rientrano nel novero dei prodotti complessi qualificandosi come «prodotti finanziari strutturati [...] il cui pay-off non rende certa l’integrale restituzione a scadenza del capitale investito dal clienti».

<sup>3</sup> Per un approfondimento sul regime della responsabilità degli istituti di credito in tema di *certificates* nell’ordinamento eurolunitario (in particolare, in Germania), si veda D.H. VELDHOFF, *Die Haftung von Kreditinstituten für die fehlerhafte Aufklärung und Beratung von Privatkunden beim Erwerb von Zertifikaten*, Baden-Baden, 2012, 1-387. Per quanto attiene alla graduazione delle regole di condotta nell’ambito della distribuzione di prodotti complessi, si veda A. PERRONE, *Servizi di investimento e tutela dell’investitore*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, I, 1-16; L. DI NELLA, *Le regole comportamentali nella distribuzione di prodotti finanziari complessi*, in *La MiFID II. Rapporti con la clientela – regole di governance*, V. TROIANO e R. MOTRONI (a cura di), Padova, 2016, 113 ss.; E. FRANZA, *Gli obblighi dell’intermediario nella distribuzione di prodotti finanziari, alla luce degli orientamenti Esma e della comunicazione Consob del 22.12.2014*, in questa *Rivista*, 2016, I, 1 ss.; G. GIOLA, *I prodotti complessi*, in *I Servizi di investimento dopo la MiFID II*, L. GAFFURI e S. BELLEGGIA (a cura di), Milano, 2019, 295-302. Sui diversi approcci adottati ai fini della regolamentazione degli strumenti finanziari (anche complessi), si rimanda a D.



definiti come combinazioni di strategie di investimento (prevalentemente opzionarie) incorporate in un titolo negoziabile<sup>5</sup>.

I *certificates* costituiscono strumenti di investimento a gestione passiva (per tale intendendosi la fedele replica dell'andamento del sottostante di riferimento): l'eventuale pagamento delle cedole e il rimborso del capitale investito dipendono, infatti, più o meno proporzionalmente a seconda della struttura dello strumento finanziario, dalla *performance* di una o più attività finanziarie sottostanti (azioni, obbligazioni, ecc.).

---

MAFFEIS, *Dum loquimur fugerit invida aetas: lo swap in cassazione, prima di Mifid II e in attesa delle probabilità*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, II, 9 ss.; T. OMAROVA, *License to Deal: Mandatory Approval of Complex Financial Products*, in *Washington University Law Review*, 2012, XC/I, 64 ss.

<sup>4</sup> I certificati di investimento sono stati per la prima volta menzionati nella Deliberazione CICR del 3 marzo 1994, sul punto si veda G. DE NOVA, *Trasparenza e connotazione*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1994, II, 940. Per quanto riguarda l'inquadramento giuridico dei *certificates* nell'ordinamento italiano, il dato normativo di partenza è rappresentato dall'articolo 1, comma 1-bis, lettera c), del D.Lgs. 14 febbraio 1998, n. 58 (Testo unico della finanza) che individua, tra i diversi tipi di valori mobiliari, «qualsiasi altro valore mobiliare che permetta di acquisire o di vendere i valori mobiliari indicati alle lettere a) e b) 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». A seguito delle modifiche introdotte dalla Delibera n. 20621 del 10 ottobre 2018, il Regolamento Consob di attuazione n. 11971 del 14 maggio 1999, concernente la disciplina degli emittenti (il "Regolamento Emittenti"), fornisce la seguente definizione di *certificates* «titoli negoziabili quali definiti all'articolo 2, paragrafo 1, punto 27), del Regolamento (UE) n. 600/2014», ossia «titoli negoziabili sul mercato dei capitali e che, in caso di rimborso dell'investimento da parte dell'emittente, hanno rango superiore alle azioni ma inferiore alle obbligazioni non garantite e altri strumenti analoghi». Prima di tale modifica, il Regolamento Emittenti qualificava i *certificates* come «gli strumenti finanziari, diversi dai covered warrant, che replicano l'andamento di un'attività sottostante».

<sup>5</sup> Tali caratteristiche consentono di inserire i *certificates* nella categoria dei derivati cartolarizzati. Per una disamina puntuale delle caratteristiche finanziarie dei *certificates* e del loro sviluppo nel mercato italiano, si confronti M. CAMELIA (a cura di), *I certificati nell'asset allocation della clientela private*, Milano, 2019; M. CAMELIA (a cura di), *I Certificati di Investimento. Mercati, strutture finanziarie e strategie gestionali*, Milano, 2008; G. CANDITA, *I certificati d'investimento*, Milano, 2017. Il tale contesto, il termine "cartolarizzato" non va ricondotto al significato che tale termine assume nella Legge 30 aprile 1999, n. 130 sulla cartolarizzazione dei crediti.

Diversamente dagli strumenti finanziari passivi, gli *actively managed certificates* sono caratterizzati da una gestione discrezionale, e pertanto “attiva”, del sottostante. La composizione dell'indice o delle attività sottostanti muta nel tempo sulla base delle scelte assunte da un soggetto terzo all'uopo nominato (il c.d. gestore del certificato o *investment manager*) o dallo stesso emittente. Da un punto di vista prettamente finanziario, gli *actively managed certificates* consentono di coniugare i punti di forza dei prodotti strutturati (struttura fiscale favorevole<sup>6</sup>, soglie di ingresso più basse, velocità nell'emissione, struttura dei costi più efficiente) con quelli dei fondi di investimento (possibilità di diversificare il portafoglio e di adattarlo alle varie condizioni di mercato).

Il presente contributo intende condurre un confronto tra l'ordinamento domestico, ove l'elemento caratterizzante tali prodotti, vale a dire la gestione discrezionale del sottostante, potrebbe presentare un rischio di riqualificazione in organismi di investimento collettivo del risparmio ("OICR"), e l'ordinamento e il mercato svizzero, ove – come si dimostrerà – sembra ragionevole potere escludere che vi siano, almeno nelle intenzioni del legislatore elvetico, particolari perplessità in merito all'iscrizione degli *actively managed certificates* nella categoria dei prodotti strutturati.

Prendendo le mosse da un'analisi comparata del diverso quadro normativo e regolamentare, ci si pone qui l'obiettivo di approfondire l'inquadramento degli *actively managed certificates* sia da un punto di vista giuridico che economico-finanziario, con particolare riferimento alla corretta categorizzazione degli stessi e al conseguente rischio di riqualificazione in strutture di gestione patrimoniale in Svizzera e in quote di OICR in Italia. Si concluderà, infine, con una riflessione relativa alla compatibilità di una gestione discrezionale dei prodotti finanziari con le esigenze di trasparenza e stabilità dei mercati finanziari di cui la più recente normativa dell'Unione europea si fa portavoce.

---

<sup>6</sup> In tal senso, tra i tanti, V. AMENDOLA, G. GALLI, P. DI FELICE, S. DEDOLA, *Tassazione degli strumenti finanziari*, Milano, 2015; ACEPI (Associazione Italiana Certificati e Prodotti di Investimento), *Tecniche avanzate di gestione del portafoglio con i certificates*, novembre 2017 (consultabile al seguente indirizzo [http://www.acepi.it/sites/default/files/acepi\\_avanzato\\_milano\\_-\\_15\\_novembre\\_2017.pdf](http://www.acepi.it/sites/default/files/acepi_avanzato_milano_-_15_novembre_2017.pdf)).

## 2. L'ordinamento svizzero

### 2.1. Quadro normativo. Le nuove leggi sui servizi finanziari e sugli istituti finanziari

Il 15 giugno 2018 l'Assemblea federale<sup>7</sup>, prendendo atto delle carenze del diritto vigente in materia di protezione degli investitori e tutela della concorrenza, ha approvato due progetti di legge: la legge sui servizi finanziari (la "LSerFi") e la legge sugli istituti finanziari (la "LIsFi")<sup>8</sup>. Le disposizioni di esecuzione relative alle nuove leggi sono contenute in tre ordinanze: l'ordinanza sui servizi finanziari (l'"OSerFi"), l'ordinanza sugli istituti finanziari (l'"OIsFi") e l'ordinanza sugli organismi di vigilanza (l'"OOV"). Le due leggi e le rispettive ordinanze sono entrate in vigore a partire dal 1° gennaio 2020<sup>9</sup>.

La LSerFi – omologandosi in molte delle sue previsioni alle Direttive MiFID e MiFID II<sup>10</sup>, seppur mantenendo un grado di dettaglio inferiore<sup>11</sup> – si pone l'obiettivo di disciplinare, per la prima volta in

---

<sup>7</sup> Il Parlamento svizzero è l'organo legislativo a livello federale ed ha sede a Berna. È suddiviso in due camere: il Consiglio nazionale e il Consiglio degli Stati. Per maggiori approfondimenti sul punto, si veda P. CARROZZA, A. DI GIOVINE, G. F. FERRARI, *Diritto costituzionale comparato*, Bari, 2019, p. 256 ss.

<sup>8</sup> La LSerFi è stata pubblicata in data 17 dicembre 2019 nella Raccolta ufficiale delle leggi federali (RU 2019 4417). La LIsFi è stata pubblicata in data 18 dicembre 2018 nella Raccolta ufficiale delle leggi federali (RU 2018 5247).

<sup>9</sup> Per un'analisi del quadro normativo svizzero con riferimento ai prodotti strutturati, C. R. SCHELL, Y. ZHANG, D. WALTER, *The Structured Products Law Review*, Londra, 2019, 41-52.

<sup>10</sup> Rispettivamente, Direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004 e Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014.

<sup>11</sup> Si vedano in tal senso le Spiegazioni del Dipartimento federale delle finanze (DFE) all'Ordinanza sui servizi finanziari (OSerFi), ordinanza sugli istituti finanziari (OIsFi) e ordinanza sugli organismi di vigilanza (OOV) del 6 novembre 2019 «In primo luogo occorre segnalare che, sebbene in alcuni punti la LSerFi si discosti dalle norme della regolamentazione europea in materia di mercati finanziari, in sostanza il livello di protezione svizzero rimane paragonabile a quello europeo. Le differenze sono dovute alla necessità di tenere conto delle peculiarità del mercato finanziario svizzero e riguardano le norme di comportamento, in particolare la classificazione dei clienti e la possibilità di effettuare operazioni di mera esecuzione dei mandati per conto di clienti privati («execution-only»). Di conseguenza, in questi ambiti anche

modo organico sotto il profilo della vigilanza, la prestazione di servizi finanziari in Svizzera. La LSerFi richiama, infatti, molte disposizioni della MiFID II, tra le quali, la profilatura dei clienti<sup>12</sup>, trasparenza dei costi<sup>13</sup>, norme di comportamento<sup>14</sup>, giudizio di adeguatezza e appropriatezza<sup>15</sup>, *best execution*<sup>16</sup>, conflitti di interesse e *inducements*<sup>17</sup>. La disciplina sulla *product governance* e *target market* resta, invece, esclusa dall'ambito di applicazione della nuova legge.

Si segnalano, di seguito, alcune importanti differenze tra MIFID II e LSerFi: (a) la LSerFi non distingue, ai fini dell'esenzione del giudizio di appropriatezza in *execution only*, tra strumenti finanziari complessi e non-complessi; (b) la LSerFi non opera distinzioni tra consulenza dipendente e indipendente; (c) la LSerFi disciplina in modo più permissivo il regime degli *inducements*; (d) la MiFID II assoggetta a licenza l'attività dei consulenti finanziari, mentre la LSerFi, come si vedrà di seguito, prevede come unici requisiti per lo svolgimento del servizio di consulenza, l'iscrizione al registro dei consulenti (ove applicabile)<sup>18</sup>, l'adesione ad un codice di condotta e l'adozione di alcuni requisiti organizzativi<sup>19</sup>.

Quanto all'inquadramento normativo degli *actively managed certificates*, la LSerFi ha modificato, tra le altre, la Legge del 23 giugno 2006 sugli investimenti collettivi (LICol), abrogandone – come si vedrà

---

l'OSerFi diverge dalla legislazione europea, mentre per gli altri aspetti si ispira a tale legislazione, che viene però ripresa soltanto dopo un attento esame».

<sup>12</sup> Art. 4 LSerFi.

<sup>13</sup> Art. 8 e 16 LSerFi.

<sup>14</sup> Artt. 7-20 LSerFi.

<sup>15</sup> Artt. 10-14 LSerFi.

<sup>16</sup> Art. 18 LSerFi.

<sup>17</sup> Art. 26 LSerFi.

<sup>18</sup> Sono soggetti all'obbligo di iscrizione nel registro dei consulenti i consulenti alla clientela che operano per fornitori svizzeri di servizi finanziari non assoggettati a vigilanza ai sensi dell'articolo 3 della LFINMA nonché i consulenti alla clientela che operano per fornitori esteri di servizi finanziari che intendono esercitare la loro attività in Svizzera.

<sup>19</sup> Sulle differenze tra MiFID II e LSerFi, P. SESTER e D. SUTTER, *FinSA Business Conduct Rules and MiFID II*, in *CapLaw*, 2018, V, 38-41 (consultabile al seguente indirizzo <http://www.caplaw.ch/wp-content/uploads/CapLaw-05-2018.pdf>); NIEDER KRAFT FREY, *Switzerland's New Financial Market Architecture*, Zurigo, 2019, 106-107.

– alcuni articoli<sup>20</sup>. Va segnalato che in Svizzera non esiste una definizione espressa di “prodotto strutturato”; è, tuttavia, prassi di mercato considerare gli *actively managed certificates* una categoria di strumenti finanziari appartenente alla famiglia dei prodotti strutturati (nel 2014 per la prima volta la FINMA<sup>21</sup>, nelle sue FAQ sui prodotti strutturati<sup>22</sup> ha parlato di “*actively managed [structured] products*”)<sup>23</sup>. I prodotti strutturati sono inoltre richiamati espressamente dall’articolo 5 della LICol e dall’articolo 4 della sua Ordinanza esecutiva<sup>24</sup> (disposizioni oggi abrogate dalla LSerFi), pur in assenza di una espressa definizione normativa<sup>25</sup>.

---

<sup>20</sup> Si tratta della Legge federale sugli investimenti collettivi di capitale, pubblicata in data 19 dicembre 2006 nella Raccolta ufficiale delle leggi federali (RU 2006 5379).

<sup>21</sup> Autorità federale svizzera di vigilanza sui mercati finanziari, istituita con la Legge federale sulla vigilanza dei mercati finanziari (Legge sulla vigilanza dei mercati finanziari, LFINMA), approvata dalle Camere federali il 22 giugno 2007 e pubblicata in data 18 novembre 2008 nella Raccolta ufficiale delle leggi federali (RU 2008 5207).

<sup>22</sup> FINMA, *Frequently asked questions sui Prodotti Strutturati* del 10 settembre 2014 (oggi abrogate).

<sup>23</sup> SIX Swiss Exchange (Borsa valori svizzera) nel documento *Directive on Debt Securities with Specific Structures*, entrato in vigore il 2 maggio 2019, chiarisce che «*Products whose underlying securities are managed at the discretion of an asset manager are deemed to be "Actively managed certificates" (AMCs). For qualification as an AMC, it is negligible whether a given product is directly based on a discretionary managed basket or indirectly based on an index as its underlying security. An index product will in particular be considered an AMC if the underlying index is fully or partially managed on a discretionary basis or is not able to be freely licensed (e.g. "tailor-made indices")*».

<sup>24</sup> Ordinanza sugli investimenti collettivi (OICol) del 22 novembre 2006, entrata in vigore il 1° gennaio 2007 e pubblicata in data 27 dicembre 2006 nella Raccolta ufficiale delle leggi federali (RU 2006 5787).

<sup>25</sup> Il documento *Swiss Banking Guidelines on informing investors about structured products*, pubblicato dalla Associazione Svizzera per i prodotti strutturati (SSPA) a settembre 2014, fornisce la seguente definizione di “*structured products*” «*Structured products are acquired on the basis of an individual sales contract and, unlike in the case of a collective investment scheme, the investor is not protected by a collective pool of assets for the fulfilment of the contractually agreed product terms but, rather, the issuer (possibly limited to a relevant compartment of assets) as well as the guarantor, if any, to the extent of its guarantee, are liable to the investor. Usual structured products are for example capital-protected products, products with a maximum return as well as participation products*». La SSPA ha sintetizzato in un documento le principali tipologie di prodotti strutturati del mercato svizzero: si tratta

Nello stesso solco si pone la LSerFi, che si limita, all'articolo 3, a includere nella categoria dei "prodotti strutturati" «i prodotti a capitale garantito, i prodotti a rendimento massimo e i certificati», senza però chiarire il significato di tale termine. Con la LSerFi, tuttavia, i prodotti strutturati entrano ufficialmente a far parte della categoria degli "strumenti finanziari"<sup>26</sup>, attraendo a sé le relative disposizioni in tema di offerta (articoli 58 ss.) e pubblicità (articolo 68).

Un diverso scenario si profila, invece, per gli *actively managed certificates*, che per la prima volta nell'ordinamento svizzero, trovano una definizione a livello legislativo: si tratta di «derivati il cui sottostante è gestito in modo discrezionale per la durata di tali derivati»<sup>27</sup>.

#### 2.1.1.1. Da "distribuzione" a "offerta"

Una delle principali novità introdotte dalla LSerFi in materia di prodotti strutturati è l'eliminazione del concetto di "distribuzione"<sup>28</sup> e la sua sostituzione con quello di "offerta", definita come «qualsiasi invito ad acquistare uno strumento finanziario che contiene informazioni sufficienti sulle condizioni dell'offerta e sullo strumento finanziario stesso» e di "offerta al pubblico", ossia di «offerta rivolta al pubblico»<sup>29</sup>. La OSerFi chiarisce che per offerta si intende qualsiasi comunicazione che (a) contiene informazioni sufficienti sulle condizioni dell'offerta e sullo strumento finanziario e (b) generalmente è finalizzata a segnalare e alienare un determinato strumento

---

della *Swiss Derivative Map*, consultabile al seguente indirizzo [https://www.svsp-verband.ch/wp-content/uploads/2015/08/SVSP\\_Faltblatt\\_EN\\_2016\\_Web.pdf](https://www.svsp-verband.ch/wp-content/uploads/2015/08/SVSP_Faltblatt_EN_2016_Web.pdf). Il documento definisce i "prodotti strutturati" come «*Structured products combine traditional investments with derivatives. They are issued as standalone products and securitized in a commercial paper*». Gli *actively managed certificates* rientrano nella categoria "*Participation*" e nella sottocategoria "*Tracker Certificates – 1300*".

<sup>26</sup> Art. 3, lettera a), LSerFi.

<sup>27</sup> Allegato 3, art. 3.3.7 OSerFi.

<sup>28</sup> Si veda FINMA, Circolare 2013/9 sulla Distribuzione di investimenti collettivi di capitale del 28 agosto 2013.

<sup>29</sup> Il concetto è stato introdotto dalla la LSerFi. La normativa precedente distingueva esclusivamente tra distribuzione a investitori qualificati e distribuzioni a investitori non qualificati.

finanziario<sup>30</sup>. L'offerta è rivolta al pubblico, ai sensi dell'articolo 3, lettera h), della LSerFi, quando è destinata a una platea illimitata di persone<sup>31</sup>.

Diversamente da quanto disposto dalla normativa previgente, ai sensi della quale per "distribuzione" si intendeva qualsiasi offerta o pubblicità di investimenti collettivi di capitale o di prodotti strutturati<sup>32</sup>, la LSerFi attua una netta separazione tra i concetti di "offerta", "servizio finanziario" e "pubblicità"<sup>33</sup>. È bene sottolineare che, nell'attuale scenario normativo, l'offerta di per sé non costituisce sempre un servizio finanziario<sup>34</sup>: per potersi qualificare come tale, infatti, è necessario integrare una delle fattispecie previste dall'articolo 3, lettera c), della LSerFi, tra le quali, l'attività di acquisto o l'alienazione di strumenti finanziari o l'attività di consulenza in materia di investimenti, con la conseguenza che, in presenza di un servizio finanziario, diventano applicabili gli obblighi normativi in materia di classificazione dei clienti (articoli 4 ss.), norme di comportamento (articoli 7-20), misure organizzative (articoli 21-27), registrazione nel

---

<sup>30</sup> La OSerFi definisce anche in negativo il concetto di offerta (art. 3, paragrafo 6). Non costituisce, ad esempio, "offerta" la c.d. *reverse solicitation*, ossia «la messa a disposizione di informazioni su richiesta o su iniziativa del cliente, che non è preceduta da pubblicità ai sensi dell'articolo 68 LSerFi da parte dell'offerente o di un suo incaricato in relazione allo strumento finanziario concreto».

<sup>31</sup> Art. 3, paragrafo 7, OSerFi.

<sup>32</sup> Art. 3 LICol e art. 2 FINMA, Circolare 2013/9 sulla Distribuzione di investimenti collettivi di capitale del 28 agosto 2013.

<sup>33</sup> Sulle differenze tra "distribuzione" e "offerta" si rimanda a NIEDER KRAFT FREY, *op. cit.*, 127-128.

<sup>34</sup> Il Commentario alla OISFi, OSerFi e OOV del Dipartimento federale delle finanze del 6 dicembre 2019 delimita il perimetro dell'offerta e chiarisce la sua portata applicativa «diviene chiaro infine che un'offerta in quanto tale non può essere considerata servizio finanziario, in quanto occorrerebbero ulteriori elementi quali ad esempio la consulenza rivolta a un investimento». Sul concetto di "offerta" e di "servizio finanziario", si vedano, inoltre, le *Frequently asked questions about the Financial Services and Financial Institutions Acts (FinSA/FinIA)* della Swiss Funds&Asset Management Association (SFAMA) del 23 dicembre 2019 e, in dottrina, D. IMBACH HAUMÜLLER e F. RAYROUX, *Funds Distribution under the new financial market law architecture*, in *CapLaw*, 2019, V, 33-44 (consultabile al seguente indirizzo <http://www.capl原因.ch/wp-content/uploads/CapLaw-05-2019.pdf>).

registro dei consulenti (articoli 28-34) e affiliazione ad un organismo di mediazione (articoli 74-86)<sup>35</sup>.

Per quanto riguarda, infine, l'offerta di prodotti strutturati, ai sensi dell'articolo 70, paragrafo 1, della LSerFi, un prodotto strutturato può essere offerto in o dalla Svizzera a clienti privati<sup>36</sup> che non hanno una relazione durevole di gestione patrimoniale o di consulenza in materia di investimenti soltanto qualora siano emessi, garantiti o assicurati in modo equivalente da una banca, un'assicurazione o una società di intermediazione mobiliare svizzera (o altro intermediario finanziario estero sottostante a una vigilanza prudenziale equivalente)<sup>37</sup>.

### 2.1.2. *Il regime del prospetto*

Il secondo aspetto di innovazione riguarda l'introduzione di un "regime del prospetto" da parte della LSerFi, finalizzato a garantire parità di trattamento degli investitori e che si allinea, in molte delle sue previsioni, a quanto attualmente disposto dalla normativa dell'Unione europea (ci si riferisce, in particolare, al Regolamento (UE) 2017/1129, il "Regolamento Prospetto")<sup>38</sup>.

---

<sup>35</sup> Alcune eccezioni si applicano nel caso in cui i servizi di investimento siano prestati a clienti professionali o istituzionali (artt. 20 e 31 LSerFi).

<sup>36</sup> Si tratta di un concetto introdotto dalla LSerFi. La normativa previgente distingueva esclusivamente gli investitori in "qualificati" e "non qualificati" (art. 10 LICol).

<sup>37</sup> Ai sensi dell'articolo 70, paragrafo 2, della LSerFi, i prodotti strutturati possono, inoltre, essere emessi da società veicolo di prodotti strutturati e destinati a clienti privati solo se tali prodotti «(a) sono offerti da (i) un intermediario finanziario secondo la LBCR, la LIsFi e la LICol, (ii) un'impresa di assicurazione secondo la LSA, (iii) un istituto estero sottoposto a una vigilanza equivalente; e (b) sono assicurati in modo conforme ai requisiti di cui al capoverso 1».

<sup>38</sup> Il Regolamento Prospetto è richiamato espressamente nel documento del Dipartimento federale delle finanze *Spiegazioni del Dipartimento federale delle finanze (DFF) all'Ordinanza sui servizi finanziari (OSerFi), ordinanza sugli istituti finanziari (OIsFi) e ordinanza sugli organismi di vigilanza (OOV)* del 6 novembre 2019, disponibile al seguente indirizzo <https://www.news.admin.ch/news/message/attachments/58958.pdf>.



La pubblicazione del prospetto<sup>39</sup> è obbligatoria nel caso di offerta al pubblico o di richiesta di ammissione al commercio di prodotti strutturati presso una sede di negoziazione.

L'obbligo di pubblicare un prospetto non si applica all'offerta pubblica che: (a) si rivolge soltanto a investitori considerati clienti professionali<sup>40</sup>; (b) si rivolge a meno di 500 investitori; (c) si rivolge a investitori che acquistano valori mobiliari per un valore di almeno 100.000 franchi; (d) ha un valore nominale unitario di almeno 100.000 franchi; (e) non supera un valore complessivo di 8 milioni di franchi, calcolato su un periodo di dodici mesi.

L'esenzione dall'obbligo di pubblicare il prospetto riflette quanto previsto dall'articolo 14, lettera b), del Regolamento Prospetto, con la differenza che, la soglia individuata alla lettera b), nel testo eurounitario è pari a 150 investitori. In particolare, con tale ultima esenzione, la LSerFi introduce per la prima volta in Svizzera il concetto, già noto in ambito europeo, di "*private placement*"<sup>41</sup>.

Diversamente da quanto disposto dalla normativa previgente, il prospetto deve essere sottoposto ad un organo di verifica<sup>42</sup> prima della sua pubblicazione. Quest'ultimo ne verifica la completezza, la coerenza e la comprensibilità. Se per la normativa eurounitaria il prospetto è soggetto all'approvazione dell'autorità nazionale competente, la LSerFi attribuisce, invece, come visto, tale compito ad un organo indipendente.

Al fine di garantire che il prospetto contenga le indicazioni essenziali per la decisione di investimento dell'investitore, l'articolo 40 della

---

<sup>39</sup> Per maggiori approfondimenti sul regime del prospetto, si consulti C. REHM e R. BÖSCH, *The New Swiss Prospectus Regime*, in *CapLaw*, 2019, V (disponibile al seguente indirizzo <http://www.caplaw.ch/wp-content/uploads/CapLaw-05-2019.pdf>).

<sup>40</sup> La LSerFi, all'art. 4, suddivide i clienti in clienti privati, clienti professionali e clienti istituzionali.

<sup>41</sup> Per un'analisi critica sul regime di *private placement* in Svizzera e in Unione europea, T. SPILLMANN e A. GIGER, *Non-public offerings in Switzerland – an endangered species?*, in *Capital Markets Newsletter – Switzerland, International Law Office*, 14 maggio 2019 (disponibile al seguente indirizzo [https://www.nkf.ch/wp-content/uploads/2019/05/TIS\\_AGI\\_ILO-Newsletter\\_Non-public-offerings-in-Switzerland-%E2%80%93-an-endangered-species.pdf](https://www.nkf.ch/wp-content/uploads/2019/05/TIS_AGI_ILO-Newsletter_Non-public-offerings-in-Switzerland-%E2%80%93-an-endangered-species.pdf)).

<sup>42</sup> L'organo di verifica è un organo abilitato dalla FINMA non soggetto alla vigilanza prudenziale dell'Autorità. Alla data di pubblicazione del presente contributo, la FINMA ha autorizzato due organi: BS Swiss AG e SIX Exchange Regulation AG.

LSerFi e l’OSerFi<sup>43</sup> individuano in modo puntuale il contenuto minimo dello stesso.

La disciplina sul prospetto appena illustrata trova applicazione anche per i prospetti esteri con l’eccezione che, qualora i prospetti esteri siano stati redatti in conformità con standard internazionali fissati da organizzazioni internazionali formate da autorità di vigilanza (ad esempio, quelli della International Organisation of Securities Commissions - IOSCO) e gli obblighi di informazione soddisfino i requisiti della LSerFi, le nuove leggi ammettono la possibilità di un riconoscimento automatico<sup>44</sup>.

Si segnala, inoltre che, congiuntamente al prospetto, se uno strumento finanziario è offerto a clienti privati, il “produttore”<sup>45</sup> è tenuto a redigere un foglio informativo di base. Il foglio informativo di base non è necessario per gli strumenti finanziari che possono essere acquistati per clienti privati esclusivamente nel quadro di un contratto di gestione patrimoniale<sup>46</sup> o nel caso di uno strumento finanziario creato appositamente per una singola controparte<sup>47</sup>.

Il formato del foglio informativo di base, delineato dall’articolo 60 della LSerFi, ricalca quanto previsto dal Regolamento (UE) n. 1286/2014 (il “Regolamento PRIIPs”) con riferimento al contenuto dei KID: l’allegato 9 della OSerFi contiene, infatti, il modello di foglio informativo di base, le cui sezioni richiamano in modo esplicito quelle previste dal Regolamento PRIIPs per i KID<sup>48</sup>. Per tale motivo, infatti, la OSerFi consente di utilizzare un KID redatto ai sensi del Regolamento PRIIPs in sostituzione del foglio informativo di base.

---

<sup>43</sup> Si vedano gli Allegati 1-5 sugli schemi del prospetto.

<sup>44</sup> Art. 54, paragrafi 2 e 3, LSerFi.

<sup>45</sup> Ai sensi dell’articolo 3, lettera i), della LSerFi, per “produttori” si intendono «le persone che creano strumenti finanziari o che apportano modifiche a uno strumento finanziario esistente, comprese le modifiche del suo profilo di rischio e di rendimento o dei costi connessi a un investimento nello strumento finanziario».

<sup>46</sup> Artt. 58 ss. LSerFi.

<sup>47</sup> Art. 80, paragrafo 2, OSerFi.

<sup>48</sup> La LSerFi, tuttavia, consente una maggiore elasticità nella redazione del foglio informativo di base rispetto al Regolamento PRIIPs. In tal senso, D. HAEBERLI, *The Basic Information Sheet – No surprises in the final implementing ordinances, but some relevant amendments*, in *CapLaw*, 2019, V, 16-21 (disponibile al seguente indirizzo <http://www.capl原因.ch/wp-content/uploads/CapLaw-05-2019.pdf>).

Infine, con riguardo alle tempistiche di adeguamento alle disposizioni delle nuove leggi, si riporta di seguito quanto previsto dalle disposizioni transitorie delle nuove leggi e delle relative ordinanze: 1 gennaio 2022 per l'adempimento degli obblighi di classificazione della clientela (articolo 103 OSerFi), 1 ottobre 2020 per l'obbligo di pubblicare un prospetto (articolo 109 OSerFi), 1 gennaio 2022 per l'obbligo di redigere e pubblicare il foglio informativo di base (articolo 110 OSerFi), 1 gennaio 2022 per gli obblighi di informazione, verifica, rendiconto, trasparenza e diligenza (articolo 105 OSerFi).

### 2.1.3. *Il gestore degli actively managed certificates*

Come illustrato in precedenza, il gestore di un *actively managed certificates* ha il ruolo di stabilire discrezionalmente la strategia di investimento del certificato, implementando ordini di acquisto e di vendita degli strumenti finanziari sottostanti al prodotto.

Poiché accade di frequente che a ricoprire tale funzione sia un soggetto che svolge anche attività di gestione patrimoniale (seppur, come si vedrà, in assenza di un obbligo di legge), si illustrano di seguito le principali novità introdotte dalla LSerFi e dalla LIsFi in tale ambito.

Nello scenario normativo precedente all'entrata in vigore della LSerFi e della LIsFi, l'attività di gestione patrimoniale, ad eccezione della gestione di investimenti collettivi di capitale, non era soggetta ad autorizzazione da parte della FINMA e non era, pertanto, sottoposta a supervisione prudenziale.

Ai sensi dell'articolo 2, paragrafo 3, della Legge federale relativa alla lotta contro il riciclaggio di denaro e il finanziamento del terrorismo (la "LRD"), tuttavia, i soggetti che svolgono professionalmente attività di gestione di patrimoni in nome dei clienti, in quanto attività di intermediazione, sono tenuti ad affiliarsi ad un Organismo di Autodisciplina ("OAD")<sup>49</sup> o direttamente alla FINMA.

---

<sup>49</sup> Gli OAD definiscono gli obblighi di diligenza ai sensi della LRD in un regolamento e ne vigilano il rispetto da parte degli intermediari finanziari affiliati. Gli OAD devono inoltre effettuare controlli al fine di garantire l'effettivo adempimento degli obblighi da parte dei loro affiliati e sono sottoposti, a loro volta, alla vigilanza della FINMA, alla quale compete il riconoscimento e la sorveglianza degli stessi. L'elenco degli OAD riconosciuti dalla FINMA è consultabile al seguente indirizzo <https://www.finma.ch/it/autorizzazione/organismi-di-autodisciplina-oad/>.

La LSerFi prende atto che l'assenza di un obbligo di supervisione prudenziale in capo ai gestori patrimoniali si trovi in totale contrasto con quanto sancito a livello europeo dalla MiFID II, che, al contrario, prevede che l'accesso al mercato dell'Unione europea sia riservato esclusivamente a gestori patrimoniali provenienti da paesi terzi soggetti a una vigilanza equivalente. Una delle più importanti novità della LSerFi e della LIsFi è, infatti, l'introduzione di un obbligo di autorizzazione dei gestori patrimoniali. Si tratta, pertanto, di un passo in avanti rispetto alla semplice affiliazione ad un OAD prevista dalla LRD.

L'autorizzazione è rilasciata dalla FINMA, verificato il rispetto di una serie di requisiti previsti dalla LIsFi e dalla LSerFi, mentre competente a supervisionare i gestori patrimoniali è un organismo di vigilanza separato e indipendente dalla FINMA (autorizzato e supervisionato da quest'ultima)<sup>50</sup>. Per quanto riguarda, infine, i gestori patrimoniali già attivi, questi ultimi dovranno "annunciarsi"<sup>51</sup> presso la FINMA entro sei mesi dall'entrata in vigore della LIsFi.

La LSerFi e la LIsFi introducono una nuova disciplina anche con riferimento ai gestori patrimoniali esteri e, in generale, su alcuni aspetti *cross-border*. Nella disciplina previgente alla LSerFi e alla LIsFi, la prestazione di servizi d'investimento dall'estero in Svizzera non era regolamentata, a meno che il fornitore di servizi finanziari non avesse personale impiegato stabilmente in Svizzera in modo professionale. Ciò significa che un prestatore di servizi di investimento estero che operava su base *cross-border* offrendo servizi di investimento a clienti svizzeri, indipendentemente dalla tipologia di questi ultimi, non ricadeva nell'ambito di applicazione della legge svizzera.

Con la LSerFi e la LIsFi, invece, i consulenti alla clientela<sup>52</sup> che operano per fornitori esteri di servizi finanziari (e, pertanto, anche i gestori patrimoniali) senza stabilimento di una succursale, sono tenuti a registrarsi presso il registro dei consulenti<sup>53</sup> qualora svolgano servizi

---

<sup>50</sup> Artt. 7, 61 e 62 LIsFi.

<sup>51</sup> Art. 74 LIsFi.

<sup>52</sup> Per consulenti alla clientela si intendono, da una parte, i collaboratori di un fornitore di servizi finanziari che forniscono servizi finanziari per clienti. Dall'altra, gli stessi fornitori di servizi finanziari vengono considerati consulenti alla clientela se, in quanto persone fisiche, forniscono servizi finanziari per i propri clienti.

<sup>53</sup> Artt. 28-34 LSerFi.

finanziari in Svizzera o a clienti svizzeri (ad esempio, nel caso in cui un gestore patrimoniale estero gestisca un *actively managed certificates* emesso dalla Svizzera e i cui sottoscrittori sono investitori svizzeri), a meno che il servizio finanziario non sia stato prestato nell'ambito di una relazione avviata su espressa richiesta del cliente o richiesto all'estero da quest'ultimo per corrispondenza<sup>54</sup>.

Il registro dei consulenti, che a sua volta deve essere autorizzato dalla FINMA, effettua un esame sostanziale della registrazione di ciascun consulente alla clientela sulla base di una serie di criteri stabiliti dalla LSerFi all'articolo 29 (tra i quali, l'affiliazione ad un organo di mediazione).

I consulenti alla clientela che operano per fornitori esteri di servizi finanziari possono, tuttavia, essere esonerati dall'obbligo di registrazione qualora siano sottoposti a una vigilanza prudenziale all'estero e forniscano i propri servizi finanziari esclusivamente a clienti professionali o istituzionali. La stessa eccezione si applica nel caso in cui il consulente sia parte di un gruppo finanziario assoggettato per legge alla vigilanza su base consolidata della FINMA, se fornisce i propri servizi finanziari esclusivamente a clienti professionali o istituzionali.

L'obiettivo delle nuove leggi è, pertanto, quello di garantire agli investitori svizzeri di beneficiare della stessa protezione di cui usufruirebbero se ricorressero a servizi di un fornitore nazionale.

Occorre chiarire che, con specifico riferimento al gestore degli *actively managed certificates*, le *Swiss Banking Guidelines on informing investors about structured products* del 2014 pubblicate dalla Associazione Svizzera per i prodotti strutturati (SSPA)<sup>55</sup>, prevedevano che, nel caso di *actively managed certificates*, il Prospetto Semplificato<sup>56</sup> indicasse se il gestore del certificato fosse sottoposto o meno a supervisione prudenziale, in tal modo implicitamente affermando che lo stesso potesse non essere sottoposto ad alcuna supervisione. Sembra plausibile concludere che, ai sensi della normativa previgente, il gestore di un *actively managed certificates*,

---

<sup>54</sup> Art. 2 OSerFi.

<sup>55</sup> SSPA, *op.cit.*

<sup>56</sup> Abrogato dalla LSerFi con efficacia dal 1° gennaio 2020.

fosse quantomeno tenuto ad assoggettarsi ad un OAD, senza sottostare ad ulteriori obblighi autorizzativi o di vigilanza.

Nella medesima direzione muovono anche le nuove leggi: ai sensi dell'articolo 3.3.7 dell'Allegato 3 della OSerFi, il prospetto e le condizioni definitive devono indicare «nome o ragione sociale e domicilio o sede del gestore della strategia d'investimento nonché indicazione dell'autorità di vigilanza cui è sottoposto o eventualmente dichiarare che lo stesso non è sottoposto a una vigilanza prudenziale».

Tale ultima disposizione sembra voler sottolineare le significative differenze (più in dettaglio analizzate nel paragrafo successivo) che intercorrono tra la gestione di un prodotto strutturato, quale l'*actively managed certificate*, e l'attività di gestione patrimoniale. Appare chiara, pertanto, l'intenzione del legislatore elvetico di applicare ai due campi una disciplina separata e diversificata, garantendo al gestore di un *actively managed certificates* un grado maggiore di flessibilità.

## 2.2. *Rischio di riqualificazione degli actively managed certificates*

### 2.2.1. *Riqualificazione in strutture di gestione patrimoniale*

Come già anticipato, non sussistono, almeno in Svizzera, particolari perplessità in merito alla categorizzazione giuridica degli *actively managed certificates* come prodotti strutturati.

Da un punto di vista prettamente finanziario è possibile, tuttavia, ravvisare alcune somiglianze strutturali con la gestione patrimoniale, in cui si interfacciano, allo stesso modo, tre controparti (banca depositaria, gestore patrimoniale e investitore finale) e l'oggetto della gestione è un portafoglio di titoli amministrato discrezionalmente.

Come evidenziato, inoltre, nel paragrafo precedente, accade di frequente che a ricoprire la funzione di gestore di un *actively managed certificates* sia un soggetto che svolge anche attività di gestione patrimoniale (seppur, appunto, in assenza di un obbligo di legge).

Tali circostanze, tuttavia, non sembrerebbero sufficienti per sostenere la sussistenza di un rischio concreto di riqualificazione degli *actively managed certificates* in strutture di gestione patrimoniale.

L'investitore nel certificato non stipula, infatti, con il gestore del certificato o con l'emittente del prodotto alcun tipo di contratto di gestione patrimoniale e non può impartire ordini o suggerimenti di

investimento al gestore. Le condizioni del prodotto (compreso l'universo investibile e le c.d. *investment guidelines* e *investment restrictions*) sono inoltre predefinite nella documentazione di offerta e contrattuale del singolo certificato e non possono, pertanto, essere modificate su richiesta degli investitori. Infine, sottoscrivendo un *actively managed certificates*, l'investitore si espone al rischio di credito dell'emittente, non sussistendo alcuna segregazione patrimoniale tra gli *asset* del certificato e quelli propri dell'emittente.

Va in tal senso segnalato che negli ultimi anni si sono sviluppate due diverse prassi di mercato atte a limitare il più possibile l'esposizione al rischio di credito del soggetto emittente: la *collateralizzazione*<sup>57</sup> dei certificati e l'emissione degli stessi tramite *special purpose vehicles* (società veicolo o SPV). Una delle modalità di collateralizzazione più comuni nel mercato svizzero è la collateralizzazione tramite meccanismo di *Triparty Collateral Management* gestito da SIX<sup>58</sup>: l'emittente svizzero di un certificato si assume l'obbligo di depositare in un conto segregato presso SIX Securities Services (tramite SIX SIS Ltd), un collaterale che, qualora si verifici un evento di insolvenza (ad esempio, un *default* dell'emittente), è destinato alla copertura degli obblighi nei confronti degli investitori nel prodotto. Molti emittenti, svizzeri ed esteri (tra cui nuovi *provider* che si stanno recentemente affacciando sul mercato) ricorrono a SPV (prevalentemente localizzate in Guernsey per il mercato svizzero e in Lussemburgo per il mercato europeo) per l'emissione di prodotti strutturati. Le SPVs, o i singoli comparti sottostanti<sup>59</sup>, possono essere costituite per ogni investitore e, trattandosi

---

<sup>57</sup> Dall'inglese *collateral* ovvero "garanzia". Si tratta del meccanismo volto alla costituzione di garanzie, sotto forma di denaro contante o di strumenti finanziari, a tutela del rischio di inadempimento del soggetto emittente.

<sup>58</sup> SIX Securities Services appartiene al gruppo SIX. SIX gestisce l'infrastruttura della piazza finanziaria svizzera ed offre servizi a livello mondiale nei seguenti settori: negoziazione di titoli ed esecuzione di operazioni su titoli, informazioni finanziarie e operazioni di pagamento telematico.

<sup>59</sup> Ci si riferisce, ad esempio, al significato che tale termine assume nel contesto della *Securitisation Law* lussemburghese del 22 marzo 2004, che consente di costituire uno o più comparti, ove «*each compartment corresponding to a distinct part of its assets and liabilities*». Resta, invece, fuori dalla portata applicativa dell'analisi la Legge 30 aprile 1999, n. 130 sulla cartolarizzazione dei crediti.

di entità fuori bilancio, consentono di strutturare investimenti segregati e non esposti al rischio di credito dell'emittente.

La differenza tra *actively managed certificates* e struttura di gestione patrimoniale appare meno marcata qualora l'emittente strutturi un certificato *ad hoc* per un singolo investitore. Tuttavia, anche in questo caso, l'assenza di un potere di influenza dell'investitore sulle decisioni di investimento del gestore renderebbero remoto un rischio concreto di riqualificazione del prodotto.

### 2.2.2. *Riqualificazione in investimenti collettivi di capitale*

Diversamente, come si vedrà, dall'Italia, in Svizzera il rischio di riqualificazione degli *actively managed certificates* in investimenti collettivi di capitale è stato espressamente scongiurato dalla FINMA.

L'Autorità, nelle sue FAQ sui prodotti strutturati<sup>60</sup>, rispondendo alla domanda “*Quali criteri devono essere utilizzati per distinguere i prodotti strutturati dagli investimenti collettivi di capitale?*” ha chiarito che il rispetto dei criteri previsti dagli articoli 7 e 119 della LICol, che definiscono le caratteristiche proprie degli investimenti collettivi di capitale, sono sufficienti per distinguere questi ultimi dai prodotti strutturati. L'Autorità lascia agli emittenti il compito di stabilire la qualificazione giuridica del prodotto, riservandosi il diritto di intervenire nel caso di utilizzo scorretto della stessa e/o di violazione delle regole sulla trasparenza dei mercati.

I prodotti strutturati, inoltre, diversamente dagli investimenti collettivi di capitale, non sono soggetti ad approvazione della FINMA. Per quanto riguarda le disposizioni normative precedentemente applicabili, l'articolo 5 della LICol prevedeva che il Prospetto Semplificato chiarisse che «il prodotto strutturato non è un investimento collettivo di capitale né soggiace all'autorizzazione della FINMA». Le *Swiss Banking Guidelines on informing investors about structured products* della SSPA<sup>61</sup> riprendevano e approfondivano tale concetto, prescrivendo che il Prospetto Semplificato riportasse in grassetto alla prima pagina che gli *actively managed certificates* non sono investimenti collettivi di capitale ai sensi della LICol, non sono

---

<sup>60</sup> FINMA, *op. cit.*

<sup>61</sup> SSPA, *op.cit.*



soggetti all'approvazione o supervisione della FINMA e che gli inventori soggiacciono al rischio di credito dell'emittente.

Nonostante l'articolo 5 della LICol sia stato oggi espressamente abrogato dalla LSerFi che, come si è visto, sostituisce il Prospetto Semplificato con il prospetto, l'allegato 3 della OSerFi sul contenuto minimo del prospetto, dà continuità alla normativa previgente e chiarisce che «In un punto ben visibile della prima pagina del prospetto occorre segnalare, evidenziando il testo in grassetto, che il derivato: – non è un investimento collettivo di capitale e non soggiace all'obbligo di autorizzazione dell'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari (FINMA); – presenta un rischio connesso all'emittente, e – può non essere emesso, garantito o assicurato in modo equivalente da un istituto sottoposto a vigilanza ai sensi dell'articolo 70 capoverso 1 LSerFi».

Alla luce di quanto precede, sembra potersi concludere che l'intenzione del legislatore elvetico sia quella di salvaguardare gli *actively managed certificates* da una possibile riqualificazione in investimenti collettivi di capitale, da un lato prevedendo in modo esplicito le caratteristiche proprie dei due strumenti finanziari e dall'altro, responsabilizzando l'emittente, a cui spetta la valutazione circa la qualificazione giuridica degli strumenti di propria emissione.

### 3. *L'ordinamento italiano*

#### 3.1. *Rischio di riqualificazione in attività di gestione collettiva del risparmio*

In Italia, in assenza di una chiara indicazione legislativa, potrebbe emergere, in linea di principio, un rischio di riqualificazione dell'emissione di *actively managed certificates* in attività di gestione collettiva del risparmio. Tale rischio risulterebbe collegato all'elemento caratterizzante gli *actively managed certificates*, vale a dire la gestione discrezionale del sottostante ad opera del gestore del certificato. Posto che, diversamente dalla Svizzera, il legislatore italiano non ha mai apertamente disciplinato il trattamento dei prodotti a gestione attiva, le riflessioni che seguono costituiscono il frutto di una ricostruzione interpretativa della normativa vigente e della prevalente prassi di mercato.

Come rileva autorevole dottrina, in Europa vi è un'unica definizione di organismo di investimento collettivo (“OICR”) ed è quella contenuta nella Direttiva 2011/61/UE (la “Direttiva AIFM”), che ricomprende al suo interno sia gli OICR di tipo UCITS<sup>62</sup> sia quelli alternativi<sup>63</sup>. L'articolo 4 della Direttiva AIFM definisce i FIA<sup>64</sup> come «gli organismi

---

<sup>62</sup> Si fa riferimento alla Direttiva 85/611/CEE. La Direttiva UCITS ha subito, nel tempo, quattro aggiornamenti successivi, l'ultimo dei quali rappresentato dalla Direttiva 2014/91/UE del 23 luglio 2014 (“UCITS V”). Sul punto, P. SFAMENI e A. GIANNELLI, *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, Milano, 2018, 233-243.

<sup>63</sup> In tal senso, F. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR): fattispecie e forme*, Milano, 2017, 29: «Pare già alquanto evidente, sulla base di quanto precede, che l'art. 4 AIFMD – nell'identificare la nozione di FIA come l'organismo di investimento collettivo che non è soggetto ad autorizzazione in base alla Direttiva UCITS – produce, di fatto, l'effetto di introdurre, nel sistema europeo, una nozione generale di organismo di investimento collettivo, che riduce quella più risalente di OICVM ad una *species* del *genus* più ampio e che, inevitabilmente, la assorbe. Se, infatti, la Direttiva AIFM disciplina tutti gli OICR, tranne quelli che necessitano di autorizzazione in base alla Direttiva UCITS, se ne ricava, giocoforza, che la definizione generale di OICR che ora rileva per il diritto europeo è, unicamente, quella recata dalla Direttiva 2011/61/UE, essendo, di contro, quella formulata dalla precedente Direttiva ora retrocessa ad una nozione semplicemente funzionale all'applicazione di un particolare regime di autorizzazione, e di disciplina del prodotto, previsto dalla Direttiva UCITS, per i soli organismi di tipo aperto ivi contemplati». Di analogo avviso, M. BODELLINI, *The European Union Regulation on Marketing of Alternative Investment Funds: Another Step Towards Integration of the European Union Financial Market*, in *Business Law Review*, 2016, VI, 208 ss.

Sulla definizione di OICR contenuta nella Direttiva UCITS e nella Direttiva AIFM, F. ANNUNZIATA, *Gli OICR di diritto italiano tra vecchie e nuove categorie*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, R. D'APICE (a cura di), Bologna, 2016, 337 ss; M. CIAN, *I FIA: osservazioni e interrogativi dal punto di vista del quadro di mercato e delle imprese finanziate*, in *Banca Borsa tit. cred.*, 2017, I, 93, ove è possibile consultare ricche indicazioni bibliografiche; D. A. ZETZSCHE e C. PREINER, *Scope of the AIFMD*, in *The AIFM Directive*, D. A. ZETZSCHE (a cura di), Alphen aan den Rijn, 2015, 50 ss.

<sup>64</sup> Per “Fondi di investimento alternativi” o “FIA” si intendono gli organismi di investimento collettivo che non sono soggetti ad autorizzazione in base alla Direttiva UCITS. In tal senso, F. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR): fattispecie e forme*, cit., 25: «A dire il vero, il termine utilizzato dalla Direttiva è quello di FIA (i.e. “fondi”) alternativi, il che crea una certa confusione terminologica, in quanto l'espressione include anche gli OICR statuari nonché quelli che assumono forme diverse. La confusione, però, non è forse frutto del

di investimento collettivo, compresi i relativi comparti, che: i) raccolgono capitali da una pluralità di investitori al fine di investirli in conformità di una politica di investimento definita a beneficio di tali investitori; e ii) non necessitano di un'autorizzazione ai sensi dell'articolo 5 della direttiva 2009/65/CE». Gli elementi qualificanti la nozione di OICR sono, pertanto, i seguenti: (a) la raccolta di capitale; (b) la pluralità degli investitori; e (c) una politica di investimento definita a beneficio degli investitori. Al fine di assicurare un'applicazione comune, uniforme e coerente dei concetti che integrano la definizione di FIA contenuta nella Direttiva AIFM e nell'ambito di quanto previsto dall'articolo 4, paragrafo 4, della Direttiva AIFM<sup>65</sup>, l'ESMA nel 2013 ha emanato alcune Linee guida<sup>66</sup> relative ai concetti chiave della Direttiva AIFM<sup>67</sup>.

Per quanto riguarda, infine, l'ordinamento italiano, la definizione di OICR contenuta nel TUF<sup>68</sup> si articola su alcuni elementi principali, tre

---

caso: l'approccio funzionale della AIFMD consente di impiegare il termine "fondi" per riferirsi, in generale, al "fenomeno" e all'intero universo della gestione collettiva, facendo scolorire la questione delle forme organizzative dell'attività ad un livello (quasi) subliminale».

<sup>65</sup> Ai sensi dell'art. 4, paragrafo 4, della Direttiva AIFM «l'ESMA elabora progetti di norme tecniche di regolamentazione per [...] assicurare condizioni uniformi di applicazione».

<sup>66</sup> Le Linee guida dell'ESMA sono consultabili al seguente indirizzo <https://www.esma.europa.eu/document/guidelines-key-concepts-aifmd-0>.

<sup>67</sup> Secondo l'ESMA (paragrafo 6 delle Linee guida) «le seguenti caratteristiche, se possedute nella loro totalità da un organismo, dovrebbero dimostrare che l'organismo è un organismo di investimento collettivo, menzionato all'articolo 4, paragrafo 1, lettera a), della direttiva GEFIA. Le caratteristiche sono le seguenti:

- (a) l'organismo non ha uno scopo commerciale o industriale generale;
- (b) l'organismo aggrega il capitale raccolto dai suoi investitori per investirlo al fine di generare un rendimento aggregato per detti investitori e
- (c) i detentori di quote o gli azionisti di un organismo - in qualità di gruppo collettivo - non hanno discrezionalità o un controllo su base giornaliera. Il fatto che a uno o più, ma non a tutti i detentori di quote o gli azionisti menzionati, vengano concessi una discrezionalità o un controllo su base giornaliera non dovrebbe essere considerato come dimostrazione che l'organismo non è un organismo di investimento collettivo».

<sup>68</sup> Il TUF definisce l'"Organismo di investimento collettivo del risparmio (OICR)" come «l'organismo istituito per la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, il cui patrimonio è raccolto tra una pluralità di investitori mediante l'emissione e l'offerta di quote o azioni, gestito in monte nell'interesse degli investitori

dei quali ricalcano quanto previsto dalla Direttiva AIFM, e segnatamente: (a) l'OICR costituisce un patrimonio raccolto mediante l'emissione e l'offerta di quote o azioni; (b) si conferma, quale elemento qualificante, la sussistenza di una pluralità di investitori; e (c) si ribadisce che l'investimento del patrimonio ha luogo in strumenti finanziari, crediti, partecipazioni o altri beni mobili o immobili, in base a una politica predeterminata e vincolante. Gli altri due elementi, invece, risultano aggiuntivi rispetto alla definizione contenuta nella Direttiva AIFM e possono in parte essere ricavati dalle Linee guida ESMA: (a) la gestione del patrimonio «in monte nell'interesse degli investitori» e (b) la gestione «in autonomia dai medesimi»<sup>69</sup>. Ulteriori elementi di analisi e approfondimento, con riferimento alla definizione di OICR, sono stati forniti dal Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, emanato dalla Banca d'Italia con provvedimento del 19 gennaio 2015 (il "Regolamento OICR")<sup>70</sup>.

Al fine di completare il quadro che precede, volto all'identificazione degli elementi caratterizzanti gli OICR, giova, infine, sottolineare che, diversamente, come si vedrà, dagli strumenti di debito, i fondi comuni di investimento sono soggetti ad un regime di separazione patrimoniale tale da renderli immuni dalle obbligazioni proprie della società di gestione e/o dei contitolari<sup>71</sup>.

---

e in autonomia dai medesimi nonché investito in strumenti finanziari, crediti, inclusi quelli erogati, a favore di soggetti diversi da consumatori, a valere sul patrimonio dell'OICR, partecipazioni o altri beni mobili o immobili, in base a una politica di investimento predeterminata».

<sup>69</sup> Per una approfondita analisi degli elementi qualificanti gli OICR, si veda F. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR): fattispecie e forme*, cit., 30 ss.

<sup>70</sup> Il regolamento stabilisce che «La gestione collettiva del risparmio si caratterizza, in particolare, per la sussistenza di tre elementi tra loro strettamente connessi: i) la gestione di un patrimonio; ii) la gestione dei rischi di tale patrimonio; iii) il carattere collettivo dell'attività, caratterizzata dalla gestione di OICR».

<sup>71</sup> F. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR): fattispecie e forme*, cit., 152 ss «La separazione patrimoniale dei fondi di investimento – che opera tanto a livello "verticale" (ossia nei rapporti tra diversi fondi gestiti dal medesimo soggetto), quanto a livello orizzontale (ossia nei rapporti tra creditori riferibili alla gestione dei fondi, e creditori del gestore o del depositario e, anche, del subdepositario) – rende il patrimonio del fondo immune dagli effetti derivanti da vicende che interessano altri patrimoni gestiti dal medesimo soggetto, e da quelle che interessano il patrimonio proprio della SGR».

Ai sensi dell'articolo 32-quater del TUF, l'esercizio in via professionale del servizio di gestione collettiva del risparmio costituisce un'attività "riservata"<sup>72</sup> ad alcuni intermediari finanziari, e segnatamente alle Sgr, alle Sicav, alle Sicaf, alle società di gestione UE che gestiscono organismi di investimento collettivo di valori mobiliari italiani, ai gestori di FIA UE e ai gestori di FIA non UE che gestiscono un FIA italiano.

Definiti gli elementi qualificanti gli OICR ai sensi della normativa europea e nazionale, il più preciso interrogativo al quale di seguito si cercherà di rispondere è se sussista un rischio di riqualificazione degli *actively managed certificates* in OICR e se, pertanto, l'emissione e gestione di questi ultimi rientri nella riserva di attività in materia di gestione collettiva del risparmio ai sensi dell'articolo 32-quater del TUF.

A presidio di tale riserva di attività, l'art. 166 del TUF introduce il reato c.d. di abusivismo finanziario, che punisce chiunque, senza esservi abilitato svolga, *inter alia*, servizi o attività di investimento o di gestione collettiva del risparmio.

Ne deriva che, qualora l'emissione di *actively managed certificates* venisse effettivamente riqualificata in attività di gestione collettiva del risparmio, potrebbe sussistere il rischio che l'emittente e/o il soggetto che gestisce tali strumenti incorra nel reato di abusivismo finanziario.

A ciò va aggiunto che, nell'eventualità in cui gli investitori subiscano un danno a seguito dell'esercizio abusivo della gestione collettiva del risparmio, gli stessi sarebbero legittimati ad agire in via giudiziale in sede di contenzioso civile al fine di ottenere il relativo risarcimento<sup>73</sup>.

Come anticipato, il legislatore italiano non ha mai affrontato apertamente il tema della qualificazione giuridica dei certificati a gestione attiva. Si segnala, tuttavia, che, con riferimento ad un'altra

---

<sup>72</sup> Su questa tematica, si vedano le considerazioni espresse in P. CARRIERE, *La riformulazione della riserva di attività alla gestione collettiva del risparmio e le Sicaf: luci e ombre*, in *Riv. Soc.*, 2014, II, 449 ss.

<sup>73</sup> Si tratta di un reato di pericolo astratto e, pertanto, ai fini della configurazione del reato è irrilevante che vi sia stato o meno un effettivo danno agli investitori (*ex multis*, Cass., Sez. V, 24 aprile 2019 n. 40056). Per maggiori approfondimenti sul tema, si veda C. Ruga Riva, *L'abusivismo finanziario: questioni giurisprudenziali e profili di legittimità costituzionale*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2001, 537 ss.

tipologia di strumenti finanziari, ossia gli *Exchange Traded Notes* (ETN), Banca d'Italia, nel rispondere ad un'osservazione in sede di consultazione per l'emanazione del Regolamento OICR, ha chiarito che le *Special Purpose Vehicles* (SPV) che emettono ETN ed *Exchange Traded Commodities* (ETC) rientrano nella riserva di attività in materia di gestione collettiva del risparmio in quanto titoli il cui valore, a prescindere dalla loro qualificazione come titoli di debito, dipende dal valore dei beni rientranti nel patrimonio del veicolo. Gli ETN, infatti, allo stesso modo dei certificati, sono titoli di debito emessi da istituti di credito o più frequentemente da SPV, il cui prezzo dipende dalla *performance* di una o più attività finanziarie sottostanti (ad esempio, un indice o un paniere di titoli)<sup>74</sup>. In Italia, gli ETN, per lo più di origine non domestica<sup>75</sup>, sono negoziati sul mercato ETFplus di Borsa Italiana<sup>76</sup>.

In netto contrasto con l'orientamento di Banca d'Italia, alcune Autorità di vigilanza dei Paesi di principale provenienza di tali veicoli hanno espressamente escluso tali strumenti finanziari dall'applicazione della normativa in tema di fondi alternativi<sup>77</sup>. L'orientamento delle Autorità di vigilanza dei paesi europei sopracitati è stato confermato

---

<sup>74</sup> Per la definizione di ETN, si veda ESMA, *Discussion paper ESMA's policy orientations on guidelines for UCITS Exchange-Traded Funds and Structured UCITS*, 22 luglio 2011, consultabile al seguente indirizzo [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2011\\_220.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2011_220.pdf). Per maggiori approfondimenti e dati di mercato si rimanda a A. MARSZK e E. LECHMAN, *Exchange-Traded Funds in Europe*, Cambridge, 2019; E. GERETTO, M. POLATO, A. PALTRINIERI, *Gli Exchange Traded Notes: il caso Vix*, in *Bancaria*, 2017, XII, EDHEC-RISK INSTITUTE, *What are the Risks of European ETFs?*, 2012, disponibile al seguente link <https://www.edhec.edu/en/publications/what-are-risks-european-etfs>.

<sup>75</sup> In virtù del principio del "passaporto europeo" sancito nel Regolamento (UE) n.1129/2017 e nel Regolamento delegato (UE) n. 979/2019. Sul regime del "passaporto europeo" e i relativi problemi di armonizzazione si rimanda a K. SERGAKIS, *The Law of Capital Markets in the EU*, Londra, 2018, 58 ss.

<sup>76</sup> I dati statistici relativi al mercato ETFplus sono disponibili al seguente indirizzo: <https://www.borsaitaliana.it/etf/statistiche/statistiche-etf.htm>.

<sup>77</sup> Si fa riferimento, ad esempio, alla *Central Bank of Ireland* e alla *Financial Conduct Authority*. Si vedano, a tal proposito, i commenti di Borsa Italiana al documento di consultazione per l'emanazione del Regolamento OICR, disponibili al seguente indirizzo [https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/consultazioni/2014/gestione-collettiva-risparmio/commenti-ricevuti/Borsa\\_italiana.pdf](https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/consultazioni/2014/gestione-collettiva-risparmio/commenti-ricevuti/Borsa_italiana.pdf).

anche dall'ESMA: gli ETN, a parere dell'Autorità, sono strumenti di debito (che incorporano, pertanto, il rischio di credito dell'emittente) ed in quanto tali, non soggiacciono alle regole valevoli per gli OICR in tema, ad esempio, di «*risk spreading, eligibility, risk management and risk measurement*». Tale differenza, a parere dell'Autorità, si acuirebbe nel caso in cui il soggetto emittente sia una SPV in quanto entità non soggetta a supervisione o a obblighi di *disclosure* con riferimento ai prodotti emessi.

L'ESMA, tuttavia, sottolinea che non si giungerebbe ad una diversa conclusione neanche nel caso in cui gli ETN vengano emessi da un istituto di credito, poiché gli obblighi normativi a cui questi ultimi soggiacciono in quanto enti sottoposti a vigilanza, si applicherebbero, diversamente da quanto accade per gli OICR, a tutte le attività svolte genericamente dall'emittente e non al singolo prodotto emesso o offerto<sup>78</sup>. Nei prospetti di base di alcuni dei principali emittenti di ETN negoziati sul mercato ETFplus di Borsa Italiana si legge, infatti, che, nonostante nello stato membro di origine gli ETN siano stati classificati come strumenti di debito e non come OICR, potrebbe tuttavia sussistere un rischio di riqualificazione in altre giurisdizioni.

Ai fini dell'analisi condotta nel presente articolo, ossia comprendere se la gestione discrezionale del sottostante degli *actively managed certificates* possa portare ad una riqualificazione degli stessi in OICR, appare pertanto ragionevole estendere le considerazioni da ultimo svolte per gli ETN anche al caso degli *actively managed certificates*. Gli ETN, infatti, come visto, dal punto di vista finanziario, funzionano in modo analogo agli *actively managed certificates*: si tratta di strumenti di debito il cui prezzo dipende, direttamente o indirettamente, all'andamento delle attività sottostanti.

In assenza degli elementi qualificanti la nozione di OICR, la mera comunanza di un profilo di rischio tra le due fattispecie in esame, che si concretizza in una gestione discrezionale e attiva delle attività sottostanti, non sembra sufficiente per poter sostenere che sussista un rischio di riqualificazione giuridica. Gli OICR, infatti, sono organismi dotati di una propria tassonomia ben precisa, così come definita dalla normativa europea e nazionale, che non dovrebbe essere sacrificata in

---

<sup>78</sup> ESMA, *Discussion paper ESMA's policy orientations on guidelines for UCITS Exchange-Traded Funds and Structured UCITS*, op.cit, 9-10.

nome di un approccio “sostanzialistico” che si basa sulla mera comunanza di un profilo di rischio tra le due fattispecie.

### 3.2. *Trasparenza dei mercati finanziari e Regolamento Benchmark*

Corre l’obbligo di ribadire che, ai fini dell’analisi condotta dal presente paragrafo, ci si riferisce agli *actively managed certificates* così come concepiti e sviluppatasi nel mercato svizzero, ossia strumenti finanziari in cui la gestione dei sottostanti avviene in modo esclusivamente discrezionale, sulla base delle *investment restrictions* e *investment guidelines* previste nella documentazione d’offerta ma in assenza di ulteriori “correttivi” atti a limitare tale discrezionalità<sup>79</sup>.

Il tema dei prodotti a gestione attiva è, infatti, strettamente connesso a quello della trasparenza dei mercati finanziari e della gestione dei conflitti di interesse. Il legislatore europeo, prendendo atto di alcuni recenti casi di manipolazione degli indici finanziari usati negli strumenti e nei contratti finanziari (c.d. *benchmarks*)<sup>80</sup>, *in primis* EURIBOR e LIBOR e dell’assenza di un quadro normativo e regolamentare in grado di assicurare l’accuratezza e l’integrità di tali indici, ha emanato il Regolamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo e del Consiglio (il “Regolamento Benchmark”)<sup>81</sup>, in quanto strumento giuridico di massima armonizzazione<sup>82</sup>. L’obiettivo del

---

<sup>79</sup> Si fa riferimento, ad esempio, a strutture opzionarie (barriere o protezione del capitale) oppure a filtri di natura quantitativa o qualitativa che limitano la discrezionalità del gestore del sottostante.

<sup>80</sup> Si veda il considerando 1 del Regolamento Benchmark.

<sup>81</sup> Il Regolamento Benchmark è stato successivamente modificato dal Regolamento (UE) 2019/2089 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019. Il 24 luglio 2020 la Commissione europea ha proposto una serie di modifiche al Regolamento Benchmark, a seguito di una consultazione pubblica proposta ad ottobre 2019. Il 9 marzo 2020 l’ESMA ha lanciato una consultazione sui propri *Draft Regulatory Technical Standards under the Benchmarks Regulation*.

<sup>82</sup> L’utilizzo di *benchmark* come metro di riferimento oggettivo per la valutazione della condotta degli intermediari nella gestione di portafogli è stato oggetto di dibattiti in dottrina e giurisprudenza, si rimanda a tal proposito a Cass., 1° dicembre 2016, n. 24545, in *Giur. Comm.*, 2017, II, 939, con nota di M.G. ROSSI, *Benchmark e responsabilità dell’intermediario nella gestione del portafoglio*, *ivi*, 945; e in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, 191, con nota di G. M. BUTA, *Gestione individuale di portafogli, MiFID II e responsabilità dell’intermediario per mancato rispetto del benchmark prescelto dal cliente*, *ivi*, 196; Cass., 24 agosto 2016, n. 17290.



Regolamento Benchmark è garantire un quadro normativo uniforme che disciplini i soggetti coinvolti nel calcolo degli indici, la fornitura dei dati da inserire nel relativo calcolo e il successivo utilizzo degli indici di riferimento. Il Regolamento Benchmark, entrato in vigore il 30 giugno 2016, si applica a decorrere dal 1° gennaio 2018, con l'eccezione di alcune disposizioni applicabili dal 30 giugno 2016 e dal 3 luglio 2016. Al fine di adeguare la normativa italiana alle disposizioni del Regolamento Benchmark, il 13 marzo 2019 è stato pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 61 il Decreto legislativo 13 febbraio 2019, n. 19 (il "Decreto"). Il Decreto è entrato in vigore il 28 marzo 2019.

Con riguardo all'ambito oggettivo di applicazione, il Regolamento Benchmark fornisce una definizione molto ampia di "indice", ossia «qualunque cifra: a) pubblicata o messa a disposizione del pubblico; b) periodicamente determinata: i) per intero o in parte, applicando una formula o un altro metodo di calcolo o mediante una valutazione; e ii) sul valore di una o più attività sottostanti, o prezzi, inclusi stime di prezzi, tassi d'interesse effettivi o stimati, quotazioni e quotazioni preventivate, o altri valori o studi» e di "indice di riferimento o *benchmark*", ossia «un indice in riferimento al quale viene determinato l'importo da corrispondere per uno strumento finanziario o per un contratto finanziario, o il valore di uno strumento finanziario, oppure un indice usato per misurare la performance di un fondo di investimento allo scopo di monitorare il rendimento di tale indice ovvero di definire l'allocazione delle attività di un portafoglio o di calcolare le commissioni legate alla performance».

L'elemento chiave, ai fini del Regolamento Benchmark, è pertanto il rischio di manipolazione, che si realizza ogniqualvolta vengano adottate scelte *discrezionali* nel metodo di calcolo o nella scelta dei dati da inserire all'interno dell'indice.

Per quanto riguarda, invece, l'ambito soggettivo di applicazione, il Regolamento Benchmark prevede specifici requisiti di *governance* e controllo per gli amministratori di indici di riferimento<sup>83</sup>. Si tratta delle persone fisiche o giuridiche che controllano la fornitura di un indice di riferimento e, in particolare, amministrano il regime per la raccolta e analisi dei dati e per la determinazione e la conseguente pubblicazione

---

<sup>83</sup> Artt. 4-10 Regolamento Benchmark.

dell'indice<sup>84</sup>. Gli amministratori dei *benchmark* sono sottoposti all'autorizzazione (o alla sola registrazione, in casi specifici, come quello in cui risultino già soggetti a vigilanza)<sup>85</sup> e alla supervisione delle autorità nazionali competenti, in coordinamento con l'ESMA<sup>86</sup>, che ne tiene un registro pubblico<sup>87</sup> nel quale viene annotata l'identità di tali soggetti, nonché le autorità competenti responsabili della vigilanza di ciascuno di essi. Come a breve si dirà, il registro dell'ESMA dà conto altresì dei *benchmark* istituiti in paesi terzi che soddisfano le condizioni previste dal Regolamento Benchmark per potere essere utilizzati nel territorio dell'Unione. Il Regolamento Benchmark prevede, infine, agli articoli 20-25, misure rafforzate per gli indici di riferimento “critici” e per gli indici “significativi”. Ai sensi del Decreto, la Consob è l'autorità nazionale italiana competente a vigilare sugli amministratori di indici di riferimento e sui contributori di dati sottoposti a vigilanza<sup>88</sup>.

---

<sup>84</sup> Art. 3, paragrafo 1, punto 6, Regolamento Benchmark.

<sup>85</sup> Artt. 34-35 Regolamento Benchmark.

<sup>86</sup> Sul progressivo trasferimento delle competenze di vigilanza dalle autorità nazionali all'ESMA (con specifico riferimento anche al Regolamento Benchmark), si veda A. MAGLIARI, *Proposta di riforma delle autorità europee di vigilanza finanziaria. Verso un ulteriore accentramento delle funzioni di vigilanza a livello sovranazionale: prospettive e problemi*, in *Rivista italiana di diritto pubblico comunitario*, 2018, II, 391 ss.

<sup>87</sup> Art. 36 Regolamento Benchmark.

<sup>88</sup> Per quanto riguarda la ripartizione dei poteri di vigilanza tra le autorità nazionali, ai sensi dell'articolo 4, commi 2, 3 e 4, del Decreto «Fermo restando quanto previsto al comma 1, la Banca d'Italia è autorità competente sui contributori di dati sottoposti alla propria vigilanza, ai fini della partecipazione ai collegi prevista dall'articolo 46, paragrafi 2 e 3, del regolamento (UE) 2016/1011, e collabora con l'autorità competente sugli amministratori di indici di riferimento come previsto dall'articolo 23 del medesimo regolamento. Per assolvere a questi compiti la Consob e la Banca d'Italia stabiliscono, mediante un protocollo d'intesa, le modalità della collaborazione e del reciproco scambio di informazioni. Ai sensi dell'articolo 40, paragrafo 1, del regolamento (UE) 2016/1011, la Consob, la Banca d'Italia, l'IVASS e la COVIP sono le autorità competenti, secondo le rispettive attribuzioni di vigilanza, sui soggetti dalle medesime vigilati che fanno uso di un indice di riferimento, secondo quanto disposto dall'articolo 3, paragrafo 1, punto 7), del regolamento citato. Ai sensi dell'articolo 40, paragrafo 2, del regolamento (UE) 2016/1011, la Consob è l'autorità competente responsabile del coordinamento, della cooperazione, dello scambio di informazioni con la Commissione dell'Unione europea, l'AESFEM e le autorità competenti degli altri Stati membri. Ai fini dello svolgimento dei compiti previsti dal regolamento (UE) 2016/1011, la Consob, la Banca d'Italia, l'IVASS e la COVIP esercitano i poteri di vigilanza e di indagine loro rispettivamente attribuiti dalla normativa di settore. La

Appare chiaro, dunque, che l'obiettivo della normativa europea sia quello di limitare il ricorso a regimi discrezionali e di *governance* poco solidi nella gestione dei benchmark in quanto potenzialmente idonei a incrementare la vulnerabilità degli indici alla manipolazione. Percorre tale direzione il Regolamento Delegato (UE) 2019/980 della Commissione del 14 marzo 2019 (il "Regolamento Delegato"), prevedendo che, nei casi di offerta al pubblico di strumenti finanziari o di ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato, il prospetto contenga una indicazione della fonte da cui poter ottenere informazioni sul sottostante, sul suo rendimento passato e futuro, sulla sua volatilità e se tali informazioni possono essere ottenute gratuitamente.

Lo scopo del Regolamento Delegato è pertanto garantire piena trasparenza sui sottostanti degli strumenti finanziari (soprattutto nel caso di strumenti derivati), sia al momento dell'emissione sia nelle fasi successive. In particolare, nel caso in cui il sottostante sia un indice composto dall'emittente o da soggetti appartenenti allo stesso gruppo (c.d. indice proprietario), il prospetto deve indicare il nome dell'indice e una sua descrizione. Qualora l'indice sia composto da un soggetto giuridico o da una persona fisica che agisce in associazione con l'emittente o per suo conto, il Regolamento Delegato prescrive che il prospetto contenga una descrizione dell'indice, a meno che lo stesso non contenga le seguenti dichiarazioni:

- i) che la serie completa delle regole dell'indice e le informazioni sull'andamento dell'indice sono liberamente accessibili sul sito web dell'emittente o del fornitore dell'indice;
- ii) che le regole applicabili (incluse la metodologia di selezione e ribilanciamento delle componenti dell'indice, la descrizione degli eventi di turbativa del mercato e delle regole di adeguamento) sono basate su criteri prestabiliti e oggettivi<sup>89</sup>.

---

Consob può esercitare, altresì, gli ulteriori poteri previsti dall'articolo 187-octies, secondo le modalità ivi stabilite».

<sup>89</sup> Le lettere b) e c) non si applicano se l'amministratore dell'indice figura nel registro pubblico tenuto dall'ESMA a norma dell'articolo 36 del Regolamento Benchmark.

Ai sensi, inoltre, del Regolamento del mercato SeDeX di Borsa Italiana<sup>90</sup>, uno strumento finanziario derivato cartolarizzato può avere come sottostante un indice o paniere, nonché panieri di indici, a condizione che «tali panieri o indici siano caratterizzati da trasparenza nei metodi di calcolo e diffusione». Nell'attuale scenario normativo, pertanto, il tema degli *actively managed certificates* va affrontato non solo nei termini di una possibile riqualificazione degli stessi in gestione collettiva del risparmio ma anche al fine di comprendere se tali strumenti siano compatibili con le esigenze di trasparenza e stabilità dei mercati finanziari di cui si fa portavoce, come visto, la normativa eurounitaria.

Le disposizioni sopra analizzate confermano l'intenzione del legislatore europeo di guardare alla trasparenza come condizione necessaria ai fini della stabilità dei mercati finanziari e della protezione degli investitori. Indipendentemente, pertanto, dal problema della categorizzazione giuridica degli *actively managed certificates*, sussiste una tematica più generale di trasparenza connessa ai sottostanti di tutti gli strumenti finanziari e che, nel caso degli *actively managed certificates*, potrebbe di fatto renderli incompatibili con il vigente quadro normativo e regolamentare.

L'interrogativo nasce, infatti, dalla constatazione che, come si è già avuto modo di chiarire, in Svizzera non sussiste una disciplina equiparabile a quella europea che detti regole specifiche di trasparenza degli strumenti finanziari e dei loro sottostanti<sup>91</sup>. Con riferimento ai

---

<sup>90</sup> SeDeX (*Securitized Derivatives Exchange*) è il mercato non regolamentato (MTF) di Borsa Italiana S.p.A. dedicato alla negoziazione di *certificates* e *covered warrant*.

<sup>91</sup> Il Consiglio Federale con comunicato del 4 marzo 2016 ha, infatti, escluso che in Svizzera vi sia la necessità di regolamentare i *benchmark*: «Nel quadro dei lavori interni, l'Amministrazione ha esaminato la necessità di interventi regolatori in relazione ai principi della IOSCO e alle proposte di regolamentazione dell'UE. Si è inoltre chiesta se fosse indispensabile elaborare una regolamentazione dei benchmark per la Svizzera e, se del caso, in che forma. Essa ha consultato e coinvolto nei lavori anche il settore interessato (fornitori di benchmark, associazioni di categoria, banche e borse). Dopo aver analizzato l'attuale progetto di regolamentazione dell'UE e i regimi ivi previsti per i Paesi terzi, il Consiglio federale ritiene, al pari del settore interessato, che attualmente non sia necessaria una regolamentazione nel settore dei benchmark in Svizzera».

paesi terzi, tra i quali rientra la Svizzera<sup>92</sup>, il Regolamento Benchmark prevede che i *benchmark* calcolati in paesi terzi possano essere utilizzati nell'Unione europea purché siano rispettati una serie di condizioni individuate dal Regolamento Benchmark<sup>93</sup>. Tuttavia, onde evitare eventuali effetti negativi derivanti da una possibile cessazione improvvisa dell'impiego nell'Unione europea degli indici di riferimento forniti da un paese terzo, il Regolamento Benchmark prevede anche altri meccanismi (in particolare, riconoscimento<sup>94</sup> e avallo<sup>95</sup>) in virtù dei quali gli indici di riferimento di un paese terzo possono essere utilizzati dalle entità sottoposte a vigilanza situate nell'Unione europea<sup>96</sup>.

---

<sup>92</sup> Il 21 gennaio 2020 SIX ha ottenuto l'autorizzazione per utilizzare alcuni dei suoi principali indici sul territorio dell'Unione europea, ai sensi dell'articolo 30, paragrafo 1, lettera c), del Regolamento Benchmark. Gli indici sono stati pertanto iscritti nel registro pubblico tenuto dall'ESMA. Il comunicato di SIX è consultabile al seguente indirizzo <https://www.six-group.com/en/newsroom/media-releases/2020/20200205-swiss-indices-endorsed.html>.

<sup>93</sup> Ai sensi dell'art. 30

del Regolamento «Per utilizzare nell'Unione, a norma dell'articolo 29, paragrafo 1, un indice di riferimento o una combinazione di indici di riferimento forniti da un amministratore ubicato in un paese terzo, l'indice di riferimento e l'amministratore devono essere iscritti nel registro di cui all'articolo 36. Le seguenti condizioni devono essere soddisfatte per essere inclusi nel registro:

- a) la Commissione abbia adottato una decisione di equivalenza conformemente al paragrafo 2 o 3 del presente articolo;
- b) l'amministratore sia autorizzato o registrato, e soggetto a vigilanza, in detto paese terzo;
- c) l'amministratore abbia notificato all'ESMA il proprio consenso all'uso degli indici di riferimento, che fornisce o potrebbe fornire, da parte di entità sottoposte a vigilanza nell'Unione, l'elenco degli indici di riferimento per i quali ha prestato il proprio consenso all'utilizzo nell'Unione e l'autorità competente responsabile della sua vigilanza nel paese terzo; e
- d) gli accordi di cooperazione di cui al paragrafo 4 del presente articolo siano operativi».

<sup>94</sup> Art. 32 Regolamento Benchmark.

<sup>95</sup> Art. 33 Regolamento Benchmark.

<sup>96</sup> L'art. 51 del Regolamento prevede che « A meno che la Commissione non abbia adottato una decisione di equivalenza ai sensi dell'articolo 30, paragrafi 2 o 3, o a meno che un amministratore non sia stato riconosciuto come tale ai sensi dell'articolo 32, o un indice di riferimento non sia stato avallato ai sensi dell'articolo 33, l'utilizzo nell'Unione da parte di entità sottoposte a vigilanza di un indice di riferimento fornito da un amministratore con sede in un paese terzo, che è già utilizzato nell'Unione come

Ci si chiede, infine, se la struttura finanziaria degli *actively managed certificates* possa far ricadere tali strumenti nell'ambito applicativo del Regolamento Benchmark e, in particolare, se il sottostante del certificato, ossia il paniere di titoli gestiti discrezionalmente dal gestore terzo o dall'emittente, sia equiparabile ad un indice ai fini del Regolamento Benchmark. Il Regolamento Benchmark esclude espressamente dal suo ambito di applicazione i «prezzi di riferimento unici di uno strumento finanziario»<sup>97</sup> in quanto, nel determinarli, non vi è alcuna discrezionalità o attività di calcolo da parte del gestore (tipico esempio è quello di un'opzione o di un *future* collegati ad una azione). L'ESMA, inoltre, nelle sue *Questions and Answers on the Benchmarks Regulation (BMR)*<sup>98</sup>, chiarisce che rientrano in tale eccezione anche i panieri di indici, poiché in tal caso il gestore si limita a modificare i pesi dei sottostanti non agendo, pertanto, *discrezionalmente* sulla politica di investimento. Ricadono, invece, nella portata applicativa del Regolamento Benchmark, a parere dell'Autorità, i panieri di titoli o gli indici calcolati sulla base del prezzo di più di uno strumento finanziario.

Sembra plausibile concludere che il sottostante degli *actively managed certificates*, qualora sia rappresentato da un paniere di titoli o da indici gestiti discrezionalmente e calcolati sulla base di prezzi di più strumenti finanziari, possa costituire un *benchmark* ai fini del Regolamento Benchmark. Tuttavia, nel rispondere alla domanda «*When are banks issuing certificates “users of benchmarks”?*», l'Autorità chiarisce che qualora un *certificate* abbia come sottostante un «*portfolio composed of different components*» tale portafoglio potrebbe rientrare, come visto in precedenza, nella definizione di *benchmark* purché sia pubblicato e reso disponibile, gratuitamente o a pagamento, al pubblico<sup>99</sup>.

---

indice di riferimento per strumenti finanziari, contratti finanziari o per misurare la performance di un fondo di investimento, è autorizzato solo per tali strumenti finanziari, contratti finanziari e misurazioni della performance di un fondo di investimento che sono già associati all'indice di riferimento nell'Unione, o che sono collegati a tale indice di riferimento esistente, prima del 31 dicembre 2021».

<sup>97</sup> Art. 2, paragrafo 2, lettera d), del Regolamento Benchmark.

<sup>98</sup> ESMA, *Questions and Answers on the Benchmarks Regulation (BMR)*, 11 dicembre 2019.

<sup>99</sup> L'ESMA nel *Final Report Technical advice under the Benchmarks Regulation* del 10 novembre 2016, chiarisce il significato di “*making available to the public*”, ossia «*A figure shall be deemed to be made available to the public in the meaning of*

In conclusione, pare di potersi affermare che gli attuali requisiti normativi e regolamentari applicabili in Svizzera per gli *actively managed certificates* siano disallineati rispetto alle prerogative di trasparenza, di tutela degli investitori e di equità dei mercati finanziari che trovano voce nella normativa europea appena analizzata. Il sottostante degli *actively managed certificates*, così come descritto e delineato nelle considerazioni che precedono ed in quanto oggetto di gestione discrezionale, potrebbe essere idoneo a costituire un *benchmark* e, di conseguenza, ad essere attratto nel perimetro di applicazione delle disposizioni del Regolamento Benchmark.

#### 4. Conclusioni

Il tema della corretta categorizzazione giuridica degli *actively managed certificates* ha permesso di mettere in luce le differenze di impostazione legislativa e di regolamentazione che intercorrono tra l'ordinamento svizzero e italiano.

Sia pur condividendo la stessa scelta nel disciplinare in modo puntuale le caratteristiche proprie dei fondi comuni di investimento, le conclusioni a cui giungono i due ordinamenti sono, come si è visto, opposte. Nel caso svizzero, la rigida tassonomia dei fondi comuni di investimento sembra permettere la possibilità di fugare i dubbi di possibili riqualificazioni. Nell'ordinamento italiano, diversamente, in assenza di chiare indicazioni da parte del legislatore, Banca d'Italia sembra protendere per un opposto approccio sostanzialistico. Tale orientamento troverebbe fondamento sulla comunanza del profilo di

---

*Article 3, paragraph 1, point 1(a), of Regulation (EU) 2016/1011 if the figure is made accessible to a potentially indeterminate number of (legal or natural) persons outside of the provider's legal entity. To be made available to the public as defined in paragraph 1, a figure may be accessed either directly or indirectly (as a result, inter alia, of its use by one or more supervised entities as a reference for a financial instrument it issues or to determine the amount payable under a financial instrument or a financial contract, or to measure the performance of an investment fund, or to provide a borrowing rate calculated as a spread or mark-up over such figure), and through a variety of media and modalities, set out by the provider or agreed between the provider and the receiving persons, free or upon payment of a fee, (including, but not limited to, telephone, File Transfer Protocol, internet, open access, news, media, through financial instruments, financial contracts or investment funds referencing the figure or by way of request to the users)».*

rischio dei due strumenti finanziari, evidenziando, tuttavia, profili di contrasto con gli orientamenti attualmente adottati a livello eurounitario e, in particolare, dall'ESMA.

In tale contesto, alla luce delle considerazioni che precedono, sembrerebbe potersi concludere che le prerogative di protezione dell'investitore quale parte debole, unitamente alla primaria esigenza di tutela della certezza dei rapporti giuridici, di cui si fa portavoce la normativa eurounitaria e nazionale, potrebbero essere più efficacemente perseguite adottando presidi di trasparenza per gli strumenti finanziari – come, tra l'altro, previsto dal Regolamento Benchmark. La diversa strada della riqualificazione giuridica, come visto, rischierebbe, infatti, di sacrificare importanti aspetti caratterizzanti l'assetto giuridico e la struttura funzionale di entrambi gli strumenti.