

SEZIONE PRIMA

I MERCATI FINANZIARI

Capitolo Primo

I mercati regolamentati

1. IL QUADRO NORMATIVO

All'interno della comunità internazionale, orientata verso modelli di mercato che garantiscano agli investitori **efficienza e trasparenza** nel rispetto della libera concorrenza, il quadro normativo italiano si sviluppa in un ambito europeo. Le **direttive europee** che sono seguite, soprattutto nel corso degli ultimi quindici-vent'anni, hanno influito sul nostro sistema in modo determinante, armonizzando **regole di comportamento e modelli organizzativi** che stanno alla base delle attività svolte sui mercati finanziari dalle banche, dagli intermediari finanziari e da altre importanti istituzioni del settore.

Ricordiamo come esempi di momenti evolutivi del nostro sistema, la regolazione dei principi di **mutuo riconoscimento**, della privatizzazione della borsa valori in un contesto di **pluralità di mercati regolamentati**, nuove e più coordinate procedure per lo svolgimento di attività e di prestazione di servizi di investimento da parte dei soggetti abilitati. La realizzazione di un mercato finanziario unico europeo, richiede inoltre un impegnativo coordinamento delle attività di **vigilanza** atte a tutelare **l'integrità dei mercati**.

La struttura normativa riferita ai mercati è individuata nella **parte terza del Testo unico della Finanza** (Disciplina dei mercati e della gestione accentrata di strumenti finanziari). Anche questa parte ha subito le modifiche conseguenti al recepimento, a livello nazionale, della direttiva 2004/39/CE, meglio nota con l'acronimo inglese **MIFID** (*Market in Financial Instruments Directive*).

Numerosi sono i rinvii, stabiliti dal legislatore, alla **normativa secondaria** predisposta dalla Banca d'Italia, dalla Consob e dal Ministero dell'Economia e Finanze (art. 61 del Tuf). Nel **Regolamento Consob 16191/07** relativo ai mercati sono, infatti, contenute le norme di attuazione del Tuf.

La MiFID ha tra i suoi obiettivi principali quello di creare un ambiente finanziario *competitivo ed armonizzato* per i mercati regolamentati, le imprese di investimento nonché quello di rafforzare la protezione degli investitori (*best execution*), *l'efficienza e l'integrità dei mercati finanziari* stessi, favorendo una maggiore *trasparenza ed integrazione* delle infrastrutture di negoziazione.

In particolare, essa ha introdotto, nel quadro normativo dei mercati, alcune **modifiche**.

Le principali sono:

- l'eliminazione dell'obbligo di *concentrare gli scambi* degli strumenti finanziari sui mercati regolamentati;
- le nuove figure di *trading venues*, rappresentate dai mercati regolamentati, i sistemi multilaterali di negoziazione (*multilateral trading facilities* -MTF) e gli internalizzatori sistematici;
- le regole di **trasparenza pre-trade e post-trade** delle informazioni di mercato;
- specifiche previsioni per l'**ammissione degli strumenti finanziari** sui mercati regolamentati;
- le regole per l' **ammissione degli operatori** ai mercati regolamentati ed agli MTF;
- la disciplina delle comunicazioni delle operazioni alle autorità competenti (*transaction reporting*);
- la disciplina applicabile ai sistemi di *clearing e settlement*.

2. IL MERCATO DEI CAPITALI

Il mercato degli strumenti finanziari fa parte dell'ampio **mercato dei capitali**, che costituisce *l'insieme delle emissioni e delle negoziazioni di titoli rappresentativi di prestiti monetari e di finanziamenti, con vincolo di credito e/o di capitale*.

È tuttavia un mercato che si articola diversamente a seconda dei criteri con cui viene considerato.

Tenendo conto della *vita dei titoli* si ha:

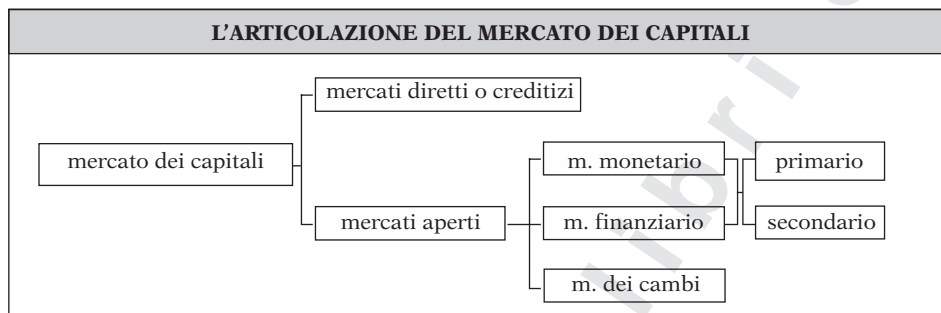
- **mercato primario**, in cui vengono offerti in sottoscrizione i titoli di nuova emissione. Rappresentano operazioni del mercato primario le IPO (*Initial public offert*), le offerte pubbliche di vendita e scambio e le operazioni di aumento del capitale con emissione di nuove azioni offerte in sottoscrizione;
- **mercato secondario**, in cui avvengono le operazioni di scambio di titoli già collocati presso gli investitori.

Relativamente alla *scadenza delle operazioni* si ha:

- il **mercato monetario**, cioè il complesso delle negoziazioni di prestiti a breve scadenza (generalmente di durata inferiore ai 12 mesi e non superiore ai 18). Vi si fa ricorso soprattutto per soddisfare esigenze di tesoreria;
- il **mercato finanziario**, ossia l'insieme delle negoziazioni aventi per oggetto titoli di finanziamento a medio-lungo termine e/o titoli di capitale. Scopo degli operatori è il reperimento di fondi per soddisfare un fabbisogno consolidato. Il mercato finanziario a sua volta si suddivide in:
 - **mercato dei mutui**, avente ad oggetto titoli rappresentativi di finanziamento con vincolo di credito, assistiti da contratti di mutuo;
 - **mercato mobiliare**, comprendente l'insieme dei prestiti a medio lungo termine (superiore ai 18 mesi) e dei finanziamenti con vincolo di capitale. Il termine «mobiliare», attribuito a tale mercato, rispecchia la propensione dei titoli in esso contrattati alla circolazione, con il conseguente trasferimento della titolarità dei diritti ed obblighi in essi incorporati.

Secondo le *modalità d'incontro della domanda con l'offerta* di finanziamenti e della negoziazione degli elementi contrattuali si ha:

- **mercati diretti o creditizi**, in cui tutto avviene direttamente fra le parti contraenti;
- **mercati aperti**, in cui operano gli intermediari finanziari e le negoziazioni sono impersonali, con strumenti standardizzati e regole predeterminate.



3. TIPOLOGIA DEI MERCATI FINANZIARI

In relazione alle forme di organizzazione, ai costi di informazione, ai costi di transazione ed alla pubblicità dei prezzi, si distinguono quattro tipi di mercati finanziari:

- **mercati a ricerca autonoma**: sono detti anche «con ricerca diretta della controparte»; rappresentano la forma più elementare di mercato e non prevedono un'organizzazione formale. In essi non vi sono operatori professionali ad assistere compratori e venditori e si dice che, in questi casi, «il titolo non ha mercato».

Tutti i costi di informazione e di transazione sono sopportati direttamente dai contraenti; non è assicurata la possibilità di individuare tutte le controparti possibili, i volumi delle operazioni sono scarsi ed occasionali ed i prezzi sono poco indicativi;

- **mercati di broker**: il *broker* è un mediatore che non opera in proprio ma ricerca la controparte per il cliente; compra e vende titoli per suo conto (addebitandogli una provvigione) e favorisce l'incontro fra ordini di segno opposto, ma non garantisce la loro esecuzione;
- **mercati di dealer** o più esattamente:
 - di *dealers/underwriters* nel mercato primario, i quali garantiscono il collocamento dei titoli sottoscrivendoli ed assumendo il rischio del prezzo di emissione;
 - di *dealers* e di *market makers* nel mercato secondario.

Il *dealer*, acquistando in proprio titoli da ricollocare, assume una *posizione in titoli* dalla quale deriva un rischio che ha come contropartita il profitto.

Compensando le sfasature fra domanda e offerta, il *dealer* garantisce alle controparti il buon fine delle operazioni ad un prezzo stabilito.

Quando si impegna a formulare sistematicamente proposte di acquisto o di vendita su un dato titolo, il *dealer* è un *market maker* e la sua attività accresce la liquidità del mercato;

— **mercati ad asta**: sono caratterizzati da procedure standardizzate e rappresentano il tipo di mercato più evoluto.

In Italia sono mercati ad asta il mercato primario dei titoli di Stato (*aste marginali* ed *aste competitive*, a seconda del tipo di titolo di Stato) e la generalità dei mercati regolamentati.

In relazione alle tecniche di contrattazione, si distinguono due tipi di asta:

- l'**asta a chiamata**, nella quale il prezzo si forma in seguito alle contrattazioni per chiamata effettuata dal banditore;
- l'**asta continua**, in cui le negoziazioni avvengono contemporaneamente per i vari titoli con determinazione immediata dei prezzi ufficiali che sono resi noti agli operatori in tempo reale. L'*asta continua*, collaudata da tempo nei mercati più avanzati, rappresenta il sistema di negoziazione più evoluto.

4. IL MERCATO MONETARIO E IL MERCATO DEI CAMBI

A) Il mercato monetario

Il mercato monetario è l'insieme delle contrattazioni realizzate da:

- **operatori in surplus monetari** che desiderano impiegare le temporanee eccedenze di tesoreria a scadenza ravvicinata con adeguati rendimenti (anche se scambi in attività finanziarie a breve e brevissima scadenza avvengono spesso anche con eccedenze più stabili per i vantaggi offerti da situazioni di elevato rendimento degli impieghi a breve termine);
- **operatori in deficit monetari** che, dovendo far fronte a squilibri della propria tesoreria, cercano di procurarsi le risorse finanziarie atte alla copertura del fabbisogno finanziario generato dal loro patrimonio circolante.

Attivi operatori sul mercato monetario come richiedenti - offerenti risorse sono:

- il **Tesoro**, ora nella veste del **Ministero dell'Economia e delle Finanze**, che, per coprire i propri fabbisogni fluttuanti di cassa, emette *titoli a breve* (BOT);
- **le banche**, che si procurano risorse allocando attività monetarie quali *certificati di deposito* (titoli rappresentativi di depositi fruttiferi presso banche), accettazioni *bancarie* (tratte emesse da imprese su una banca), *carta finanziaria* (pagherò a breve firmati da importanti imprese collocati sul mercato secondario tramite intermediari specializzati), *commercial paper* (riconoscimenti di debito), *pronti contro termine* (vendita a pronti di titoli contro un acquisto a termine o viceversa a prezzo prefissato) e offrono risorse per agevolare la gestione della tesoreria a famiglie e imprese. Al mercato monetario appartiene anche il *mercato interbancario* in cui le banche cedono a altre banche il loro temporaneo surplus di liquidità, anche per scadenze brevissime a un tasso interbancario alto in periodi di bassa liquidità e viceversa;
- **gli investitori istituzionali** (società o enti che per legge o vincoli statuari effettuano sistematicamente investimenti nel mercato dei capitali) quali le

società di assicurazione, i fondi comuni d'investimento etc. e gli intermediari finanziari quali SIM, società fiduciarie etc. che acquistano valori monetari per conto dei propri clienti, la Banca d'Italia per controllo della liquidità del sistema monetario nazionale;

- **le aziende imprese**, offerenti e richiedenti risorse finanziarie secondo le alterne vicende della propria situazione di tesoreria;
- **le famiglie**, soprattutto come offerenti risorse, disponibili all'investimento nelle più diverse forme e scadenze (le famiglie, le aziende in temporaneo surplus rappresentano i cosiddetti investitori occasionali).

I **prezzi** che risultano dall'incontro della complessiva domanda e offerta degli strumenti del mercato monetario sono piuttosto *significativi* a motivo della concentrazione, impersonalità, continuità degli scambi intercorsi per entità piuttosto rilevanti. Data la natura degli emittenti e la breve scadenza, gli strumenti del mercato monetario presentano per gli investitori *scarsi rischi*.

B) Il mercato dei cambi

Il mercato dei cambi è l'insieme delle operazioni con le quali le valute estere sono scambiate contro moneta nazionale o contro altre valute estere nei centri cambi di tutto il mondo; in esso si formano prezzi denominati «*tassi di cambio*».

Il mercato dei cambi si caratterizza per essere un mercato:

- **ideale**, poiché non corrisponde a un particolare luogo fisico, bensì a una rete di collegamenti telematici fra i centri cambi (dealing rooms) di tutto il mondo dai quali si possono desumere i prezzi fatti dai diversi operatori e concludere in tempo reale la contrattazione ritenuta opportuna;
- piuttosto **rischioso**, data la volatilità dei prezzi che vi si formano in relazione alle diverse attività, e tale da richiedere agli operatori professionalità e specifica competenza;
- **prevalentemente bancario**, essendo compito delle banche quotare in modo continuo tutte le valute oggetto di contrattazione, frazionare le unità minime di contrattazione previste per le diverse valute in base alle esigenze della clientela;
- **globale e unitario**, in quanto la rete di telecomunicazioni estesa a tutti gli operatori garantisce trasparenza e pubblicità dei prezzi a livello mondiale; si possono quindi conoscere in ogni istante i prezzi fatti e si può operare in ogni parte del mondo annullando istantaneamente eventuali disparità di prezzo (le quotazioni tendono cioè ad allinearsi) per cui i cambi tendono a essere *equivalenti* su tutte le piazze finanziarie;
- **basato sulla fiducia**, in quanto operazioni di importi considerevoli, addebiti e accrediti sui conti di corrispondenza che le banche intrattengono fra loro, sono conclusi attraverso la telefonata di una controparte (cui farà seguito un telex o un messaggio *swift*); la notizia dell'eventuale comportamento scorretto di qualche operatore, pur non potendo provocare alcuna sanzione, ne comporta la futura esclusione dal mercato.

I principali **operatori del mercato** dei cambi sono:

- **le aziende**, per le operazioni commerciali che originano posizioni di debito/credito con controparti estere e per operazioni finanziarie riguardanti prestiti concessi a terzi o ottenuti da terzi;
- **gli investitori nazionali** in genere (imprese, risparmiatori) che operano sui mercati esteri e investitori esteri che operano sul mercato nazionale (investimenti di portafoglio);
- **le banche** che operano in contropartita degli operatori non bancari e per conto proprio.

Tutti, inoltre, possono operare per sfruttare situazioni ritenute favorevoli, ossia per speculare sui movimenti delle valute scommettendo sul rialzo o ribasso del cambio o per coprirsi del rischio di oscillazioni sfavorevoli del cambio.

5. IL MERCATO MOBILIARE

A) Le articolazioni del mercato mobiliare

Nell'ampio contesto dei mercati finanziari il mercato mobiliare può essere definito, come *l'insieme di tutte le contrattazioni, aventi per oggetto titoli rappresentativi di capitale di rischio e di prestiti a medio e lungo termine*.

In questo **ampio mercato**, si individuano **sedi di negoziazione** diverse. Particolare rilevanza hanno i **mercati regolamentati**, che sono disciplinati da un insieme organico di regole. Queste ultime prevedono specifiche attività e **servizi** e soggetti deputati ad esercitarle (società di **gestione del mercato** – società di **gestione di controparte centrale**, di **compensazione** e di **liquidazione**).

Esiste tuttavia un mercato in cui gli strumenti finanziari sono scambiati diversamente ma sempre sotto il controllo della **Consob**. Sono i **sistemi di negoziazione diversi dai mercati regolamentati** (artt. 77bis e 78 Tuf). I sistemi multilaterali di negoziazione devono in ogni modo utilizzare **procedure conformi alle disposizioni comunitarie**. Nel Tuf sono raggruppati: i **sistemi multilaterali** di negoziazione e gli **internalizzatori sistematici** cui si aggiungono i sistemi multilaterali di **scambio di depositi monetari in euro** (art. 79 Tuf).

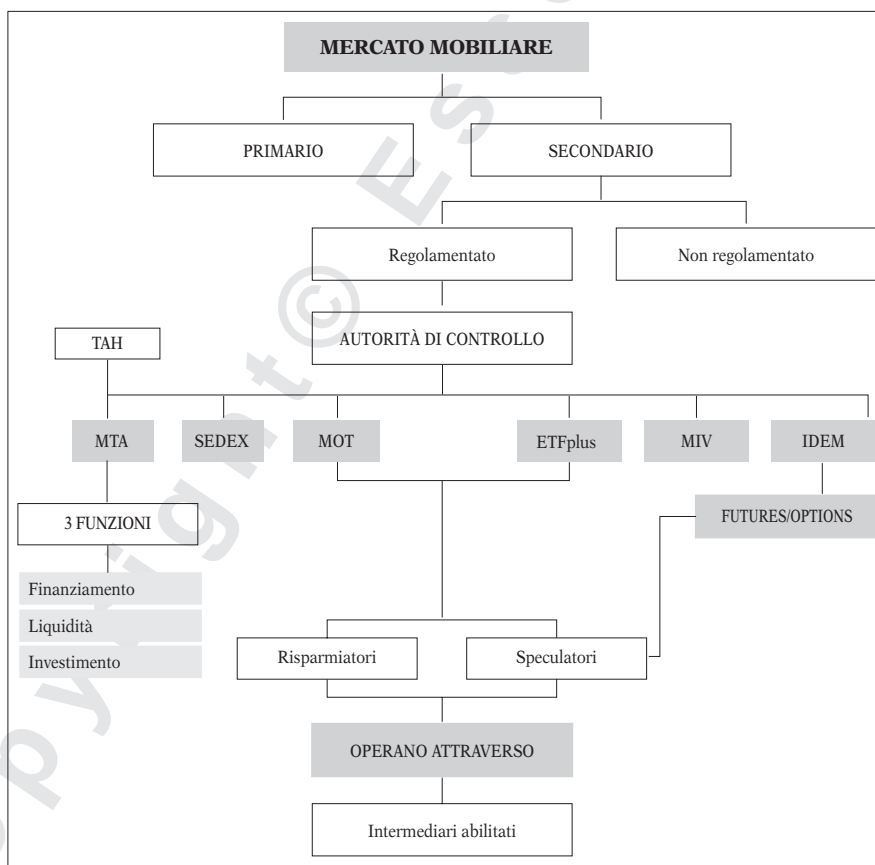
Costituiscono il mercato mobiliare italiano (delibera Consob n. 16943 del 7 luglio 2009):

- la **borsa valori**, gestita dalla **Borsa Italiana S.p.A.** e articolata nei seguenti comparti:
 - il **mercato telematico azionario (MTA)**;
 - il **mercato telematico degli OICR aperti ed ETC** («ETFplus»);
 - il **mercato telematico dei securitised derivatives (SeDex)**;
 - il **mercato del trading after hours (TAH)**, introdotto nei primi mesi del 2000, e destinato alla negoziazione oltre l'orario di chiusura del mercato ufficiale;
 - il **mercato telematico delle obbligazioni (MOT)**;
 - il **mercato telematico degli investment vehicles (MIV)** che, a far data dal 22 giugno 2009, ha sostituito il **Mercato Expandi**, nato nel 2004 in sostituzione a sua volta del **Mercato Ristretto**;

- l'**Italian derivatives market (IDEM)** avviato il 17 ottobre 1994 per le negoziazioni dei contratti uniformi a termine su strumenti finanziari collegati a valori mobiliari o ad indici;
- il **Mercato secondario all'ingrosso dei titoli di Stato o garantiti dallo Stato (MTS)**, con il comparto **Bondvision**, gestito dalla MTS S.p.A.;
- il **Mercato all'ingrosso delle obbligazioni non governative** e dei titoli emessi da organismi internazionali partecipati da Stati, anch'esso gestito dalla **MTS S.p.A.**;
- **Mercati gestiti da TLX s.p.a.**, società che organizza e gestisce mercati per la negoziazione di strumenti finanziari rivolto ad investitori non professionali. Nata nel 2002 e operativa dal 1° gennaio 2003, tale società gestisce il mercato TLX e il sistema Multilaterale di negoziazione **Euro TLX**.

Va ricordata, infine, la nascita tra la fine del 1998 e l'inizio del 1999 dell'**EURO MTS**, d'interesse transfrontaliero, controllato per il 75% dall'italiana MTS S.p.A., che è un mercato telematico per la compravendita all'ingrosso dei principali titoli di Stato europei.

L'analisi dettagliata dei singoli comparti di borsa verrà affrontata nei capitoli Sesto e Settimo.



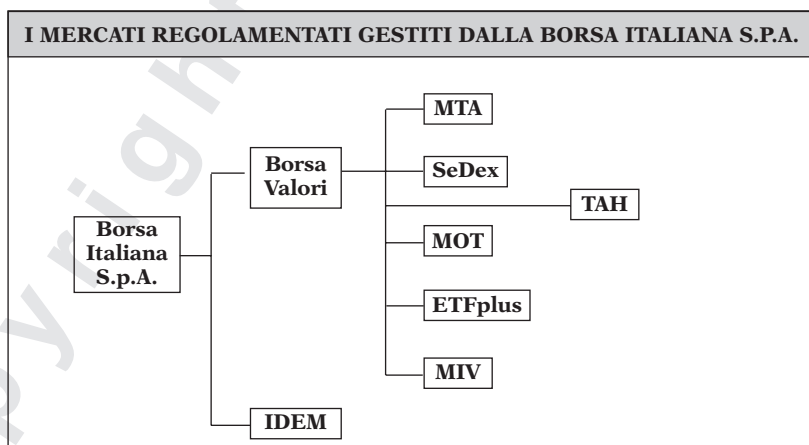
B) I fattori di efficienza del mercato mobiliare

Relativamente al mercato mobiliare, per valutarne il funzionamento, si è soliti considerare alcuni *parametri* fondamentali:

- **perfezione**, che dipende dall'omogeneità di informazioni, grazie alla quale tutti gli operatori sono in grado di conoscere, allo stesso tempo, le medesime informazioni e non devono poter condizionare, con il proprio intervento, l'andamento del mercato;
- **efficienza in senso valutativo**, ossia quando i prezzi dei titoli corrispondono al loro effettivo valore intrinseco;
- **efficienza in senso informativo**, ossia quando i prezzi dei titoli si formano sulla base delle aspettative che gli operatori, valutate le informazioni a loro disposizione, hanno sull'evoluzione futura dei titoli stessi. Il mercato risulta perfettamente efficiente, da questo punto di vista, nel caso in cui per un investitore, a parità di livello di informazione, è impossibile conseguire *performance* superiori a quelle degli altri operatori;
- **spessore**, ossia quando esistono ordini di acquisto e di vendita di titoli a prezzi prossimi a quelli negoziati in un determinato istante. Ciò evita che si formino vuoti di offerta o di domanda da cui deriverebbero eccessive oscillazioni dei prezzi;
- **ampiezza**, ossia quando gli ordini di acquisto e di vendita sono di importo consistente;
- **elasticità**, ossia la possibilità che, in relazione a temporanee fluttuazioni nei prezzi, si formino prontamente ordini di acquisto e di vendita.

Quanto più queste caratteristiche si presentano congiunte e stabili, tanto più il mercato si avvicina alle condizioni ideali di funzionamento in libera concorrenza.

Perché ciò si realizzi, tuttavia, è necessario che gli operatori dispongano sollecitamente di *informazioni* attendibili.



6. 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.

Questi principi sono evidenti nel 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 sui criteri oggettivi, che permettono l'esecuzione efficiente degli ordini, così come previsto dalla MIFID.

Infatti è il **regolamento** deliberato dalla società di gestione a determinare:

- 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*.

7. 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*.

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.

Nei confronti degli *intermediari autorizzati*, tale obbligo è disposto dall'art. 57 del regolamento Consob n. 16190 del 29 ottobre 2007, in attuazione dell'art. 65, co. 1, lett. a) del Tuf.

8. SISTEMI MULTILATERALI E INTERNALIZZATORI SISTEMATICI

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. 77bis), 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 forniva 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.

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 predispone 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.