

SOMMARIO: 1. I mercati regolamentati. - 2. La disciplina dei mercati regolamentati: abrogazione dell'obbligo di concentrazione delle negoziazioni. - 3. Registrazione delle operazioni eseguite nei mercati regolamentati. - 4. Sistemi di negoziazione diversi dai mercati regolamentati. - 5. Obblighi di segnalazione alla CONSOB delle operazioni su strumenti finanziari ammessi a negoziazione nei mercati regolamentati. - 6. Mercati esteri riconosciuti e collegamenti telematici. - 7. La vigilanza sui mercati.

1. I MERCATI REGOLAMENTATI

Pur senza fornire una definizione generale di **mercato regolamentato**, la Dir. 93/22/CEE lo individua in quel *mercato di strumenti finanziari che soddisfa i seguenti requisiti*:

- è iscritto in un apposito elenco tenuto dallo Stato d'origine;
- funziona in modo regolare;
- è disciplinato da norme stabilite dalle autorità competenti (relative alle condizioni di funzionamento, di accesso e di ammissione alle negoziazioni);
- richiede agli intermediari il rispetto degli obblighi di trasparenza e comunicazione.

Così come il provvedimento comunitario, anche il decreto Eurosim, nel recepirlo, fa solo riferimento, in più di un'occasione, ai mercati regolamentati e, precisamente, quando ne disciplina l'organizzazione ed il funzionamento, attribuendone la gestione ad una società per azioni operante secondo criteri privatistici.

Tale processo di privatizzazione, sull'esempio anglosassone, rappresenta l'elemento innovativo, rispetto alla L. 1/91, di maggior rilievo che ha ribaltato l'impostazione di fondo del settore. Infatti, le modalità di ammissione o esclusione dalle negoziazioni e, quindi, dalla quotazione, non rientrano più nelle competenze della Consob, ma vengono affidate a «*società di gestione*» al fine di garantire l'efficienza, la funzionalità e l'economicità, proprie dell'attività di impresa (cfr. *Capitolo Quarto*).

Gli stessi principi sono stati ripresi integralmente dal Tuf, come emerge dall'esame degli artt. da 61 a 77.

I mercati regolamentati sono, così, identificati dalla presenza di un'*organizzazione e di regole di funzionamento istituzionalizzate*, trasparenti, non

discrezionali, che garantiscono una negoziazione corretta e ordinata, basate su criteri oggettivi, che permettono l'esecuzione efficiente degli ordini, così come previsto dalla MIFID.

? *Cosa stabilisce il regolamento dei mercati, deliberato dalla società di gestione?*

Il **regolamento** deliberato dalla società di gestione determina:

- le condizioni e le modalità di ammissione, di esclusione e di sospensione degli operatori e degli strumenti finanziari dalle negoziazioni;
- le condizioni e le modalità per lo svolgimento delle negoziazioni e gli eventuali obblighi degli operatori e degli emittenti;
- le modalità di accertamento, pubblicazione e diffusione dei prezzi;
- i tipi di contratti ammessi alle negoziazioni, nonché i criteri per la determinazione dei quantitativi minimi negoziabili;
- le condizioni e le modalità per la compensazione, liquidazione e garanzia delle operazioni concluse sui mercati.

I regolamenti dei mercati devono essere *approvati* dalla Consob. Solo per i mercati in cui vengono negoziati all'ingrosso titoli di Stato, i relativi regolamenti sono *approvati* dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, sentita la Banca d'Italia e la Consob (art. 66 Tuf).

La Consob concede l'**autorizzazione** all'esercizio dei mercati regolamentati, con la conseguente **iscrizione degli stessi in un apposito elenco**, quando, oltre ad essere soddisfatti alcuni requisiti della società di gestione, il regolamento, di cui sopra, è conforme alla disciplina comunitaria ed è idoneo ad assicurare la *trasparenza dei mercati, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori* (art. 63 Tuf).

Tale autorizzazione è subordinata alla presentazione di un *programma* che illustri i tipi di attività previsti e la struttura organizzativa della società di gestione.

Il provvedimento di autorizzazione è adottato, *sentita la Banca d'Italia*, quando nei mercati sono negoziati:

- i titoli obbligazionari privati e pubblici, diversi dai titoli di Stato, all'ingrosso;
- i titoli normalmente trattati sul mercato monetario;
- gli strumenti finanziari derivati su titoli pubblici, tassi di interesse e valute.

L'art. 66 del Tuf conferisce al Ministero dell'Economia e delle Finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob, il potere di disciplinare e **autorizzare i mercati all'ingrosso di titoli di Stato**.

In base all'art. 25 del Tuf nei *mercati regolamentati italiani possono operare* le SIM e le banche italiane autorizzate all'esercizio dei servizi di

negoziazione per conto proprio e di esecuzione di ordini per conto dei clienti, nonché le imprese di investimento e le banche comunitarie ed extracomunitarie autorizzate all'esercizio dei medesimi servizi e attività.

Possono accedere ai mercati regolamentati soggetti diversi da quelli di cui sopra purché:

- soddisfino i requisiti di onorabilità e professionalità;
- dispongano di un livello sufficiente di competenza e capacità di negoziazione, di adeguati dispositivi organizzativi e di risorse sufficienti per il ruolo che devono svolgere.

Inoltre, i soggetti, ammessi alle negoziazioni nei mercati regolamentati, hanno l'obbligo di comportarsi con *diligenza, correttezza e trasparenza* al fine di assicurare l'*integrità dei mercati*.

È, infine, espressamente previsto che la *Banca d'Italia sia ammessa* alle negoziazioni sui mercati all'ingrosso dei titoli di Stato (MTS); in quest'ultimo mercato è ammesso anche il *Ministero dell'Economia e delle Finanze*.

2. LA DISCIPLINA DEI MERCATI REGOLAMENTATI: ABROGAZIONE DELL'OBBLIGO DI CONCENTRAZIONE DELLE NEGOZIAZIONI

Il mercato regolamentato è caratterizzato dall'esistenza di un **sistema di regole organiche** che presiedono al suo funzionamento.

Mentre in passato tali regole erano fissate *esclusivamente* dalla legge e dalle norme emanate dalle autorità di vigilanza del settore, a seguito della riforma operata dal decreto Eurosim e dal Tuf attualmente esse sono invece demandate in gran parte alla *società di gestione del mercato*, soggetto avente personalità di diritto privato.

L'insieme delle disposizioni che disciplinano l'accesso al mercato, le condizioni di negoziazione, gli obblighi degli operatori e degli emittenti etc. è formalizzato nel **regolamento del mercato** sottoposto all'approvazione della Consob che, come detto, ne valuta la conformità alla disciplina comunitaria e l'idoneità ad assicurare tre *obiettivi fondamentali*:

- la trasparenza del mercato;
- l'ordinato svolgimento delle negoziazioni;
- la tutela degli investitori

e, in conformità alla direttiva MIFID, individua i requisiti generali di organizzazione della società di gestione (art. 64 Tuf).

Approvato il regolamento del mercato, la società di gestione è successivamente *autorizzata* ad operare.

Nella fase attuale, completatosi il processo di privatizzazione dei principali mercati mobiliari prefigurato dal decreto Eurosim, esistono sulla piazza finanziaria italiana *due società di gestione*: la **Borsa Italiana S.p.A.** che gestisce la borsa valori nelle sue articolazioni, il Mercato Expandi, l'IDEM; la **MTS S.p.A.** che gestisce l'MTS.

I regolamenti dei mercati deliberati da tali società sono stati approvati dalle autorità di vigilanza che li hanno giudicati conformi alla disciplina dei mercati.

Questa ultima è contenuta negli **artt. 61-90 del Tuf** e nella **delibera Consob 29-10-2007, n. 16191**.

Essa ha coordinato in un **unico corpo normativo** le disposizioni concernenti la *società di gestione*, gli obblighi di *comunicazione* delle operazioni effettuate nei mercati regolamentati, il regime di trasparenza pre e post-negoziazione per tali mercati, i sistemi multilaterali di negoziazione e gli inernalizzatori sistematici.

Con l'entrata in vigore della delib. 16191/2007 (1° novembre 2007) vengono *abrogate* le precedenti disposizioni disciplinanti le medesime materie (alcune delle quali restano in vigore, ex art. 214 Tuf, nelle more dell'emanazione dei nuovi regolamenti), con particolare riguardo alla delib. 11768/98.

La disciplina in discorso abroga, tra l'altro, le disposizioni che prevedono la cd. *concentrazione degli scambi* (vecchio art. 7 del Regolamento Consob 11768/98) e il conseguente obbligo di comunicazione, alla società di gestione del mercato, delle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato, ma eseguite al di fuori di tale mercato (le cd. segnalazioni dei «blocchi e dei fuori mercato», di cui all'art. 11 del suddetto Regolamento Consob 11768/98) con lo scopo di creare maggiore concorrenza fra le diverse piattaforme al fine di far scendere i prezzi per gli investitori con un prevedibile incremento dell'offerta dei servizi di negoziazione.



In cosa consisteva il principio di concentrazione degli scambi?

Il **principio di concentrazione degli scambi** consisteva nell'obbligo degli intermediari autorizzati di eseguire o far eseguire le negoziazioni degli strumenti trattati nei mercati regolamentati italiani esclusivamente nella borsa valori, nell'allora Mercato Ristretto e negli altri mercati autorizzati o riconosciuti dalla Consob. Di conseguenza ciascuna società di gestione, doveva

rendere noto, entro il 30 aprile e il 31 ottobre di ogni anno, l'elenco degli strumenti finanziari trattati, con l'indicazione del relativo controvalore scambiato nei semestri decorrenti dal 1° giugno e dal 1° dicembre.

Nella vigenza della L. 1/91, le SIM avevano l'*obbligo di eseguire le negoziazioni dei valori mobiliari trattati nei mercati regolamentati esclusivamente in detti mercati.*

Tale obbligo veniva esteso a chiunque ricevesse, nello svolgimento della propria professione, l'incarico di negoziare valori mobiliari trattati, nonché alle società di gestione di fondi comuni d'investimento e alle banche limitatamente all'attività di negoziazione ad esse consentita.

Anche se esistevano delle *deroghe* all'obbligo di concentrazione, queste erano sottoposte a notevoli *vincoli*, quali l'autorizzazione scritta del cliente, la finalità di spuntare un miglior risultato economico etc.

L'obbligo in questione perseguiva lo scopo di convogliare sui mercati regolamentati la massima quota della domanda e dell'offerta di un determinato strumento finanziario in modo da renderne elevata la cd. *efficienza in senso valutativo.*

Senonché con l'attuazione delle direttive comunitarie e la realizzazione di un mercato unico dei servizi d'investimento, l'incremento del livello di competitività, conseguente alla possibilità che un titolo fosse trattato su più mercati nello stesso momento, rese incongruente il principio della concentrazione.

In tal senso il decreto Eurosim (art. 21), *abrogata* la norma della L. 1/91 sull'obbligo di concentrazione, dava facoltà alla Consob di disciplinare «le ipotesi in cui le negoziazioni degli strumenti finanziari, trattati nei mercati regolamentati italiani dovessero essere eseguite nei mercati regolamentati», determinando la **caducazione di un obbligo generale di concentrazione.**

Tuttavia la Consob nel dare attuazione alla norma dell'Eurosim con delib. 10-12-1996, n. 10358, optò per *la conservazione del principio di concentrazione secondo le regole della L. 1/91.*

Tale disciplina avrebbe dovuto avere *efficacia transitoria*, essendo applicabile sino a dicembre 1997; entro tale data la Consob, valutati gli effetti del provvedimento, avrebbe potuto dettare una nuova disciplina dell'obbligo di concentrazione.

.....

Senonché con delib. 22-12-1997, n. 11134, l'autorità di vigilanza *prorogava* la disciplina contenuta nella delib. 10358/96 sino al 31-12-1998.

Successivamente il *Tuf* ha riproposto in modo sostanzialmente conforme la disciplina dell'obbligo di concentrazione (art. 25), fino a che la Consob, con la delib. 27-10-2007, n. 16191, ha stabilito nuovamente la *caducazione del principio dell'obbligo di concentrazione.*

3. REGISTRAZIONE DELLE OPERAZIONI ESEGUITE NEI MERCATI REGOLAMENTATI

L'art. 65 del Tuf demanda alla Consob di disciplinare con proprio regolamento:

- le modalità di *registrazione presso le società di gestione delle operazioni eseguite su strumenti finanziari ammessi a negoziazione nei mercati regolamentati da essa gestiti*;
- il contenuto, i termini e le modalità di comunicazione all'autorità di vigilanza da parte degli intermediari che operano su strumenti finanziari negoziati sui mercati regolamentati.

La Consob, inoltre, quando ciò sia necessario al fine di assicurare la tutela degli investitori, può estendere gli obblighi di comunicazione suddetti anche a strumenti finanziari non ammessi alla negoziazione nei mercati regolamentati (art. 65, c. 2 Tuf).

Secondo quanto disposto dall'autorità di vigilanza (delib. 16191/2007) gli obblighi di registrazione delle operazioni su strumenti finanziari gravano sulla **società di gestione del mercato** regolamentato nel quale dette operazioni sono concluse.

In particolare, l'art. 15 della delib. 16191/2007 dispone che la società di gestione istituisce per ogni singolo mercato regolamentato *procedure elettroniche per la registrazione delle operazioni* effettuate nei mercati stessi, con l'obbligo di conservare tali registrazioni per un *periodo non inferiore ad otto anni*.



Qual è il contenuto minimo delle registrazioni?

Lo stesso articolo, inoltre, disciplina il *contenuto minimo delle registrazioni*, che deve individuare per ogni singola operazione:

- le generalità degli intermediari;
- il tipo di operazione;
- l'oggetto dell'operazione;
- la quantità;
- il prezzo unitario;
- la data e l'ora di esecuzione dell'operazione.

Le informazioni sugli intermediari parti dell'operazione e sulla tipologia di quest'ultima possono essere acquisite, oltre che dalle società di gestione, *soltanto dalla Consob* la quale può comunque, avvalendosi delle procedure elettroniche di registrazione, effettuare in ogni momento *ricerche* su ogni singolo strumento finanziario, operazione o intermediario.

Tutte le altre informazioni, invece, sono accessibili dal mercato, cioè liberamente consultabili dal pubblico dei risparmiatori e degli intermediari.

4. SISTEMI DI NEGOZIAZIONE DIVERSI DAI MERCATI REGOLAMENTATI

A) Dai Mercati non regolamentati ai sistemi multilaterali

Il D.Lgs. 164/2007, attuativo della direttiva MIFID, ha praticamente riscritto il capo II del Tuf, a cominciare dal titolo: «Sistemi di negoziazione diversi dai mercati regolamentati» che ha sostituito quello precedente di «mercati non regolamentati».

I *mercati non regolamentati* (cd. *mercati over the counter* o *mercati OTC*) rappresentano sistemi di negoziazione *alternativi* ai mercati regolamentati, ma altrettanto importanti dal punto di vista delle transazioni che vi sono effettuate.

Nei mercati non regolamentati le negoziazioni non hanno carattere di ufficialità ed i prezzi che vengono a formarsi sono rilevati senza l'intervento degli organi istituzionali.

Per tali mercati manca un organismo che si assume la gestione sistematica del funzionamento degli scambi sicché, in assenza di una regolamentazione ad hoc, essi sono demandati alle trattative dirette degli operatori.

In pratica, dunque, con l'espressione «mercati non regolamentati» si suole indicare tutte le negoziazioni che avvengono **fuori borsa**.

Con l'avvento della direttiva MIFID, non si parla più, dunque, di **scambi organizzati di strumenti finanziari**, bensì di sistemi multilaterali di negoziazione (art. 77-bis), di internalizzatori sistematici (art. 78) e sistemi multilaterali di scambio di depositi monetari in euro (art. 79).

Per scambi organizzati si intende una particolare modalità di negoziazione che, pur non essendo equiparabile a quella dei mercati regolamentati, vi assomiglia per la presenza di alcune minime regole gestionali.

Nella comunicazione 24-12-1998, n. 98097747, la Consob fornisce un'apposita nozione di scambi organizzati, scambi caratterizzati:

- da un'organizzazione, cioè da un insieme di regole e di strutture, anche automatizzate, operanti in via continuativa o periodica;
- dall'attività, consistente nella raccolta e diffusione delle proposte di negoziazione di strumenti finanziari e nell'esecuzione di dette proposte con le modalità previste dal sistema.



Cosa sono i sistemi multilaterali di negoziazione?

Per «**sistemi multilaterali di negoziazione**» si intende un complesso di scambi che consentono l'incontro, al loro interno ed in base a regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti.

La Consob stabilisce i *requisiti minimi di funzionamento* dei sistemi multilaterali di negoziazione, in materia di:

- processo di negoziazione e finalizzazione di operazioni;
- ammissione di strumenti finanziari;
- informazioni fornite al pubblico e agli utenti;
- accesso al sistema;
- controllo dell'ottemperanza da parte degli utenti delle regole del sistema.

L'autorità di vigilanza, inoltre, può chiedere ai soggetti che gestiscono un sistema multilaterale di negoziazione l'esclusione o la sospensione degli strumenti finanziari dalle negoziazioni sul sistema nonché tutte le informazioni che ritenga utili, vigilando affinché le regole e le procedure adottate siano conformi alle disposizioni comunitarie.

Se si tratta di sistemi all'ingrosso di titoli di Stato, i provvedimenti di cui sopra sono adottati dal Ministero dell'economia e delle finanze, sentita la Banca d'Italia. In questo caso, l'organo deputato a vigilare è la Banca d'Italia, sentita la Consob.

L'art. 19 delib. Consob 16191/2007 predispose una serie di regole e procedure, trasparenti e non discrezionali, che i soggetti abilitati e le società che gestiscono un sistema multilaterale devono mantenere per garantire un processo di negoziazione equo e ordinato e un'esecuzione efficace degli ordini, basata su criteri obiettivi.

Tali soggetti inoltre, provvedono a fornire informazioni accessibili al pubblico sufficienti per consentire agli utenti di emettere un giudizio in materia di investimenti, nonché informano chiaramente questi ultimi delle rispettive responsabilità per quanto concerne il regolamento delle operazioni effettuate nel sistema.

Infine controllano le operazioni effettuate dagli utenti nell'ambito dei propri sistemi per identificare le infrazioni delle regole, le condizioni di negoziazione anormali o i comportamenti riconducibili ad abusi di mercato. Qualora vengano rilevate infrazioni significative, queste vengono comunicate senza indugio all'autorità di vigilanza.

A tal proposito, il successivo art. 20 prevede poi una serie di obblighi di comunicazione alla Consob da parte dei soggetti abilitati che gestiscono un sistema multilaterale di negoziazione, tra cui:

- l'elenco degli strumenti finanziari e degli operatori ammessi alla negoziazione;
- le regole di funzionamento del sistema;
- le procedure di vigilanza adottate per assicurare l'integrità del sistema e l'ordinato svolgimento delle negoziazioni.

B) Gli internalizzatori sistematici

Il D.Lgs. 164/2007, attuativo della direttiva MIFID, modificando profondamente il Tuf, ha introdotto la figura dell'«internalizzatore sistematico» ossia di un *soggetto che in modo organizzato, frequente e sistematico negozia per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione.*

La Consob stabilisce con proprio regolamento i criteri per individuare tali soggetti e disciplinare i loro obblighi in materia di pubblicazione di quotazioni, esecuzione di ordini e accesso alle quotazioni (art. 78 Tuf).

In base all'art. 21 delibera Consob 16191/2007, i soggetti che decidono di intraprendere l'attività di internalizzazione sistematica, fermi restando gli obblighi d'informazione nei confronti degli eventuali loro committenti, comunicano all'autorità di vigilanza, almeno 15 giorni prima dell'avvio dell'attività:

- ogni documento utile dal quale emerga chiaramente la natura della stessa e il personale impiegato;
- gli strumenti finanziari sui quali intendono svolgere l'attività nonché la data di avvio;
- gli investitori che possono accedere alle quotazioni;
- il canale di diffusione delle informazioni utilizzato per la pubblicazione delle quotazioni e dei contratti conclusi.

Attraverso tale canale gli internalizzatori sistematici comunicano senza indugio all'autorità di vigilanza l'avvenuta pubblicazione della decisione di cessare l'attività per uno o più strumenti finanziari.

La Consob, dal canto suo, può chiedere agli internalizzatori sistematici l'esclusione o la sospensione degli scambi su strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni sui mercati regolamentati.

Sono previste, infine, procedure elettroniche di registrazione delle operazioni su strumenti finanziari, da parte degli internalizzatori sistematici: tali registrazioni vanno conservate per un periodo non inferiore a 5 anni, per permettere alla Consob di effettuare in ogni momento indagini ispettive.

C) Sistemi multilaterali di scambio di depositi monetari in euro

Infine, l'art. 79 Tuf fa riferimento ai sistemi multilaterali di scambio di depositi monetari in euro (quelli che fino a qualche tempo fa venivano chiamati **scambi organizzati di fondi interbancari**), sui quali vigila la *Banca d'Italia* per garantirne l'efficienza ed il buon funzionamento.

Si tratta, in questo caso, di «sistemi» con cui avvengono i prestiti a breve termine, o più in generale scambi di strumenti monetari finalizzati ad esigenze di liquidità, *tra soggetti gestori* (banche). In Italia è operativo, dal 1989, il MID cioè il Mercato interbancario dei depositi.

Agli scambi di fondi interbancari *non si applica* la disciplina dei sistemi multilaterali di negoziazione di cui all'art. 77-bis Tuf.

Tuttavia, la Banca d'Italia può richiedere dati e notizie, atti e documenti, sia ai soggetti gestori, sia agli operatori che intervengono nelle contrattazioni.

Sono quindi soggetti alla vigilanza informativa della Banca d'Italia non solo le banche, ma tutti i soggetti che a vario titolo partecipano al sistema.

5. OBBLIGHI DI SEGNALAZIONE ALLA CONSOB DELLE OPERAZIONI SU STRUMENTI FINANZIARI AMMESSI A NEGOZIAZIONE NEI MERCATI REGOLAMENTATI

La delibera Consob 16191/2007 prevede una serie di *obblighi informativi* a carico dei soggetti abilitati che effettuano operazioni su strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato.

Quali informazioni i soggetti abilitati devono segnalare obbligatoriamente alla Consob?

Tali soggetti devono comunicare alla Consob il più rapidamente possibile e, al più tardi, *entro la fine del giorno lavorativo seguente*, le seguenti informazioni:

- codice identificativo del soggetto che effettua la comunicazione;
- data e ora di esecuzione dell'operazione;
- tipo di operazione (se in acquisto o in vendita);
- indicazione se l'operazione è stata conclusa per conto proprio o per conto, e nell'interesse, cliente;
- codice identificativo dello strumento finanziario oggetto dell'operazione;
- prezzo unitario, al netto delle eventuali commissioni;
- quantità;
- controparte dell'operazione.

Tale obbligo si applica anche alle operazioni effettuate al di fuori di un mercato regolamentato.

6. MERCATI ESTERI RICONOSCIUTI E COLLEGAMENTI TELEMATICI

Ai sensi dell'art. 67 Tuf la Consob può **riconoscere** i mercati regolamentati istituiti in altri Stati dell'UE. In tale ipotesi essi sono iscritti in un'apposita **sezione** dell'elenco dei mercati regolamentati tenuto dall'autorità di vigilanza.

Il riconoscimento può essere esteso anche ai mercati regolamentati extracomunitari, previo accordo tra la Consob e l'autorità di vigilanza estera su detti mercati.

Sui mercati esteri riconosciuti (sia comunitari che extracomunitari) sono *abilitati a negoziare* le SIM e le banche italiane autorizzate al servizio di negoziazione per conto proprio e di esecuzione di ordini per conto dei clienti (art. 25 Tuf).

Al fine di assicurare la trasparenza, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori, la Consob può stipulare accordi con le autorità di vigilanza dello Stato di origine per quei mercati regolamentati comunitari che abbiano acquisito, a suo giudizio, un'importanza sostanziale per il funzionamento del mercato finanziario italiano e la tutela degli investitori in Italia.

Per i mercati all'ingrosso di titoli di Stato tali compiti sono attribuiti alla Banca d'Italia.

In conseguenza dell'operatività di detti mercati sul territorio italiano, la Consob (o la Banca d'Italia secondo le rispettive competenze) può esercitare i seguenti *poteri*:

- accertare che le informazioni diffuse dal mercato, le modalità di formazione dei prezzi, le modalità di liquidazione dei contratti e le norme di vigilanza siano analoghe a quelle operanti in Italia;
- verificare che sia in ogni caso garantito un adeguato livello di tutela degli investitori.

Le società di gestione che intendono estendere l'operatività dei mercati regolamentati da esse gestiti in altri Stati comunitari ne danno comunicazione preventiva alla Consob la quale, a sua volta ne informa, nel rispetto delle disposizioni comunitarie, l'autorità competente dello Stato membro in cui il mercato regolamentato intende operare.

Per i mercati all'ingrosso di titoli di Stato, la comunicazione preventiva è data alla Banca d'Italia, che ne informa l'autorità competente dello Stato membro interessato e la Consob.

Secondo quanto disposto in sede regolamentare (art. 35 delibera Consob 16191/2007) le società di gestione comunicano alla Consob (entro 5 giorni dall'inizio dell'operatività degli stessi) la realizzazione di collegamenti con i mercati esteri.

La comunicazione deve fornire, tra l'altro, le seguenti *informazioni*:

- dichiarante (società di gestione del mercato) e denominazione del mercato regolamentato o del sistema di scambi organizzati, gestito dal dichiarante;
- mercato estero con cui è realizzato il collegamento telematico;
- descrizione delle modalità tecniche di realizzazione del collegamento telematico;
- data di inizio (di cessazione) dell'operatività del collegamento telematico;
- soggetto che gestisce il mercato estero con cui è realizzato il collegamento telematico;
- categorie di strumenti finanziari negoziati nel mercato estero con cui è realizzato il collegamento telematico;
- autorità dello Stato di origine del mercato estero con cui è realizzato il collegamento telematico competente in materia di vigilanza.

In seguito all'attivazione di un collegamento con un mercato estero riconosciuto, è fatto obbligo ai soggetti abilitati di trasmettere alla Consob una **comunicazione** riportante determinate informazioni. Una analoga comunicazione deve essere trasmessa in caso di cessazione dell'operatività del collegamento telematico.

7. LA VIGILANZA SUI MERCATI

Nel quadro normativo dei mercati regolamentati risultante dalle innovazioni introdotte dal Tuf, tali mercati operano secondo un modello di *self regulation*, caratterizzato dal fatto che *la disciplina e le regole di funzionamento vengono definite dalla stessa società che istituisce e gestisce i mercati*.

Tuttavia non si tratta di un'assoluta autoregolamentazione, né di un'operatività sottratta a qualsiasi controllo pubblico.

In primo luogo, infatti, la disciplina del mercato deliberata dalla società di gestione è soggetta all'*approvazione della Consob* che deve valutare l'idoneità ad assicurare «la trasparenza del mercato, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori».

In secondo luogo la Consob definisce, in via generale, i *parametri strutturali e operativi* che la società di gestione del mercato deve soddisfare.

Infine resta la competenza dell'autorità a *vigilare sui mercati regolamentati*, vigilanza che risponde alle medesime finalità di *tutela del mercato e degli investitori*.

La **vigilanza della Consob** è svolta in specie:

- 1) nei confronti della **società di gestione del mercato**, verificando il possesso dei requisiti richiesti per l'iscrizione nel relativo Albo. La Consob, inoltre, ha il potere di chiedere alla società di gestione la comunicazione anche periodica di dati, notizie, atti e documenti (*vigilanza informativa*) e il potere di effettuare ispezioni presso tali società anche richiedendo l'esibizione di documenti o compiendo gli atti necessari (*vigilanza ispettiva*);
- 2) nei confronti del **mercato**, approvandone i regolamenti deliberati dalla società di gestione. Inoltre la Consob, in casi di necessità e urgenza, può adottare i *provvedimenti necessari*, anche sostituendosi alla società di gestione.

La Consob ha il potere di adottare, ai sensi dell'art. 75 Tuf, dei provvedimenti straordinari a tutela del mercato in caso di gravi irregolarità nella gestione dello stesso o di crisi della società di gestione (cfr. Cap. Quarto, § 4);

- 3) nei confronti dei gestori di **sistemi di compensazione, liquidazione e garanzia** (cd. *settlement e netting*) delle operazioni concluse nei mercati ufficiali, relativamente ai mercati a contante e a quelli ove si negoziano strumenti finanziari derivati. È oggetto della vigilanza sia il gestore del sistema che l'operatività di quest'ultimo dove eventuali episodi di disfunzione rischierebbero di produrre gravissime conseguenze a catena (cd. *rischio sistemico*). Per questo motivo, oltre che alla Consob, la funzione di vigilanza è attribuita anche alla **Banca d'Italia**. Tali autorità esercitano poteri di vigilanza informativa (richiesta di dati e notizie, atti e documenti) ed ispettiva su tutti i soggetti che, a vario titolo, operano su detti sistemi, e cioè i gestori, i negozianti e gli operatori che vi aderiscono. Tuttavia, in caso di necessità e urgenza, solo la Banca d'Italia è abilitata ad intervenire adottando i provvedimenti necessari, anche in sostituzione della società di gestione del sistema.

Fermo restando i poteri della Consob, *la vigilanza sui mercati all'ingrosso di titoli di Stato e sulla società di gestione* di detti mercati è esercitata dalla **Banca d'Italia** che si avvale di poteri analoghi a quelli della Consob (art. 76 Tuf).