

 di Emilio Girino (partner dello studio Ghidino, Girino & Associati)

CONSIDERAZIONI INATTUALI

## Nemmeno la Mifid riesce a risolvere il rebus infinito dell'investitore qualificato

Sembrava che la Mifid avesse posto la parola fine all'annosa questione che ha diviso la giurisprudenza recente tra coloro che ritengono sufficiente l'autocertificazione e quelli che invece esigono un controllo di sostanza da parte dell'intermediario. Dal novembre 2007 viene definito «operatore professionale» l'impresa di grandi dimensioni (che soddisfi cioè due su tre dei seguenti requisiti: 20 milioni di totale di bilancio, 40 di fatturato netto, 2 di mezzi propri) e l'impresa piccola o media o la persona fisica che superi il test di professionalità (10 operazioni a trimestre negli ultimi quattro, portafoglio di almeno 500 mila euro, pregressa posizione professionale nel settore: anche qui due su tre condizioni bastano per superare la pro-

va). Ma la recente modifica del regolamento emittenti pone in crisi questi criteri. Nel delineare i casi di esclusione dell'applicazione della normativa sull'offerta al pubblico, l'articolo 34/ter definisce «investitori qualificati» le persone fisiche che superino il test Mifid, ma vi annovera anche le piccole e medie imprese. Tali sono le imprese che soddisfano (sempre con la regola del 2 su 3) i seguenti requisiti: meno di 250 dipendenti, totale dello stato patrimoniale inferiore a 43 milioni, fatturato netto inferiore a 40 milioni. Il meccanismo lascia perplessi. Considerando i parametri di bilancio, quella che per la Mifid è una grande impresa sarebbe invece una piccolo-media in caso di offerta al pubblico, dato che 20 e 40 milioni la collocano al di sotto degli analoghi

parametri (43 e 50) previsti dal regolamento emittenti. Ma, al di là di questa incoerenza sistematica e definitoria, se si scende al di sotto dei parametri Mifid si potrebbe verificare un evento paradossale. La piccola-media impresa sarebbe un investitore qualificato non bisognoso di prospetto in caso di offerta al pubblico di un titolo, mentre diventerebbe un cliente retail, bisognoso di ogni premura informativa per includere lo stesso titolo in un portafoglio gestito. Al tutto si aggiunge un ulteriore dettaglio. Per qualificarsi ai fini del regolamento emittenti, l'impresa deve richiedere l'iscrizione in un apposito registro Consob e lo stesso vale per le persone fisiche. Da qui un altro non indifferente problema. Che cosa succede nel caso in cui un interme-

diario si veda rivolgere dalla persona fisica, già iscritta nel registro, la richiesta di essere promosso da retail a professionale? Dovrà comunque esperire il test secondo la procedura prevista dal regolamento intermediari o potrà accontentarsi dell'iscrizione Consob? E come la mettiamo se l'intermediario accerta qualcosa di diverso da ciò che il cliente ha dichiarato in sede di iscrizione al registro? Prevalde quest'ultimo, ovvero, supponendosi una finalità diversa, l'intermediario deve ripetere il test? E se quest'ultimo dà esito negativo, come si concilierà la discrasia? Si deve aggiungere che, a tutt'oggi, per l'accesso ai fondi riservati, sembrerebbe sufficiente la vecchia autocertificazione. Ne usciranno mai? (riproduzione riservata)