

Introduzione

Ai sensi della L. 1/91, l'attività di organizzazione e gestione di mercati regolamentati non costituiva attività di impresa. Dunque, la grossa novità introdotta dal decreto Eurosim (D.Lgs. 415/96) è stata quella di aver disciplinato il mercato regolamentato come un'**attività di impresa** gestita da una S.p.A. (cd. **società di gestione del mercato**).

Il vantaggio della privatizzazione è stato quello di concedere *maggior competitività* al mercato borsistico italiano, in funzione della concorrenza che si creerà con il resto della Comunità europea.

Al decreto Eurosim è seguito il D.Lgs. 24-2-1998, n. 58 (Testo unico delle disposizioni in materia d'intermediazione finanziaria - Tuf) che, abrogando gran parte dei contenuti normativi del primo provvedimento, fornisce una *disciplina organica dei mercati regolamentati e dell'attività di gestione accentrata di strumenti finanziari*, la quale si presenta strumentale al funzionamento dei mercati stessi.

L'ampia riforma ha, poi, trovato completamente col recepimento, a livello nazionale, della direttiva europea 2004/39/CE, meglio nota come **direttiva MIFID**, e con l'emanazione delle **delibere Consob 16190 e 16191** del 29 ottobre 2007 che regolamentano, rispettivamente, gli *intermediari* e i *mercati*.

A partire dal 1° novembre 2007 gli operatori sono chiamati ad applicare la nuova disciplina, il cui scopo primario è di creare un **mercato unico dei servizi finanziari in Europa**, più efficiente, trasparente, competitivo, armonizzato.

Tra le novità introdotte dal legislatore comunitario vi sono:

- l'*abolizione dell'obbligo di concentrazione delle negoziazioni* sui mercati regolamentati;
- l'introduzione di *sistemi multilaterali di negoziazione*, che vanno a sostituire gli scambi organizzati di strumenti finanziari negoziati sui mercati non regolamentati (cd. *OTC, over the counter*);
- l'introduzione degli *internalizzatori sistematici*, soggetti che negoziano per conto proprio, eseguendo gli ordini dei clienti, al di fuori di un mercato regolamentato;
- il *regime di trasparenza pre e post negoziazione* per le operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari quotati;
- la cd. *manipolazione del mercato*;
- le regole per l'ammissione degli operatori ai mercati regolamentati e al *segmento MIV*;
- la disciplina delle *comunicazioni* delle operazioni alle autorità competenti;
- specifiche previsioni per l'ammissione degli strumenti finanziari sui mercati regolamentati.

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:

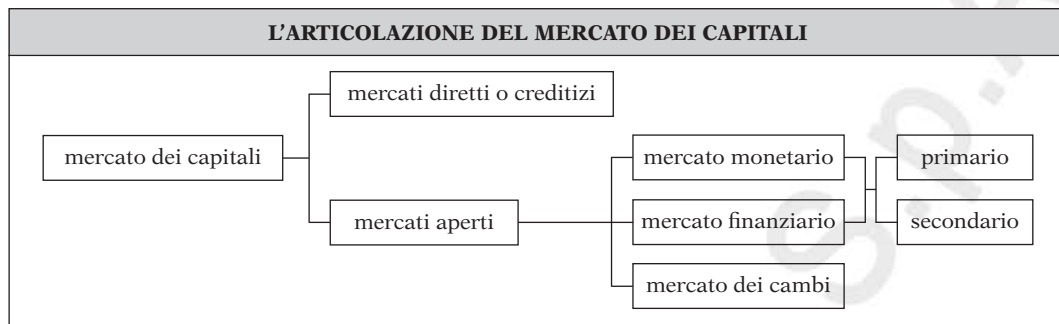
- **mercato primario**, in cui vengono offerti in sottoscrizione i titoli di nuova emissione. Rappresentano operazioni del mercato primario le IPO (*Initial public offert*), le offerte pubbliche di vendita e scambio e le operazioni di aumento del capitale con emissione di nuove azioni offerte in sottoscrizione;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

Gli strumenti di mercato monetario saranno ampiamente trattati nella Parte Seconda del volume.

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.

C) Mercato Interbancario Collateralizzato (MIC)

Per favorire una ripresa delle contrattazioni sui circuiti interbancari e una più ampia articolazione delle scadenze dei contratti, la Banca d'Italia, in collaborazione con la **società E-Mid** e con l'**ABI** (Associazione Bancaria Italiana), ha messo a punto un'iniziativa per consentire agli operatori di scambiarsi fondi minimizzando i rischi di controparte e di liquidità.

L'iniziativa poggia sulla realizzazione di un apposito **segmento del mercato** nella piattaforma di **contrattazione e-Mid**, il Mercato Interbancario Collateralizzato (**MIC**), che assicura il completo anonimato nelle contrattazioni. Esso si articola, almeno in una fase iniziale, su scadenze di una settimana e oltre e prevede una compartecipazione, entro limiti predeterminati, delle banche alla copertura del rischio. Il nuovo segmento di mercato, avviato il 2 febbraio 2009, potrebbe tuttavia continuare l'attività oltre questa data, con adeguate modifiche, allorché sul mercato monetario vi siano le condizioni. Le banche potranno partecipare al mercato entro un limite massimo correlato al patrimonio di vigilanza e, comunque, nell'ambito del valore delle garanzie conferite alla

Banca d'Italia: titoli stanziabili presso l'Eurosistema, altre attività e strumenti finanziari con specifiche caratteristiche. Nello schema di funzionamento del nuovo segmento di mercato interbancario la Banca d'Italia provvede a valutare il *collateral* prestato dalle banche, verificare che le negoziazioni rispettino limiti e condizioni fissati e assicurare il puntuale regolamento delle operazioni nel caso di inadempienza di un operatore, rivalendosi successivamente sulle garanzie conferite.

Il mercato collateralizzato è rivolto alle banche italiane; in prospettiva, potrà essere esteso agli enti creditizi comunitari che rispettino requisiti analoghi a quelli previsti per i partecipanti italiani e previa intesa con le autorità dei rispettivi paesi. Per ciascun gruppo bancario è consentita la partecipazione di una sola banca, la quale potrà comunque conferire garanzie anche di altri intermediari del medesimo gruppo. Le statistiche di mercato sono disponibili sul sito dell'e-MID (www.e-mid.it).

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 **sedì 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**).

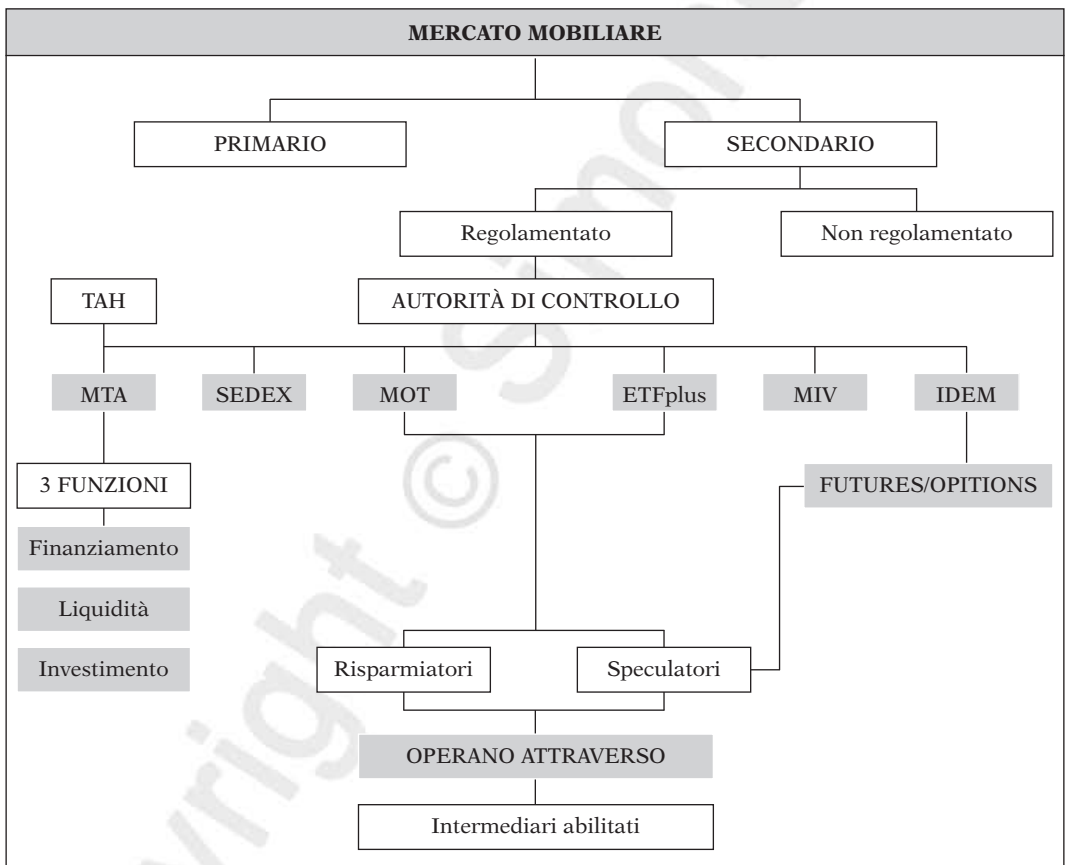
Esiste tuttavia un mercato in cui gli strumenti finanziari sono scambiati diversamente ma sempre sotto il controllo della **Consob**. Sono i **sistemi di negoziazione diversi dai mercati regolamentati** (artt. 77bis e 78 Tuf). I sistemi multilaterali di negoziazione devono in ogni modo utilizzare **procedure 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. 17143 del 26 gennaio 2010):

- 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 della presente Parte.



B) I fattori di efficienza del mercato mobiliare

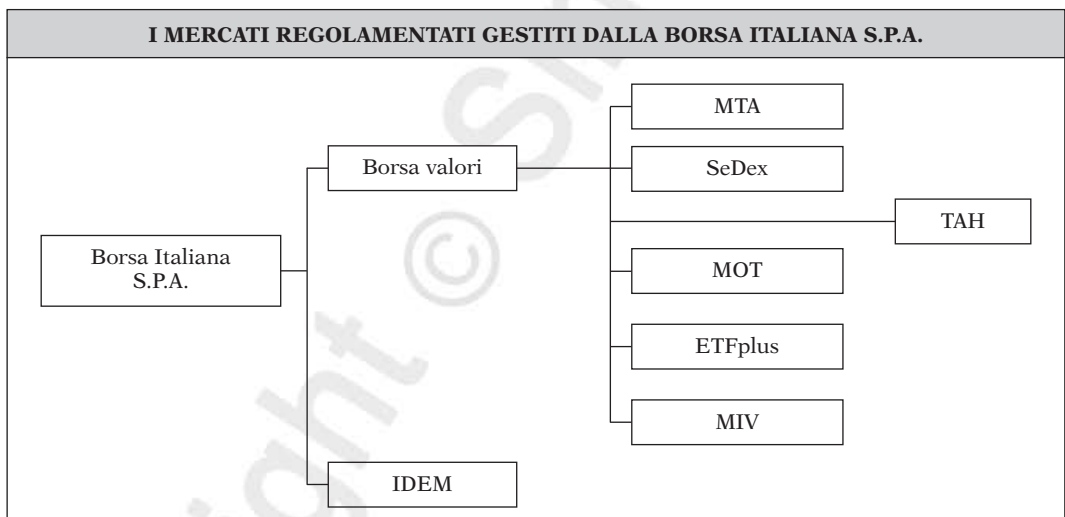
Relativamente al mercato mobiliare, per valutarne il funzionamento, si è soliti considerare alcuni *parametri* fondamentali:

- **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

L'art. 1 del Tuf definisce il **mercato regolamentato** come un *sistema multilaterale che consente o facilita l'incontro, al suo interno e in base a regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, ammessi alla negoziazione conformemente alle regole del mercato stesso, in modo da dare luogo a contratti, e che è gestito da una società di gestione, è autorizzato e funziona regolarmente.*

I mercati regolamentati sono, dunque, 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.

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.

L'organizzazione e la gestione del mercato sono disciplinate da un regolamento deliberato dall'*assemblea ordinaria o dal consiglio di sorveglianza* della società di gestione; il regolamento può attribuire al consiglio di amministrazione o al consiglio di gestione il potere di dettare disposizioni di attuazione.

Qualora le azioni della società di gestione siano quotate in un mercato regolamentato, il regolamento relativo all'organizzazione e la gestione dei mercati di pertinenza della società stessa è deliberato dal consiglio di amministrazione o dal consiglio di gestione della società medesima (**art. 62 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**).

La Banca d'Italia è ammessa alle negoziazioni sui mercati dei contratti uniformi a termine sui titoli di Stato.

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** (cfr. *Cap. Cinque*).

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* e vi partecipa comunicando preventivamente alla Banca d'Italia i tempi e le modalità degli interventi.

7. 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.

Attualmente esistono sulla piazza finanziaria italiana *due società di gestione*: la **Borsa Italiana S.p.A.** che gestisce la borsa valori nelle sue articolazioni e 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) sono state *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.

8. 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 mercati organizzati dalla Borsa Italiana S.p.A. la raccolta e l'organizzazione dei dati relativi ai contratti conclusi avviene tramite il servizio di riscontro e rettifica giornalieri (RRG) operativamente gestito a far data dal dicembre 1998 dalla SIA (originariamente era gestito dal CED di borsa, poi assorbito dalla SIA, la società interbancaria per l'automazione).

Tutte le informazioni relative alle operazioni e ai contratti conclusi sono *registrate* in un apposito *archivio elettronico*.

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.

9. 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 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.

I soggetti abilitati e le società di gestione che gestiscono un sistema multilaterale di negoziazione danno idonea pubblicità, anche tramite il proprio sito internet, delle regole di funzionamento del sistema gestito.

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 distinguendo fra le azioni liquide, altre azioni e strumenti diversi dalle azioni 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 (art. 22).

La Consob mantiene e pubblica un elenco degli internalizzatori sistematici sulle azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato e provvede agli adempimenti previsti in materia dalle disposizioni comunitarie.

Gli internalizzatori sistematici individuano, in base alla loro politica commerciale e sulla base di regole chiare e non discriminatorie, gli investitori che possono accedere alle proprie quotazioni. Tali regole ed ogni loro successivo cambiamento sono tempestivamente comunicate alla Consob.

Inoltre, forniscono alla Consob, su richiesta, l'elenco dei soggetti che accedono alle quotazioni sul sistema gestito.

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. 77bis 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.

I soggetti gestori di sistemi multilaterali di scambio di depositi monetari in euro possono gestire anche sistemi multilaterali di negoziazione di strumenti finanziari derivati su tassi di interesse e valute.

10. 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.

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.

Questionario

1. **Che cosa indica l'acronimo MIFID?**
Cfr. § 1
2. **Che cosa è il MIC?**
Cfr. § 4, lett. C)
3. **Come si articola la borsa valori?**
Cfr. § 5, lett. A)
4. **In relazione ai parametri di efficienza del mercato, cosa indica il termine «spessore»?**
Cfr. § 5, lett. B)
5. **Ai sensi dell'art. 1 del TUF, come si definisce un «mercato regolamentato»?**
Cfr. § 6
6. **Quale autorità può chiedere agli internalizzatori sistematici l'esclusione o la sospensione degli scambi sugli strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni sui mercati regolamentati e per i quali essi risultano internalizzatori sistematici?**
Cfr. § 9, lett. B)
7. **Quale autorità disciplina con regolamento i criteri per l'individuazione degli internalizzatori sistematici e i loro obblighi in materia di pubblicazione di quotazioni, esecuzione di ordini e accesso alle quotazioni?**
Cfr. § 9, lett. B)
8. **Quale autorità vigila sull'efficienza e sul buon funzionamento dei sistemi multilaterali di scambio di depositi monetari in euro, nonché sui soggetti gestori?**
Cfr. § 9, lett. C)
9. **Si considerino alcuni professionisti che hanno costituito una società che svolgerà attività di internalizzazione sistematica. In base all'articolo 22 della delibera CONSOB 16191 del 29 ottobre 2007, quali disposizioni devono rispettare?**
Cfr. § 9, lett. B)
10. **Cosa si intende per sistemi multilaterali di negoziazione?**
Cfr. § 9, lett. A)