

La borsa italiana: il punto della situazione

NICOLETTA POLLIO

1. Caratteristiche dei mercati regolamentati di strumenti finanziari; 2. La normativa italiana sui mercati regolamentati: un panorama sull'evoluzione della disciplina; 3. La regolamentazione della macrostruttura di borsa: gli obiettivi di trasparenza, ordinato svolgimento delle negoziazioni e tutela degli investitori; 4. La (auto)regolamentazione della microstruttura di borsa. L'obiettivo dell'efficienza; 4.1 Segue: Il codice di autodisciplina delle società quotate; 5. La privatizzazione del servizio di borsa. Cenni ai problemi di corporate governance; 6. L'attività di impresa della borsa: organizzazione e gestione del mercato; 6.1 Segue. L'articolazione delle competenze nell'organizzazione dei mercati italiani alla luce dell'attuale normativa. Cenni.; 7. I mercati organizzati e gestiti dalla Borsa Italiana S.p.A.. In particolare il comparto After Hours e il Nuovo Mercato; 7.1 Segue: Operatori ammessi e modalità delle negoziazioni; 8. L'utilizzo di Internet nelle negoziazioni di borsa: il "trading on line". 8.1 Segue. Alcuni orientamenti della Consob in materia di utilizzo di Internet nelle negoziazioni di borsa; 9. Gli scambi organizzati di strumenti finanziari e l'obbligo di concentrazione.

1. Caratteristiche dei mercati regolamentati di strumenti finanziari

Un mercato regolamentato di strumenti finanziari, accanto alla funzione tipica di ogni mercato che è quella di agevolare lo scambio assicurando liquidità alle negoziazioni, presenta un *quid pluris* che, nell'intenzione del legislatore comunitario prima, di quello nazionale poi, dovrebbe attrarre il maggior numero di investitori ed emittenti: una regolamentazione che, a prescindere dalle modalità organizzative concretamente adottate dal mercato (gestione pubblicitica ovvero privatistica), tuteli gli interessi pubblici connessi alle negoziazioni.

La regolamentazione di cui sopra attiene alla macrostruttura della borsa, e cioè al complesso dei principi e delle regole istituzionali che danno vita al sistema in cui i

mercati regolamentati operano e che condizionano la concreta operatività di questi ultimi¹.

Caratteristica principale del sistema dei mercati regolamentati europei è la concorrenza (che è stata accelerata dall'adozione dell'Euro quale moneta unica all'interno dell'Unione): ad essi è riconosciuta un'operatività transfrontaliera nel senso che sono ammessi a negoziare in un mercato regolamentato anche operatori stranieri, o più precisamente, intermediari autorizzati in Stati membri diversi da quello in cui ha sede l'organismo che gestisce il mercato.

Fermi restando gli obiettivi/interessi pubblici che ciascun mercato regolamentato è tenuto a perseguire, tra i quali soprattutto la tutela del risparmio, la trasparenza e l'ordinato svolgimento delle negoziazioni, le condizioni che faranno prevalere un mercato rispetto ad un altro saranno soprattutto due: l'efficienza del mercato (quindi le tecniche di negoziazione adottate, la telematica, i servizi accessori offerti ecc.) e la normativa – anche fiscale - di riferimento, che è diversa nei singoli Stati e che profondamente incide sull'organizzazione del mercato (si parla, al proposito, di concorrenza tra normative). Con riguardo a questo secondo punto si nota, infatti, che in un contesto caratterizzato da concorrenza tra mercati e differenze nella regolamentazione di questi, potrebbero aversi fenomeni di “arbitraggio regolamentare”², per cui, in attesa di un'armonizzazione delle normative in materia di borse, il legislatore nazionale è chiamato ad un importante compito di regolamentazione, tanto più delicato quanto maggiore ne è l'incidenza sulla concreta operatività del mercato.

¹ Il sistema dei mercati regolamentati trae origine dalle direttive 93/22 del 19 maggio 1993 e 93/3 rispettivamente sui servizi di investimento e sull'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi. In particolare, la prima direttiva in questione ha inteso realizzare il mercato unico nel settore delle imprese di investimento sotto il duplice profilo della libertà di stabilimento e della libera prestazione dei servizi da parte delle imprese autorizzate nel Paese di origine (c.d. principio del “*single passport*”, relativo cioè alla valenza comunitaria dell'autorizzazione rilasciata dal Paese di origine, al quale è conservata pure la vigilanza sull'impresa autorizzata, nell'ambito del c.d. “*home country control*”). Tra le condizioni discriminatorie delle imprese di investimento, che devono essere abolite perché di ostacolo agli obiettivi della direttiva, rientrano le limitazioni tecniche e giuridiche di accesso ai mercati regolamentati. All'articolo 15 si fa pertanto obbligo agli Stati membri di garantire alle imprese di investimento le medesime possibilità di diventare membri dei mercati regolamentati o di avervi accesso. La direttiva non fornisce la definizione ma indica le caratteristiche dei mercati regolamentati all'art. 1 n. 13).

² Cfr. SPAVENTA L., *Incontro annuale con il mercato finanziario*, Milano, 10 aprile 2000, p. 5.

L'obiettivo dell'efficienza va perseguito, invece, a livello di microstruttura e cioè delle regole disciplinanti la concreta operatività dei mercati ed i rapporti tra i gestori di questi e gli operatori. La tendenza degli Stati membri è di lasciare all'autoregolamentazione del mercato le concrete scelte operative e l'attuazione dei principi generali sanciti a livello legislativo.

Una spinta al processo di consolidamento tra le borse senz'altro deriva dal crescente sviluppo di sistemi alternativi di negoziazione (cc.dd. Alternative Trading Systems, sui quali cfr. *infra*, par. 9) che, svolgendo la medesima funzione economica dei mercati regolamentati, e cioè il *matching* tra domande ed offerte di strumenti finanziari, si pongono in diretta competizione con questi ultimi, i quali in alcuni casi ricorrono all'obbligo di concentrazione delle negoziazioni di strumenti quotati nei mercati regolamentati riservandosi, con ciò, una sorta di monopolio che è fonte di numerose critiche.

2. *La normativa italiana sui mercati regolamentati: un panorama sull'evoluzione della disciplina*

Il legislatore italiano ha recepito la nozione di mercato regolamentato, per la prima volta, con la legge 6 febbraio 1996 n. 52, recante disposizioni per l'adempimento di obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia alle Comunità europee (legge comunitaria 1994), con cui veniva delegato al Governo il compito di "disciplinare ... l'istituzione, l'organizzazione ed il funzionamento dei mercati regolamentati, prevedendo *organismi di natura privatistica*, che siano espressione degli intermediari ammessi ai singoli mercati e siano dotati di poteri di gestione, autoregolamentazione ed intervento" (corsivo aggiunto).

Fino a quel momento le borse valori italiane avevano assistito ad un'intensa evoluzione legislativa in corrispondenza alle mutate condizioni operative ed all'evoluzione degli strumenti in esse trattati. Costante era invece rimasto nel tempo il convincimento che l'organizzazione e gestione delle borse fosse un servizio pubblico, in

considerazione degli interessi in esso coinvolti, e pertanto dovesse essere svolto secondo modalità pubblicistiche.

Tale servizio era rimesso, vigente il codice di commercio del 1865, alle camere di commercio, enti pubblici locali ma non territoriali e non economici, che godevano di una certa autonomia dal potere governativo³. Già nel 1882 le camere di commercio si trovarono a dover condividere tale competenza con il legislatore, il quale disciplinava, in via generale, l'attività di amministrazione e direzione delle borse con il regolamento di esecuzione del codice di commercio del 1882 (regio decreto 27 dicembre 1882 n. 1139). La legge organica sulle borse di commercio l. 20 marzo 1913 n. 272 (e regolamento di attuazione r.d. 4 agosto 1913 n. 1068) aumentava l'ingerenza dell'autorità governativa riservando ad essa il potere di istituire nuove borse su proposta della camera di commercio, e conferendo al Ministro la funzione di vigilanza anche ispettiva e regolamentare⁴ (da esercitarsi congiuntamente a quella espletata dalle camere di commercio e degli organi di borsa)⁵. Con legge 7 giugno 1974 n. 216 (e regolamento di attuazione d.p.r. 31 marzo 1975 n. 138) si attuò il passaggio delle residuali funzioni spettanti alle camere di commercio in materia di organizzazione giuridica delle borse all'organismo collegiale a carattere nazionale di nuova istituzione, la Commissione nazionale per le società e la borsa (Consob)⁶. Le competenze rimaste alle camere di commercio e agli organi locali di borsa, cioè la predisposizione ed amministrazione dei locali e del personale di borsa, vennero attribuite, ad opera della legge 2 gennaio 1991 n.

³ Le camere di commercio avevano il potere di istituire nuove borse di commercio previo decreto reale autorizzativo e predisponivano autonomamente i regolamenti di borsa con cui disciplinavano l'attività di borsa. Cfr. legge 6 luglio 1862 per l'istituzione ed il regolamento delle camere di commercio.

⁴ I regolamenti speciali adottati dalle singole borse vennero conformati sulla base del regolamento tipo emanato dal Ministero dell'Industria con circolare 16/1/1954 n. 673/C.

⁵ Il regolamento di attuazione, r.d. 4 agosto 1913, n. 1068, sebbene non fornisse una definizione di borsa, riservava la denominazione di "borsa di commercio", "borsa valori", "mercato di valori" od altra consimile alle borse istituite ai sensi della legge organica, ed a queste ultime riservava altresì la formazione dei listini di prezzi. Con r.d.l. n. 1261 del 1925 vennero accentrate presso il ministro delle finanze tutte le attribuzioni in materia di borse compresa l'approvazione delle delibere camerale.

⁶ L'art. 1 del D.P.R. 31 marzo 1975 n. 138 attribuiva alla Consob "la titolarità dei poteri e delle attribuzioni relativi all'organizzazione ed al funzionamento delle borse valori nonché all'ammissione dei titoli a quotazione". L'art. 1 della l. 216/74 stabiliva che la Consob "ha personalità giuridica di diritto pubblico e piena autonomia nei limiti stabiliti dalla legge" e provvede all'autonoma gestione delle spese per il proprio funzionamento nei limiti del fondo stanziato a tale scopo nel bilancio dello Stato.

1, al Consiglio di borsa, organismo istituito dalla stessa legge e nominato dal Ministro del tesoro⁷.

La legge 1/91 si inseriva in un contesto che vedeva il servizio di borsa oggetto del dibattito in materia di privatizzazione dei servizi pubblici, dibattito cominciato sul finire degli anni ottanta e che avrebbe portato, di lì a poco, alle prime leggi sulla trasformazione in società degli enti pubblici⁸.

Una spinta al processo di privatizzazione del servizio di borsa derivò dall'adozione delle direttive 93/6, del 15 marzo 1993, e 93/22 del 10 maggio 1993⁹ (rispettivamente in materia di adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi e di servizi di investimento).

In attuazione della delega contenuta nella legge comunitaria 1994¹⁰ il Governo emanava il d. lgs. 23 luglio 1996, n. 415 (decreto Eurosim) che, all'art. 46, riconosceva finalmente carattere imprenditoriale all'attività di organizzazione e gestione di mercati regolamentati su strumenti finanziari e ne rimetteva l'esercizio a società per azioni di diritto speciale (la specialità deriva dai requisiti richiesti per ottenere l'autorizzazione da parte della Consob e dall'esigenza stessa dell'autorizzazione). A tal fine gli articoli 56 e 57 disponevano e delineavano la procedura per la privatizzazione dei mercati regolamentati esistenti in Italia (borsa valori, mercato ristretto e mercati dei titoli di Stato di cui al d.m. 24 febbraio 1994¹¹).

Nella accennata prospettiva di autoregolamentazione, il decreto Eurosim si limita ad un'enunciazione di principi (più o meno) generali, rimettendo alle società di

⁷ FERRARINI G., in *Bancaria*, 1999, 1, 18 rileva che anche in tale fase frequente era il dialogo della Consob e delle camere di commercio con gli operatori: basti pensare all'affidamento al Ced Borsa, società costituita dagli operatori, del sistema telematico di negoziazione (che ancora oggi è gestito da una società derivante dalla fusione del Ced Borsa: la SIA s.p.a.). Inoltre il Consiglio di Borsa era rappresentativo delle diverse categorie di operatori. Al Consiglio di borsa vennero attribuiti tutti i poteri spettanti agli organi di borsa (comitati direttivi degli agenti di cambio, commissioni per il listino, deputazioni di borsa) i quali vennero soppressi a far data dall'inizio dell'operatività del nuovo organo (cfr. art. 24, co. 6 l. 1/91).

⁸ Cfr. COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA, *Linee di progetto per una riforma del mercato borsistico*, Roma, aprile 1987.

⁹ Entrambe in G.U.C.E. L 141 dell'11 giugno 1993.

¹⁰ E' da notare che la direttiva 93/22 lasciava liberi gli Stati circa la forma da adottare per la gestione dei mercati mentre la legge comunitaria 1994 opta espressamente per la forma privatistica.

¹¹ Si tratta del mercato telematico dei titoli di Stato e garantiti dallo Stato, quotati e non quotati in borsa, e del mercato telematico dei contratti uniformi a termine sui titoli di Stato.

gestione del mercato l'adozione di regole relative alla c.d. microstruttura della borsa, compito prima spettante esclusivamente alla Consob. Quest'ultima, tuttavia, manteneva (e mantiene ancora oggi) delicati compiti in materia di vigilanza, sia iniziale (attraverso l'autorizzazione all'esercizio dei mercati regolamentati quando la società di gestione possieda i requisiti previsti dal regolamento emanato dalla stessa Consob), sia continua (attraverso l'approvazione delle modifiche al regolamento, la richiesta di dati e notizie, la possibilità di ispezioni e di provvedimenti di necessità ed urgenza)¹².

Attualmente i mercati regolamentati italiani sono disciplinati a livello di normativa generale, dal testo unico sull'intermediazione finanziaria d.lgs. 58/98 (t.u.f.) il quale reca una disciplina dei mercati che, nell'intenzione del legislatore, doveva ricalcare ed integrare "le disposizioni del decreto Eurosim in relazione a specifiche e motivate esigenze di completamento della disciplina"¹³.

Resta ferma la scelta di affidare l'organizzazione e gestione di mercati regolamentati a società per azioni (anche senza scopo di lucro) rispondenti a determinati requisiti in materia di capitale minimo, onorabilità e professionalità degli esponenti aziendali e partecipazioni rilevanti. Il t.u.f. ha esteso a tali società gli obblighi in materia di revisione contabile previsti per le società con azioni quotate ed ha imposto la comunicazione alla Consob degli acquisti e cessioni di partecipazioni nelle società di gestione (art. 61). Inoltre la Consob può delegare alla società di gestione del mercato compiti in materia di controllo degli emittenti (ad esempio controllo del prospetto di sollecitazione *ex art. 94, co. 5*, e del prospetto di quotazione *ex art. 113 co. 2*).

Più rilevante è la disciplina introdotta dal t.u.f. in materia di gestione accentrata (artt. 80-90), che viene privatizzata e liberalizzata, e in materia di sistemi di garanzia (artt. 68-70), la cui istituzione e disciplina vengono affidate al mercato.

Il t.u.f. conserva il modello di autoregolamentazione nell'ambito di principi fissati dalla legge già sperimentato nel decreto Eurosim col risultato che, ormai, la

¹² Dall'ampiezza dei poteri spettanti alla Consob (potere di istituzione/riconoscimento dei mercati e potere di controllo generale sugli atti dell'autoregolamentazione) si è dedotto che la natura (e le regolamentazioni) delle imprese mercato continui ad essere pubblicistica. Cfr. BERLANDA E., *Profili istituzionali e assetti organizzativi dei mercati mobiliari italiani in un'ipotesi di riforma*, in *Borse Valori in Italia e in Europa*, a cura di CAIMATI R., Verona, 1996, 16.

¹³ Così la Relazione di sintesi allo schema di provvedimento.

disciplina dei mercati regolamentati emerge da un complesso di regole, di natura normativa o privatistica, adottate da diversi soggetti (legislatore, Consob, società di gestione del mercato)¹⁴.

3. *La regolamentazione della “macrostruttura” di borsa: gli obiettivi di trasparenza, ordinato svolgimento delle negoziazioni e tutela degli investitori (Abstract)*

Nel paragrafo si analizzerà il nuovo assetto di regolamentazione introdotto dal decreto Eurosim e conservato dal t.u.f. che si caratterizza rispetto al sistema precedente per la delega di una parte del potere regolamentare (quello riguardante la c.d. microstruttura della borsa) all'organismo di gestione del mercato, il quale lo esercita secondo il modello di c.d. “*audited self-regulation*”, essendo il regolamento dei mercati da esso approvato sottoposto al controllo della Consob¹⁵.

¹⁴ Si possono, al riguardo, individuare quattro livelli di regolamentazione:

- 1) il t.u.f. detta le disposizioni generali e conferisce poteri di disciplina specifici alla Consob, al Ministero del tesoro del bilancio e della programmazione economica ed alle società di gestione dei mercati;
- 2) il regolamento della Consob in materia di mercati (delibera n. 11768 del 23 dicembre 1998) determina, tra l'altro, i requisiti patrimoniali delle società di gestione, le attività connesse e strumentali, gli obblighi di esecuzione delle negoziazioni nei mercati regolamentati e gli obblighi di registrazione delle operazioni. Su questo stesso livello si pongono i regolamenti del Ministro del tesoro, del bilancio e della programmazione economica in materia di requisiti di onorabilità e professionalità degli esponenti aziendali e di onorabilità dei partecipanti al capitale;
- 3) il regolamento del mercato, deliberato dall'assemblea ordinaria della società di gestione del mercato ed avente il contenuto minimo fissato dall'art. 62 t.u.f. Il contenuto minimo riguarda, tra le altre, le condizioni di ammissione ed esclusione degli operatori e degli strumenti finanziari, 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 etc.. Di recente è stata giudizialmente dichiarata la natura privatistica delle regole adottate con tale regolamento.
- 4) le disposizioni di attuazione del regolamento del mercato (Istruzioni) emanate dal consiglio di amministrazione della società di gestione, al quale il regolamento del mercato abbia conferito tale potere (cfr. art. 62, co. 1 t.u.f.). Le istruzioni hanno la natura di “regole tecniche” tant'è che non devono neppure essere approvate dall'assemblea degli azionisti.

¹⁵ Alla Banca d'Italia vengono affidati quegli aspetti della regolamentazione e vigilanza relativi alla stabilità ed al controllo del rischio sistemico, in particolare sui servizi di liquidazione e sui sistemi di garanzia delle operazioni su strumenti finanziari. Sulla tematica della vigilanza dei mercati cfr. BRIZI R. – DORIA M., *La vigilanza dei mercati (sub artt. 73-74)*, in RABITTI BEDOGNI C. (a cura di), *Commentario*, cit. 491 ss.

La vigilanza sia nei confronti della società di gestione (art. 73 t.u.f.) sia nei confronti del mercato (o meglio della microstruttura del mercato, cfr. art. 74) è in Italia esercitata dalla Consob al fine di garantire, in entrambi i casi, il triplice obiettivo – già contemplato, peraltro, nel decreto Eurosim (art. 50) - della trasparenza, dell'ordinato svolgimento delle negoziazioni e della tutela degli investitori. I suddetti scopi conformano e limitano il potere di vigilanza della Consob: invero, avendo riconosciuto carattere imprenditoriale all'attività di organizzazione e gestione della borsa, i provvedimenti limitativi di quest'ultima potranno essere assunti solo nel perseguimento degli obiettivi fissati a livello legislativo (art. 41 Cost.); inoltre il t.u.f. individua gli oggetti sui quali i provvedimenti di vigilanza possono intervenire. In concreto, tuttavia, data la genericità degli obiettivi da perseguire, i poteri della Consob risultano di fatto molto ampi e fortemente incidenti sulla struttura e sull'organizzazione del mercato.

Tra questi, con riguardo alla società di gestione del mercato, i requisiti tipici richiesti alla società (capitale minimo elevato e requisiti di onorabilità e professionalità degli esponenti aziendali e dei soci rilevanti), l'autorizzazione all'esercizio del mercato e il controllo sulle modifiche statutarie e sul regolamento di mercato da questa adottato; per quanto riguarda i mercati, la Consob è titolare di poteri informativi e ispettivi (da esercitarsi presso la società di gestione del mercato) nonché poteri sostitutivi e può adottare provvedimenti straordinari in caso di crisi (art. 75).

Di seguito saranno analizzati i tre obiettivi della regolamentazione (...).

La Consob ha esercitato i poteri regolamentari attraverso una serie di delibere le più rilevanti delle quali sono: delibera 11522 dell'1/7/98 (reg. intermediari), delibera 11768 del 23/12/98 (reg. mercati), delibera 11971 del 14/5/99 (reg. emittenti).

Infine va detto che anche la regolamentazione fiscale svolge un importante ruolo nella disciplina della macrostruttura della borsa. L'esperienza italiana dimostra che lo sviluppo dei mercati finanziari è stato agevolato da una serie di riforme fiscali, prime tra tutte il riordino del regime sostitutivo di tassazione dei redditi da attività finanziarie (attraverso la riduzione del numero delle aliquote e il regime speciale per il risparmio gestito) e il nuovo sistema di imposizione sui redditi di impresa denominato Dual income tax (che, abbassando la soglia dell'aliquota sui profitti di impresa, rende le

imprese meno restie a quotarsi assoggettandosi agli obblighi di trasparenza). Infine, va menzionata la riforma della tassazione dei contratti di borsa, che ha eliminato le disparità di trattamento tra gli operatori non residenti (che erano esentati) e quelli residenti.

Nonostante l'ampiezza dei poteri della Consob in materia di vigilanza informativa e regolamentare, è opinione concorde che l'Autorità incontra forti limiti proprio nell'attività di accertamento di reati gravi quali l'abuso di informazioni privilegiate o *insider trading* (art. 180 t.u.f.) e l'aggiotaggio (art. 181): nel seguito del paragrafo si riassumerà lo stato della situazione con riguardo ai poteri di accertamento e interdittivi dell'autorità.

4. *La (auto)regolamentazione della microstruttura di borsa. L'obiettivo dell'efficienza (Abstract)*

La *ratio* della autoregolamentazione va rinvenuta nella fiducia nella maggiore capacità ed esperienza degli operatori del mercato rispetto ad un potere esterno con riguardo alle esigenze connesse all'organizzazione di un mercato (basti considerare il vantaggio informativo che hanno gli operatori del mercato rispetto a chiunque altro), nella flessibilità dello strumento rispetto a regole emanate a livello legislativo ovvero amministrativo e, comunque, nel fatto che le borse medesime hanno interesse "a mantenere il valore reputazionale del listino" e pertanto sono incentivate all'emanazione di regole efficienti ed alla predisposizione di meccanismi di controllo¹⁶.

Nella predisposizione delle regole relative al funzionamento del mercato la società di gestione, in quanto azienda che organizza la propria attività imprenditoriale, persegue l'obiettivo dell'efficienza e competitività del mercato. Invero, all'art. 4 dell'atto costitutivo della Borsa Italiana S.p.A. si legge che "nel perseguimento del proprio oggetto la società si propone di assicurare lo sviluppo dei mercati ... massimizzando nel tempo la possibilità per i vari attori di negoziare alle migliori

¹⁶ Cfr. MACHEY J.R.-O'HARA M., *cit.*, 252.

condizioni di liquidità, trasparenza e competitività, nonché perseguendo in ogni caso la massima efficienza gestionale e la remunerazione del capitale”. Tale obiettivo può coincidere con gli interessi pubblici la cui cura è affidata all’organo di vigilanza: si è visto che tutela degli investitori e trasparenza del mercato assicurate da un valido sistema di regolamentazione e vigilanza sono fattori concorrenziali essenziali per il mercato medesimo. Sotto altro aspetto, tuttavia, talvolta i costi della regolamentazione pubblicistica possono essere elevati e tali per cui il gestore del mercato, se lasciato libero, tenderebbe ad evitare. Di qui la necessità del controllo preventivo del regolamento da parte dell’autorità di vigilanza e di qui ancora la fissazione, da parte della legge, del contenuto minimo essenziale del regolamento di mercato (art. 62 t.u.f.), tale da ricomprendere tutti i servizi che possono essere offerti dalla società di gestione del mercato.

La natura del regolamento è, per opinione concorde, quella privatistica di condizioni generali di contratto predisposte unilateralmente (art. 1341 cod. civ.) e accettate dagli operatori all’atto della richiesta di ammissione.

Nel seguito del paragrafo si accennerà alle singole materie che, per disposizione del t.u.f. (cfr. art. 62), devono formare oggetto del regolamento di mercato, con la precisazione che si farà riferimento al solo Regolamento dei mercati organizzati e gestiti dalla Borsa Italiana S.p.A. (reg. mercati organizzati), tralasciando per semplicità il Regolamento del Nuovo Mercato (approvato da ultimo dall’assemblea della Borsa Italiana in data 20 dicembre 1999 e dalla Consob con delibera n. 12324 del 19 gennaio 2000) e il Regolamento del mercato dei contratti uniformi a termine dei titoli di Stato (approvato da ultimo dall’assemblea della Borsa Italiana in data 20 dicembre e dalla Consob, d’intesa con la Banca d’Italia, con delibera n. 12293 del 22 dicembre 1999).

4.1 Segue. Il codice di autodisciplina delle società quotate (Abstract)

Per accrescere l’affidabilità e competitività di un mercato finanziario e delle imprese che ad esso si rivolgono, uno strumento giudicato efficace dalla gran parte degli

ordinamenti europei è il codice di autodisciplina delle società quotate, pensato e realizzato per assicurare “un’apprezzabile forma di comprensione e controllo delle società stesse”¹⁷ ed emanato, in Italia, per la prima volta nell’ottobre 1999 sulla base dei lavori svolti da un comitato di esperti (rappresentanti di intermediari, emittenti e gestore del mercato) su iniziativa della Borsa Italiana s.p.a. (c.d. codice Preda).

Il codice Preda, che si inserisce tra le altre iniziative europee in materia (si vedano il Cadbury Report del Regno Unito, 1992, il Rapporto Vientot francese, 1995 – aggiornato nel 1999 -, il Rapporto Peters in Olanda, 1997, i rapporti Cardon del Belgio e Olivencia in Spagna, 1998, il Combined Code del London Stock Exchange, 1998) è accompagnato da un Rapporto sulla *corporate governance* (c.d. Rapporto Preda).

Quest’ultimo fornisce indicazioni circa le specificità del contesto societario italiano, di cui si deve tener conto nel recepire gli standard internazionali di *best practice*, nonché circa gli obiettivi ed i contenuti del codice. In particolare, il codice raccomanda alle società quotate l’adozione dell’assetto di *corporate governance* maggiormente idoneo a massimizzare, nel medio-lungo periodo, il valore per gli azionisti (c.d. *shareholder value*) e tale da ripercuotersi positivamente anche sugli altri soggetti interessati alla vita della società, quali i clienti, i consumatori, i fornitori, i dipendenti, la comunità e l’ambiente (cc.dd. *stakeholders*).

In linea con le soluzioni adottate negli ordinamenti europei, le società non sono vincolate ad adottare il codice (trattandosi semplicemente di regole di *best practice*), né la mancata adozione è suscettibile di sanzione: quest’ultima eventualmente sarà applicata dal mercato, il quale tenderà a privilegiare le società che presentino i principi organizzativi di cui al codice (si pensi alla crescente domanda di uniformità e trasparenza delle scelte societarie proveniente dagli investitori non residenti, che attualmente rappresentano il 40% degli scambi che avvengono nel mercato italiano). Ad ogni modo il codice presenta carattere “flessibile”, nel senso che tiene conto delle diverse strutture dimensionali e proprietarie delle società e consente di essere adottato “gradualmente”, quindi anche in una prospettiva di medio periodo, anche considerando che, per adeguarsi a talune disposizioni, probabilmente le società dovranno adottare

¹⁷ Cfr. GREGO C., *cit.*, *ibidem*.

modifiche statutarie (si pensi alle raccomandazioni in merito all'ampliamento dei poteri del presidente del consiglio d'amministrazione).

Sempre in conformità alle scelte degli altri ordinamenti, il codice Preda riconosce il ruolo fondamentale del consiglio d'amministrazione nelle scelte organizzative e strategiche delle società e ne propone un'equilibrata composizione che garantisca il buon governo della società attraverso la presenza di amministratori non esecutivi e, tra questi, di amministratori indipendenti. L'indipendenza di questi ultimi è data dall'assenza di legami economici rilevanti con la società (ad es. attraverso la titolarità di partecipazioni di controllo nella società o la partecipazione a patti parasociali), e la *ratio* della suddivisione all'interno dell'organo amministrativo risiede nella volontà di instaurare un ampio dibattito capace di portare all'assunzione di scelte attente agli interessi della società.

Con riguardo all'*enforcement* del codice Preda, la relativa adozione spetta al consiglio d'amministrazione della società quotata, il quale è tenuto, sulla base di una norma delle Istruzioni ai regolamenti dei mercati organizzati, a comunicare annualmente in occasione dell'approvazione del bilancio d'esercizio, ai soci ed al mercato, il sistema di *corporate governance* adottato dalla società e le ragioni per cui si è preferito non adottare (oppure parzialmente adottare) il codice: il sistema così delineato è stato battezzato "*freedom with accountability*".

Nel seguito del paragrafo saranno analizzate alcune delle regole di *best practice* internazionale che il codice Preda suggerisce.

5. *La privatizzazione del servizio di borsa: cenni ai problemi di corporate governance (Abstract)*

Si è visto che la privatizzazione dei mercati regolamentati italiani è stata disposta dal decreto Eurosim. In particolare, l'art. 56 ha contemplato per la borsa valori e per il mercato ristretto una procedura articolata in due fasi, peraltro da realizzare in un breve arco temporale: una prima fase di privatizzazione c.d. formale, ossia di

costituzione da parte del Consiglio di borsa con atto unilaterale (una volta ricevuta l'approvazione del relativo progetto da parte della Consob) di una o più società per azioni aventi ad oggetto la gestione dei mercati (anche dei derivati), ed una seconda fase di privatizzazione c.d. materiale, in cui, a seguito di un aumento del capitale sottoscritto dal Consiglio di borsa, quest'ultimo avrebbe promosso la vendita delle azioni relative all'intero capitale sociale¹⁸.

Il Consiglio di Borsa ha optato per la costituzione di un'unica società per azioni (denominata Borsa Italiana S.p.a.) cui affidare la gestione dei mercati azionari a pronti (borsa e ristretto) e del mercato dei derivati, sebbene fosse stato da alcune parti obiettato che, date le differenze organizzative esistenti tra i due tipi di mercato, sarebbe stata più opportuna una gestione separata¹⁹. La nuova società è divenuta operativa con l'approvazione da parte della Consob (delibera n. 11091 del 12/12/1997) del regolamento del mercato deliberato dall'assemblea ordinaria, ed il Consiglio di borsa è stato posto in liquidazione. Con d.m. 30 giugno 1998 si è autorizzata la MTS S.p.a. (Società per il mercato dei titoli di Stato) alla gestione del mercato all'ingrosso dei titoli di Stato italiani ed esteri ed è stato approvato il regolamento per l'organizzazione e la gestione del mercato.

Il legislatore italiano avrebbe potuto optare per la forma cooperativa ovvero consortile, idonee al mercato inteso come "club" di intermediari i quali si associano per ripartire i costi dei servizi di negoziazione²⁰: invece, avendo preferito la s.p.a., ha inteso proporre un modello maggiormente idoneo alla prestazione dei servizi di negoziazione in un contesto concorrenziale (garantendo una gestione imprenditoriale volta al

¹⁸ Per una disanima del procedimento di trasformazione dei mercati regolamentati cfr. COLUCCI F., commento sub art. 56, in CAMPOBASSO G. F. (a cura di), *L'Eurosim, Commentario*, Milano, 1997, 363 ss..

¹⁹ Così BERLANDA E., *op. cit.*, 19, il quale, soffermandosi sull'attuale organizzazione dei mercati dei derivati nei paesi che avevano adottato forme privatistiche di gestione del mercato ("le negoziazioni sono concluse direttamente con una struttura controllata dagli stessi operatori che gestiscono il mercato"), rilevava che "il ruolo dell'impresa-mercato nell'ambito delle negoziazioni in strumenti derivati assume, in senso lato, connotati diversi rispetto a quelli di un semplice fornitore e gestore di servizi di negoziazione". Tuttavia la possibilità di gestione unitaria non è esclusa, secondo l'Autore, in presenza di un'attenta vigilanza sulla struttura e modalità organizzative.

²⁰ ZADRA – CYBO OTTONE, *I mercati organizzati in forma di impresa: il caso italiano*, dattiloscritto, 1995.

perseguimento dell'efficienza), ed alla possibile integrazione con altri organismi comunitari o internazionali²¹.

Nel seguito del paragrafo si analizza lo scopo di lucro della Borsa Italiana e gli obiettivi di pubblico interesse della liquidità, trasparenza e competitività con i quali esso deve essere armonizzato.

Nel disporre la privatizzazione dei gestori dei mercati, l'art. 56 co. 5 decreto Eurosim prevedeva che il cinquantuno per cento del capitale sociale fosse riservato agli stessi intermediari che possono negoziare sui mercati, ciò in attuazione dell'art. 21 co. 1 *lit. c)* della legge comunitaria 1994 che richiedeva che gli organismi di gestione del mercato, di natura privatistica, fossero "espressione degli intermediari ammessi ai singoli mercati". A parte il dubbio se la quota del cinquantuno per cento sia effettivamente rappresentativa degli interessi degli intermediari²², problemi specifici poneva la disposizione in ordine alle modalità di conservazione della quota ed al conflitto di interessi.

Per quanto riguarda la prima questione, la norma è stata interpretata restrittivamente e ritenuta applicabile esclusivamente al momento della trasformazione in s.p.a dei gestori dei mercati esistenti. Ciò ha altresì risolto i dubbi di incostituzionalità escludendo la costituzione di una riserva di esercizio di attività economica a favore di una sola categoria di soggetti²³ (Segue ...).

Riguardo al secondo problema e cioè al possibile conflitto derivante dall'essere gli azionisti del gestore del mercato contemporaneamente "operatori in proprio e per conto della clientela, coordinatori di importanti collocamenti azionari di imprese, grandi creditori di società quotate e infine essi stessi emittenti"²⁴, la Borsa Italiana ha cercato

²¹ DRAGHI M., in CAPRIGLIONE F. (a cura di), *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari* Padova, 1997, 392.

²² In senso negativo VALENTINO in *Le Società*, 1996, 1004, *contra* COLUCCI F., *cit.*, 370.

²³ Così SABATINI G., *cit.*, 459.

²⁴ PADOA SCHIOPPA, *ibidem*. L'Autore rinviene la possibilità di conflitti anche per l'assenza in Italia di una tradizione di autodisciplina, il fatto che quegli azionisti siano per lo più banche con una limitata esperienza del mercato azionario e che la crescita del mercato può mutare anche significativamente le posizioni relative dei partecipanti al mercato. Oggi l'azionariato della Borsa Italiana S.p.a. è rappresentato prevalentemente da banche italiane, da alcune banche internazionali e dal Consorzio Emittenti Titoli S.p.a. (tra Confindustria e Assonime).

una soluzione con l'adottare un particolare assetto di *corporate governance* volto anche a promuovere la maggiore diffusione possibile dell'azionariato tra il pubblico.

Premesso che i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo nella società devono presentare determinati requisiti di onorabilità e professionalità, in conformità a quanto previsto per le Sim, Sgr e Sicav dall'art. 13 t.u.f., nel seguito del paragrafo si analizzano le disposizioni statutarie relative all'organo amministrativo (voto di lista, ampia previsione di incompatibilità ecc.).

Per risolvere l'accennata situazione di conflitto tra proprietari della società di gestione e partecipanti al mercato, la Borsa Italiana s.p.a. ha altresì adottato due soluzioni innovative: la creazione di un Comitato di Consultazione in cui sono rappresentati gli interessi di tutti i partecipanti al mercato (in particolare emittenti, intermediari ed investitori istituzionali) e l'adozione di un apposito codice di comportamento deliberato dall'assemblea ordinaria.

6. L'attività di impresa della borsa: organizzazione e gestione del mercato (Abstract)

Si è visto che l'attività d'impresa riservata alle società di gestione del mercato consiste nell'organizzazione e gestione del mercato, vale a dire nella predisposizione della regolamentazione dell'altrui attività di scambio, nell'ambito dei principi generali fissati dalla legge comunitaria e nazionale, e nella fornitura delle strutture logistiche e dei servizi tecnici volti a consentire tale attività

Con riguardo al servizio di predisposizione delle strutture e dei locali di borsa, è da rilevare che, con la creazione di un unico mercato telematico nazionale (che ha sostituito le dieci borse prima operanti nel settore azionario) e, successivamente, di un sistema telematico anche per la negoziazione di obbligazioni e titoli di Stato²⁵, esso è cambiato nel contenuto, consistendo oggi nella fornitura delle strutture telematiche ed informatiche necessarie per il funzionamento del mercato e nella collaborazione a creare

²⁵ Cfr. Regolamento per il funzionamento del sistema telematico delle borse valori italiane di cui alla delibera Consob n. 8221 del 12 luglio 1994 e delibera n. 8222 di pari data.

i collegamenti con gli operatori (fornendo, ad es., il supporto hardware e software necessario). Tale servizio è stato in un primo tempo gestito dal Consorzio Camerale creato dalle camere di commercio già sedi di borsa e, successivamente, affidato in concessione ad una società privata, il CED Borsa, interamente posseduta dagli intermediari.

Un medesimo ente può gestire più mercati. In questo caso dovrà essere predisposta una specifica disciplina per ciascun mercato, mentre le strutture ed i servizi tecnici potranno essere comuni. Un mercato, poi, può essere diviso in più comparti che si differenziano, ad esempio, per gli strumenti finanziari trattati e comunque per aspetti secondari di disciplina²⁶.

Il servizio di organizzazione e gestione del mercato ed i servizi ad esso connessi e strumentali riguardano sia la fase di negoziazione e conclusione dei contratti (c.d. *trading*), sia la fase di adempimento (c.d. *settlement*). Non necessariamente il gestore del mercato provvede direttamente ad entrambe le fasi: può accadere che l'ente che organizza e gestisce il mercato provveda direttamente alla fase di negoziazione e deleghi la fase di adempimento ad altri gestori. Anche i servizi connessi e strumentali possono essere affidati ad una pluralità di gestori (c.d. *outsourcing*).

Si può anticipare che l'obiettivo della Borsa Italiana S.p.a. sembrerebbe essere la realizzazione di una *'multiservices company'* che, sfruttando le economie di scala, sia in grado di fornire una pluralità di servizi connessi all'intero ciclo di negoziazione dei titoli²⁷. Ciò è consentito dall'attuale normativa, basti pensare a tutte le attività connesse e strumentali consentite alla società di gestione del mercato sulla base dell'art. 5 del regolamento emanato dalla Consob in materia di mercati (reg. mercati). Tra queste: predisposizione di sistemi operativi e reti telematiche per la trasmissione di ordini e

²⁶ Cfr. ancora MOTTI C. *I mercati regolamentati cit.*, 363.

²⁷ "L'aggregazione fra mercati e strutture di supporto è condizione necessaria per aspirare ad essere parte del processo di concentrazione delle borse europee, già avviato, per ora, senza la nostra partecipazione", così SPAVENTA L., *cit.*, 12. Si tenga presente, al riguardo, che di recente la Borsa Italiana S.p.a. è diventata azionista di maggioranza della Cassa di compensazione e garanzia. Cfr. anche PADOA SCHIOPPA T., *cit.*, 10, il quale all'indomani dell'entrata in vigore del t.u.f. affermava: "Per i mercati è urgente riorganizzare la cd. filiera nazionale: strutture di negoziazione, pre-liquidazione, gestione centralizzata. Oggi la pluralità di sistemi e di soggetti, determinatasi storicamente al di fuori di un disegno unitario, aggrava i costi della piazza italiana e frena le capacità negoziali della Borsa Italiana nel mutato scenario internazionale".

dati; istituzione e gestione di sistemi di riscontro e rettifica delle operazioni per l'invio dei relativi saldi al servizio di compensazione e liquidazione; istituzione e gestione di sistemi di garanzia delle operazioni anche attraverso l'istituzione di fondi di garanzia; istituzione e gestione di sistemi di compensazione e garanzia delle operazioni su strumenti derivati; istituzione e gestione di sistemi di gestione accentrata (art. 5 reg. mercati)²⁸.

Nel reg. mercati organizzati la Borsa Italiana s.p.a. ha direttamente individuato e disciplinato due servizi strumentali alle negoziazioni: il riscontro delle operazioni (titolo 5.1) e la "garanzia dei contratti" (titolo 5.2), dei quali, nel seguito del paragrafo, si compirà una disanima.

6.1 L'articolazione delle competenze nell'organizzazione dei mercati italiani alla luce dell'attuale normativa. Cenni (Abstract)

Si è visto che il t.u.f. e la normativa di attuazione hanno operato una liberalizzazione sia dell'esercizio dell'impresa-mercato sia dei servizi ad essa connessi e strumentali, abolendo le riserve di attività vigenti in passato ed instaurando un regime di concorrenza tra i gestori dei vari servizi nel rispetto delle direttive comunitarie.

Nel paragrafo si riassume la situazione attuale (come cambiata rispetto al passato) dei seguenti servizi: gestione accentrata di strumenti finanziari, compensazione e liquidazione delle operazioni su strumenti non derivati, sistemi di garanzia delle operazioni su strumenti finanziari.

²⁸ Pare opportuno riportare le fonti di ricavo della Borsa Italiana nell'anno 1999: il 22,6% dei ricavi (in aumento rispetto al 20,5% del 1998) deriva dai corrispettivi delle società quotate, i servizi forniti agli intermediari – es. i servizi telematici - hanno rappresentato il 65,9% (rispetto al 67,7% nel 1998) mentre gli altri servizi, e in particolare la diffusione e vendita di dati di mercato, hanno contribuito ai ricavi per l'11,5%. Fonte: Comunicato stampa della Borsa Italiana, prelevato dal sito www.borsaitalia.it consultato il 2 maggio 2000.

7. *I mercati organizzati e gestiti dalla Borsa Italiana S.p.A. In particolare: il comparto After Hours e il Nuovo Mercato (Abstract)*

L'oggetto (mediato) dell'attività d'impresa esercitata dalla Borsa Italiana S.p.A. è dato dai cinque mercati regolamentati Borsa Valori, Mercato Ristretto, mercato degli strumenti derivati (IDEM), Mercato dei contratti uniformi a termine dei titoli di Stato (MIF) e Nuovo Mercato nonché, più in generale, "dai mercati per la negoziazione di strumenti finanziari così come definiti dalla normativa nazionale e comunitaria" (art. 4 atto costitutivo).

Va premesso che i suddetti sono normalmente "mercati secondari", in essi cioè si negoziano titoli già in circolazione, ed hanno lo scopo principale di fornire possibilità di smobilizzo (quindi liquidità) ai relativi detentori, ai quali soltanto viene attribuito il corrispettivo dello smobilizzo; per contro i mercati primari, com'è noto, riguardano titoli di nuova emissione ed hanno la principale funzione di finanziamento degli emittenti. Nella pratica avviene che i titoli di nuova emissione vengono collocati ai risparmiatori attraverso intermediari autorizzati al relativo servizio e "l'attività di collocamento normalmente si svolge nelle sedi degli stessi emittenti o degli intermediari, o anche nelle sedi degli investitori mediante l'ausilio dei promotori finanziari"²⁹. Tuttavia è possibile, attraverso offerte pubbliche di sottoscrizione, procedere al collocamento anche attraverso i mercati regolamentati, che in questo caso diventano mercati "primari".

A fini di chiarezza nella descrizione, i mercati organizzati e gestiti dalla Borsa Italiana s.p.a. possono suddividersi in tre categorie in relazione agli strumenti finanziari trattati, vale a dire azioni, obbligazioni e titoli di Stato, strumenti derivati³⁰.

²⁹ Così SALANITRO N., *Società per azioni e mercati finanziari*, Milano, 1998, 258, il quale afferma che attraverso la suddetta attività di intermediazione si costituisce un mercato (denominato primario) il quale non sarebbe collocato in alcun luogo.

³⁰ Gli strumenti finanziari italiani ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato circolano in regime di dematerializzazione, per cui, se gli strumenti di emittenti esteri hanno rappresentazione cartolare è richiesto, in caso di emittenti europei, che la rappresentazione sia conforme alle norme in vigore nello Stato di origine (e il pubblico sarà informato ove tale rappresentazione non sia conforme alle norme vigenti in Italia), in caso di emittenti terzi, la Borsa verifica che la rappresentazione cartolare offra garanzie sufficienti per la tutela degli investitori (art. 2.1.4 reg. mercati organizzati).

Nel seguito del paragrafo si analizzano le caratteristiche delle tre categorie di mercati.

Tra le iniziative recenti della Borsa Italiana s.p.a. sono da segnalare la creazione del Nuovo Mercato e del comparto Trading After Hours.

Il Nuovo Mercato appartiene al genus dei “secondi mercati”, istituiti con la finalità di finanziare le piccole e medie imprese con forti prospettive di crescita od operanti in settori tecnologicamente avanzati, e rispondenti alla duplice funzione di sopperire alle esigenze di approvvigionamento di tali imprese e di fornire capitale di rischio agli investitori. Di seguito si accenna alle caratteristiche operative del Nuovo Mercato.

Con l’approvazione, da parte della Consob, delle modifiche al reg. mercati organizzati ed al reg. Nuovo Mercato che rendono possibili le negoziazioni nei comparti di mercato denominati Trading After Hours (TAH) e Trading After Hours Nuovo Mercato (TAHnm) sarà presto possibile, anche in Italia, negoziare in orari differenti da quelli stabiliti per i mercati MTA, MCW e Nuovo Mercato. I comparti sono stati creati per aumentare la liquidità, la trasparenza e l’efficienza nel meccanismo di formazione dei prezzi (inizialmente saranno negoziati solo i titoli più liquidi) e sono strutturati in modo tale da evitare continuità con la sessione diurna (rispettivamente dell’MTA, MCW e Nuovo Mercato): infatti gli ordini non eseguiti al termine della giornata borsistica diurna vengono trasferiti alla sessione diurna seguente (e non all’After Hours), mentre gli ordini non eseguiti alla fine della sessione After Hours vengono automaticamente cancellati.

Gli intermediari operanti sul mercato MTA sono automaticamente ammessi, su richiesta, al nuovo comparto (al quale non si applica la tassa sui contratti di borsa, il c.d. fissato bollato) ed utilizzano il medesimo sistema di negoziazione³¹.

³¹ Le modalità delle negoziazioni sono le seguenti: nella prima fase, denominata *cross-order book* e che va dalle 17.50 alle 18.00, gli ordini sono immessi ed eseguiti al prezzo di riferimento giornaliero, nella seconda fase, detta “negoziatura continua guidata”, gli ordini sono immessi ed eseguiti all’interno di un range predefinito del prezzo di riferimento.

Nel TAH si negoziano azioni quotate che presentano i requisiti di liquidità stabiliti dalla Borsa Italiana e covered warrant su richiesta dell'emittente, nel TAHnm si negoziano le azioni quotate sul Nuovo Mercato su richiesta dell'operatore specialista.

7.1 Segue. Operatori ammessi e modalità delle negoziazioni

Prima della legge 1/91 erano ammessi alle negoziazioni nei recinti di borsa esclusivamente gli agenti di cambio, ai quali era fatto divieto di negoziare in proprio. La riserva degli agenti di cambio è stata abolita dalla citata l. 1/91 (cfr. art. 7 che consente alle SIM l'attività di negoziazione nei mercati regolamentati), la quale ha anche fatto divieto di bandire nuovi concorsi per la nomina di agenti di cambio (art. 19)³².

Oggi i mercati organizzati dalla Borsa Italiana sono mercati di operatori professionali che negoziano per conto dei clienti-investitori privati o per conto proprio. Sono ammessi ad operare, se in possesso dell'autorizzazione allo svolgimento dell'attività di negoziazione per conto proprio e/o per conto terzi sui mercati regolamentati italiani o, in caso di soggetti comunitari, se autorizzati a tali servizi nel Paese di origine, le banche e le imprese di investimento nazionali, comunitarie ed extracomunitarie, nonché gli agenti di cambio iscritti nel ruolo unico nazionale. Per tutti gli operatori è necessaria l'approvazione della Borsa S.p.A. ai sensi dell'art. 64 t.u.f. e l'avvio dell'operatività è subordinato alla presentazione della documentazione comprovante l'adesione diretta o indiretta al servizio di compensazione e liquidazione, al sistema di gestione accentrata, al sistema di garanzia dei contratti ed a quello di garanzia della liquidazione (quest'ultimo per quanto riguarda l'operatività su MTA e su MPR, invece per l>IDEM occorre aderire al sistema di compensazione e garanzia)³³.

³² Agli agenti di cambio non si applica la direttiva 93/22 CE (art. 2, co. 2, lett. 1) e quindi la libertà di prestazione dei servizi di investimento, in quanto "la loro attività è limitata al territorio nazionale e non presenta rischi di distorsione della concorrenza" (23° considerando). Ad oggi gli agenti di cambio possono svolgere le seguenti attività: negoziazione per conto terzi (con divieto di negoziazione in proprio salvo di casi di investimento del patrimonio personale), collocamento senza assunzione di rischi e garanzie, offerta fuori sede dei propri servizi d'investimento e alcuni servizi accessori (cfr. l. 29 maggio 1967; art. 201 t.u.f.; Delibera Consob sugli emittenti).

³³ Nel caso di adesione indiretta al sistema di compensazione e liquidazione (o al sistema di compensazione e garanzia) occorre notificare l'accordo tra l'operatore indiretto e l'intermediario che aderisce in via diretta e per conto dell'operatore.

Gli investitori privati (clienti) possono “interconnettersi” ai mercati esclusivamente per il tramite degli operatori ammessi alle negoziazioni, i quali rispondono delle proposte di negoziazione immesse anche attraverso l’uso di sistemi di generazione automatica degli ordini (cd. *broker on line* su cui vedi *infra* par. successivo e art. 3.2.3. reg. mercati organizzati). A tal fine gli operatori si dotano di sistemi di controllo delle proposte immesse in grado di evitare situazioni di irregolarità delle negoziazioni.

Operano, altresì, con la funzione di sostenere la liquidità di determinati titoli (azioni e obbligazioni convertibili negoziate nell’MTA e nel MOT e strumenti finanziari negoziati nell’EuroMOT), degli “specialisti”³⁴ e, allo scopo di migliorare la liquidità degli strumenti derivati nell’IDEM, degli operatori market maker, che si impegnano ad esporre proposte in acquisto e in vendita per quantitativi minimi di contratti (art. 4.6.11 reg. mercati organizzati)³⁵.

Con riguardo alle modalità delle negoziazioni, come anticipato, il mercato borsistico è interamente telematico dal 1994 e gli operatori sono tenuti ad aderire alle “condizioni generali di erogazione dei servizi informatici e telematici resi dalla Borsa Italiana”, a fronte dei quali servizi essi versano dei corrispettivi (art. 3.3.1 reg. mercati organizzati).

Le negoziazioni avvengono secondo due modalità: asta di apertura e negoziazione continua. Giova analizzare le modalità operative delle negoziazioni nell’MTA³⁶.

³⁴ Ai sensi dell’art. 4.1.14 gli operatori specialisti “si impegnano, per ciascuno degli strumenti finanziari sui quali intendono intervenire, a esporre continuativamente sul mercato proposte in acquisto e in vendita a prezzi che non si discostino tra loro di una percentuale superiore a quella stabilita dalla Borsa Italiana nelle Istruzioni e per un quantitativo giornaliero fissato, in via generale, nelle medesime Istruzioni; nelle Istruzioni la Borsa Italiana determina inoltre le modalità e i tempi di immissione delle suddette proposte”.

³⁵ I market maker devono avere un patrimonio netto ai fini di vigilanza pari ad almeno venti miliardi di lire e sono iscritti in un elenco la cui permanenza è subordinata, tra l’altro, al <<mantenimento di un adeguato livello di efficienza nello svolgimento dell’attività, misurato secondo criteri oggettivi con riferimento al contributo di liquidità al mercato>> (art. 4.6.11, co. 6, c)).

³⁶ Nell’MTA gli strumenti finanziari possono essere negoziati sia esclusivamente con le modalità dell’asta di apertura, sia tramite asta di apertura seguita da negoziazione continua, sia esclusivamente con negoziazione continua (art. 4.1.2); nel MOT possono essere negoziati sia esclusivamente con le modalità dell’asta di apertura, sia tramite asta di apertura seguita da negoziazione continua (art. 4.2.2); nell’EuroMOT e nell’MPR gli strumenti finanziari sono negoziati esclusivamente con le modalità della

Sia nella fase di preapertura dell'asta, sia nella negoziazione continua le proposte di negoziazione immesse vengono esposte su un prospetto video (cd. book di negoziazione) dove appaiono automaticamente ordinate, per ciascuno strumento finanziario, in base al prezzo (in ordine crescente, se le proposte sono in vendita, decrescente se in acquisto) o, a parità di prezzo, secondo la priorità cronologica. Il contenuto minimo delle proposte è dato dallo strumento finanziario, quantità, prezzo, tipo di operazione³⁷.

L'asta di apertura è una fattispecie a formazione progressiva che vede una prima fase (cd. pre-apertura) volta all'immissione delle proposte ed all'individuazione del "prezzo teorico di apertura", una seconda fase di verifica (cd. validazione), in cui se il prezzo teorico non si scosta dal prezzo di riferimento³⁸ di una percentuale fissata dalla Borsa Italiana, esso è considerato valido ed assunto come prezzo di apertura, al contrario, se lo scostamento è superiore ai limiti fissati, si riattiva la fase di preapertura. La terza fase (cd. apertura o asta definitiva) è eventuale e dipende dall'avvenuta determinazione di un prezzo teorico di apertura: se questo non sia stato determinato, al termine della fase di validazione viene attivata la negoziazione continua (per gli strumenti finanziari per i quali è prevista). Ove la terza fase abbia luogo, i contratti vengono conclusi al prezzo di apertura tramite l'abbinamento automatico delle proposte d'acquisto aventi prezzi uguali o superiori al prezzo di apertura con le proposte di vendita aventi prezzi uguali o inferiori allo stesso prezzo.

Il meccanismo dell'asta di apertura consente trasparenza delle proposte e qualità del prezzo formato nel mercato, tuttavia, non è idoneo a soddisfare gli ordini immessi in via continuativa nel mercato, essendo per sua natura un'asta istantanea, "il mercato rimane cioè escluso dalla possibilità di reagire, tempestivamente, alle informazioni sul comportamento in asta dei vari operatori"³⁹. Ciò potrebbe comportare la creazione di

negoziazione continua (artt. 4.3.2 e 4.4.3), mentre nel Nuovo Mercato avvengono sia con le modalità dell'asta di apertura sia tramite negoziazione continua.

³⁷ Le proposte possono essere cancellate o modificate sia nella fase di preapertura dell'asta, sia durante la negoziazione continua.

³⁸ Come anticipato, il prezzo di riferimento corrisponde, nell'MTA, al prezzo medio ponderato per le relative quantità dei contratti corrispondenti all'ultimo 10% del quantitativo scambiato nella seduta.

³⁹ ZADRA G., *op. ult. cit.*, 92.

mercati fuori borsa e per tale motivo si fa seguire alla fase di apertura, che in genere è molto breve, la negoziazione continua⁴⁰.

Nella negoziazione continua le proposte sono immesse durante tutto il ciclo operativo e sono abbinare automaticamente con proposte di segno contrario secondo i criteri di priorità del prezzo e del tempo di immissione. Se un ordine non può essere immediatamente eseguito perché manchino proposte di segno contrario ad esso corrispondenti, esso mantiene validità e continua ad apparire sul *book* sino al momento dell'abbinamento con controproposte o sino alla chiusura delle contrattazioni⁴¹. Le proposte possono essere immesse 'con limite di prezzo', in tal caso saranno abbinare, se in acquisto, con una o più proposte di vendita aventi prezzo inferiore o uguale al prezzo limite (lo stesso vale *mutatis mutandis* per le proposte di vendita). Le proposte immesse senza limite di prezzo sono abbinare ad una o più proposte aventi il prezzo uguale al miglior prezzo esistente al momento dell'immissione⁴².

⁴⁰ Nel mercato MTA la fase di apertura dura sempre dieci minuti ed è seguita dalla negoziazione continua. La Borsa Italiana ha individuato nelle Istruzioni al Regolamento dei mercati organizzati (art. IA.4.1.3) gli orari di negoziazione sulla base delle caratteristiche dei titoli ed ha suddiviso questi ultimi in tre categorie: strumenti finanziari 'liquidi', 'a limitata liquidità (sottili)', 'negoziati una sola volta alla settimana'. Per maggiore chiarezza vediamo gli orari di negoziazione dei primi:

08.00 – 09.15 asta di apertura, fase di preapertura;
09.15 – 09.20 asta di apertura, fase di validazione;
09.20 – 09.30 asta di apertura, fase di apertura;
09.30 – 17.30 negoziazione continua.

⁴¹ Le proposte immesse durante la negoziazione continua possono specificare le seguenti modalità di esecuzione: "valida sino alla cancellazione"; "esegui e cancella" (la proposta viene eseguita anche parzialmente per le quantità disponibili ed il residuo eventuale è cancellato); "esegui quantità minima specificata" (la proposta viene eseguita almeno per il quantitativo minimo specificato, non essendo disponibile il quale la proposta viene cancellata); "tutto o niente" (la proposta viene eseguita solo per l'intera quantità e per le condizioni di prezzo indicate); "valida fino alla data specificata"; "valida fino all'orario specificato".

⁴² Va notato che prima della l. 1/91 e dell'introduzione del sistema telematico, le negoziazioni nella borsa italiana si svolgevano secondo le due modalità dell'asta a chiamata (listino) e dell'asta continua (durante). In entrambi i casi gli agenti di cambio si recavano in recinti (cd. grida) per dichiarare le proprie proposte e la modalità di gridare queste ultime era un mezzo per assicurare trasparenza alle contrattazioni. Nell'asta a chiamata il banditore, in un certo orario della giornata, invitava tutti gli intermediari a dichiarare le proprie proposte su un determinato titolo. Si formava così il 'prezzo di listino' del titolo (pari al prezzo in grado di soddisfare la maggiore quantità di domanda e offerta) e tutti i contratti erano conclusi a quel prezzo. Nell'asta continua, a partire dalle dieci del mattino sino all'orario di chiusura delle contrattazioni gli intermediari gridavano le proprie proposte negli appositi recinti predisposti per i singoli titoli, ed i contratti man mano conclusi venivano comunicati ad un incaricato della camera di commercio che li rendeva pubblici.

8. L'utilizzo di Internet nelle negoziazioni di borsa: il "trading on line" (Abstract)

Venendo ora agli operatori del mercato di borsa e, in particolare agli intermediari, la crescente diffusione di Internet⁴³ e la maggiore conoscenza dello strumento da parte degli investitori privati ha fatto sì che, anche in Italia, gli intermediari hanno cominciato ad offrire i propri servizi di investimento "on line"⁴⁴.

Per quel che riguarda le negoziazioni in borsa, si è assistito ad un grande sviluppo dei cd. *brokers on line*, intermediari che utilizzano la tecnologia Internet per svolgere la propria attività secondo uno di due modelli possibili, a seconda che siano autorizzati al solo servizio di ricezione e trasmissione di ordini ovvero pure al servizio di negoziazione per conto terzi.

Nel primo modello, il *broker on line* provvede ad inoltrare al CED Borsa – per il tramite di altri intermediari autorizzati alla negoziazione per conto terzi - gli ordini ricevuti dal cliente (al quale ha fornito il relativo software) tramite Internet: utilizzando la rete esso consegue un risparmio di tempo, nel senso che gli ordini vengono trasmessi in tempo reale, ed una semplificazione operativa che si traduce in una commissione più bassa. Al cliente è richiesto di aprire un conto presso il *broker on line* (che svolge il

⁴³ Anche se l'Italia presenta una delle percentuali più basse di diffusione dello strumento tra la popolazione: solo il 4/5% ne fa uso in confronto al 30% negli USA. Negli Stati Uniti il numero di *brokers on line* è all'incirca 160 e si stima che oltre il 35% delle negoziazioni degli investitori privati (cd. *trading on line* di tipo *retail*) siano effettuate tramite Internet, per un totale di oltre 7,5 milioni di conti "on line". Secondo le previsioni questi ultimi potrebbero aumentare a 13 milioni nel 2000 e addirittura a 23 milioni nel 2002. In Francia esistono 29 *brokers on line* per i quali è transitato il 15,24% del totale degli ordini trasmessi alla *Bourse de Paris* nel 1999. I conti "on line" ammontano a 129.000, cifra raddoppiata rispetto al 1998 (Fonte: *Le Monde* 24 gennaio 2000). Secondo una stima della JP Morgan, entro il 2003 in Europa ci saranno circa 8,3 milioni di conti "on line". Sembra opportuno fornire i dati di uno dei primi *broker on line* italiani: Directa s.i.m.. Secondo le stime della società, a gennaio 1999 aveva 1000 clienti operativi "on line", saliti ad oltre 3000 ad inizio settembre 1999. Nel 1998 ha eseguito ordini di compravendita sul mercato MTA per oltre 1000 miliardi (Fonte: Directa s.i.m.).

⁴⁴ Grazie all'immediata disponibilità dell'informazione, la semplicità di accesso e facilità di utilizzo dello strumento, il cliente assume un ruolo centrale, divenendo attivo nella ricerca del servizio o prodotto. Il mercato non è più dominato dall'offerta ... ma dalla domanda e quindi dal cliente: il mercato da "push" è diventato "pull", così TEDESCHI F., intervento al seminario *Il commercio elettronico di strumenti finanziari: innovazione tecnologica ed evoluzione giuridica*, dattiloscritto, CERADI – LUISS. L'Autore mette in luce i possibili problemi di stabilità degli intermediari (soprattutto di quelli marginali) derivanti dal netto abbassamento delle commissioni per le negoziazioni effettuate via Internet: negli USA "dal primo trimestre 96 al terzo trimestre 98 le commissioni medie sono passate da circa 52 dollari per operazione a meno di 18 (da ricordare che negli USA la commissione di negoziazione si applica al numero di titoli acquistati e non percentualmente come in Italia)".

servizio strumentale di custodia ed amministrazione di strumenti finanziari) nel quale versa l'importo entro cui vuole operare o trasferisce i titoli già in proprio possesso (in alternativa il cliente può depositare i fondi presso una banca con la quale il *broker* ha stipulato un'apposita convenzione). Generalmente la tenuta del conto non comporta spese per il cliente e le somme depositate possono essere in qualsiasi momento trasferite in altro conto senza preavviso. Un altro vantaggio del servizio fornito, accanto alla celerità, è la disponibilità di informazioni complete e in tempo reale: il cliente può, infatti, in ogni momento collegarsi alla società per verificare il proprio portafoglio ed i prezzi dei titoli in tempo reale.

L'intermediario che operi secondo le suddette modalità rientra nella categoria dei *broker* puri (o mediatori)⁴⁵, che svolgono esclusivamente attività di raccolta e trasmissione di ordini, in contrapposizione ai *broker* che svolgono attività di negoziazione per conto terzi e che corrispondono al secondo modello. Si pensi ad una banca autorizzata alla negoziazione per conto terzi che fornisca al proprio cliente, detentore di un conto titoli presso di essa, il software per inoltrare gli ordini via Internet⁴⁶: anche in questo caso l'utilizzo della rete comporterà un risparmio di tempo ed una diminuzione delle commissioni dovuta alla semplificazione del sistema di negoziazione.

Nel seguito del paragrafo si analizzano due comunicazioni della Consob in materia di trading on line (comunicazione n. DI/98063298 del 30-7-1998 e comunicazione n. DI/30396 del 21 aprile 2000) nelle quali si dichiara, inter alia, l'ammissibilità della prestazione del servizio di negoziazione via Internet, l'applicabilità dell'obbligo della forma scritta (richiesta *ad substantiam* dall'art. 23 t.u.f.) per i contratti relativi alla prestazione di servizi di investimento e accessori, non essendo ancora operativo l'istituto della firma digitale di cui al d.p.r. 10 novembre 1997 n. 513, la sussistenza di tutti gli obblighi di comportamento degli intermediari ex reg. intermediari (in materia, ad es., di correttezza e informativa ai clienti ecc.).

⁴⁵ E' di questo avviso la Consob, cfr. comunicazioni SGE/RM/91007447 e SGE/RM/92003702.

⁴⁶ In pratica il software di ricezione degli ordini dalla clientela viene interconnesso con la procedura utilizzata dalla banca (o SIM) per l'inserimento degli ordini nei mercati regolamentati.

8.1 *Segue. Alcuni orientamenti della Consob in materia di Internet (Abstract)*

L'assetto normativo predisposto dal t.u.f. e regolamenti di attuazione si è rivelato incapace di fornire adeguata regolamentazione al fenomeno del commercio di servizi e strumenti finanziari via Internet ed ha portato la Consob ad intervenire in più riprese con una serie di comunicazioni volte a delimitare i limiti di operatività degli intermediari.

Così, riguardo al dilemma se Internet, in quanto potenziale mezzo di promozione e collocamento, rientri tra le tecniche di comunicazione a distanza previste dagli artt. 32, co. 1 t.u.f. e 72 reg. intermediari⁴⁷ e riguardo all'eventuale necessità di avvalersi di promotori finanziari, la Consob ha prodotto una comunicazione di chiarimento, la n. DI/99052838 del 7-7-1999 che viene analizzata nel paragrafo e che dichiara l'applicabilità dell'art. 72 reg. intermediari sia al sito sia alla posta elettronica consentendo entrambi gli strumenti d'instaurare il cd. "contatto qualificato" tra operatore finanziario e cliente⁴⁸.

Viene analizzata poi la questione della necessità di avvalersi di promotori finanziari per la promozione e il collocamento⁴⁹ tramite Internet di cui la Consob ha escluso la configurabilità nel caso del sito "in ragione delle caratteristiche tecniche dello strumento", mentre ha sostenuto che "gli addetti all'interazione fra l'intermediario e gli investitori tramite posta elettronica, invece, devono essere promotori finanziari".

⁴⁷ Tali sono le tecniche che permettono il contatto con il cliente senza la necessaria presenza fisica simultanea di quest'ultimo e dell'intermediario offerente. Il contatto si ha sia attraverso le modalità che permettono un'interazione rapida col cliente (anche nella forma di dialogo) sia attraverso quelle che, in assenza di tale interazione, consentano la trasmissione di documenti di contenuto negoziale, che non si limitino, cioè, alla descrizione delle caratteristiche dell'intermediario, del servizio o del prodotto finanziario (art. 72 reg. intermediari).

⁴⁸ Cfr. RABITTI BEDOGNI C., *sub art. 32*, in RABITTI BEDOGNI C. (a cura di), *Commentario cit.*, 272 ss.

⁴⁹ L'attività di promozione e/o di collocamento in luogo diverso dalla sede legale dell'emittente, del proponente l'investimento o del soggetto incaricato alla promozione o al collocamento costituiscono la cd. offerta fuori sede ex art. 30 t.u.f., che, secondo la migliore dottrina, costituisce "modalità dei servizi di investimento", cfr. RABITTI BEDOGNI C., *sub art. 30, ibidem*, 253 ss., LENER R., Intervento al Convegno <<Il nuovo assetto dei mercati finanziari e degli intermediari dopo il decreto legislativo di attuazione della direttiva Eurosim>>, Milano, 1 e 2 ottobre 1996.

La fattispecie in esame, invece, costituisce la cd. offerta a distanza ex art. 32 t.u.f., vale a dire la promozione e collocamento tramite tecniche di comunicazione a distanza, cioè senza la compresenza fisica simultanea del cliente e dell'offerente.

Un'ultima notazione: nella recente comunicazione n. DI/30396 del 21 aprile 2000, la Consob ha dichiarato l'obbligo dell'intermediario di identificare il cliente, all'apertura del rapporto, secondo quanto previsto dalla l. 197/91: infatti la prassi di identificare l'investitore nelle operazioni via Internet sulla base di una semplice fotocopia del proprio documento d'identità, era in contrasto con la normativa antiriciclaggio (e gli orientamenti dell'Ufficio Italiano Cambi) secondo cui è appunto necessaria l'individuazione diretta del cliente da parte di un intermediario (cfr. comunicato del Ministero del Tesoro del 5 giugno 1992).

9 *Gli scambi organizzati di strumenti finanziari e l'obbligo di concentrazione (Abstract)*

Diverse sono le forme organizzative dei mercati non regolamentati. Di recente si è assistito ad un grande sviluppo dei sistemi alternativi di negoziazione (c.d. Alternative Trading Systems, ATS), cioè sistemi computerizzati, organizzati da intermediari, che operano in tempo reale offrendo svariati servizi tipici di una borsa, tra cui il c.d. *matching* tra domande e offerte⁵⁰.

Tali sistemi, svolgendo una funzione economica non dissimile da quella della borsa, si pongono in competizione con i mercati regolamentati quando i titoli in essi trattati siano pure quotati. Il legislatore italiano, come già quello comunitario, ha inteso riconoscere e non ostacolare l'operatività di questi sistemi, non assoggettandoli alla regolamentazione prevista per i mercati regolamentati, tuttavia sottoponendoli ad obblighi di trasparenza. In particolare l'art. 78 t.u.f., come già l'art. 55 decreto Eurosim e l'art. 20 della l. 1/91⁵¹, legittimano lo svolgimento di scambi organizzati di strumenti

⁵⁰ Si noti che oggi gli acronimi ATS, ECN (Electronic Communication Networks) e PTS (Proprietary Trading Systems) sono utilizzati come sinonimi e, fondamentalmente, per indicare i sistemi alternativi di negoziazione. Negli USA operano circa una decina di ECN che gestiscono più del 30% dei volumi del Nasdaq e circa il 6% dei volumi del New York Stock Exchange (NYSE). Di recente è stata abolita la *rule 390* che prevedeva un obbligo di concentrazione degli scambi in borsa. Cfr. RAPPORTO IRS 2000, *cit.*, 137.

⁵¹ Tale ultimo articolo prevedeva la possibilità, per la Consob, di determinare «modalità di negoziazione, anche diverse dalla negoziazione alle grida ... ed ivi compresa la negoziazione, mediante offerte pubbliche di operatori in proprio, a condizione che le modalità stesse garantiscano condizioni di concorrenzialità e competitività fra gli operatori, dei titoli quotati in borsa o negoziati nel mercato ristretto».

finanziari, prevedendo il potere della Consob di richiedere agli operatori (organizzatori, emittenti ed investitori) dati, notizie e documenti ai fini di trasparenza delle negoziazioni⁵². La Consob con comunicazione n. DM/98097747 del 24 dicembre 1998 ha stabilito per gli SSO oneri informativi elevati.

Circa le caratteristiche operative degli SSO gli organizzatori possono essere intermediari autorizzati ai servizi di negoziazione nei confronti del pubblico che utilizzano l'infrastruttura telematica dei propri sportelli, oppure gestori di reti telematiche per la diffusione di informazioni e altri dati finanziari, nonché le stesse società mercato, "che volessero per così dire ampliare la gamma di prodotti offerti in termini di circuiti di scambio"⁵³.

Le modalità organizzative e di negoziazione sono variabili, ma il più delle volte accade che l'intermediario organizzatore abbia il ruolo di "negoziatore unico" sul SSO operando sia per conto proprio che terzi: in sostanza gli operatori ammessi al sistema non possono negoziare liberamente tra loro. Inoltre l'intermediario organizzatore, per solito svolge la funzione di assicurare la liquidità al SSO ponendosi come *market maker* esclusivo sul sistema. Gli intermediari finanziari autorizzati che aderiscono al SSO

⁵² La natura di tali scambi è controversa: nel t.u.f., come già nel decreto Eurosim, sono regolati sotto l'intestazione "mercati non regolamentati" (nel t.u.f. l'espressione comprende anche gli scambi di fondi interbancari di cui al successivo art. 79), tuttavia si discute se di mercati si tratti. Interessante l'opinione di MOTTI, la quale sostiene che premesso che tali scambi sono organizzati da intermediari (SIM e banche) autorizzati a negoziare anche in proprio, e che non vi è alcun divieto legislativo circa la possibilità di assumere l'esercizio di un mercato da parte degli intermediari/negoziatori, mercato si avrà se, relativamente al singolo intermediario o all'associazione di intermediari organizzatori, l'organizzazione di un sistema di contrattazione presenti quel grado di autonomia rispetto all'attività di intermediazione mobiliare tale da rilevare in quanto attività autonoma e principale, al contrario non si ha mercato *se tale organizzazione sia meramente strumentale all'attività di intermediazione mobiliare e di negoziazione in proprio svolta dagli intermediari*. La prima ipotesi ricorre quando "il gestore-impresa d'investimento partecipi al mercato in posizione di perfetta parità con tutti gli altri aderenti", la seconda quando "il gestore-negoziatore si interponga sistematicamente negli scambi che hanno luogo sul mercato, vincolando in tal senso gli aderenti a concludere affari esclusivamente con lui (e cioè ad indirizzare esclusivamente al gestore-negoziatore le proposte di acquisto o di vendita, o gli ordini di acquisto o di vendita)", Cfr. MOTTI C., *Mercati borsistici ...*, cit., 58 ss. L'Autrice, poi, fornisce una definizione di *proprietary trading systems* come "fascio di relazioni bilaterali fra un partecipante in posizione di predominio e ciascuno degli altri, governate dalle condizioni generali di contratto unilateralmente dettate dal primo". Diversa è l'opinione di chi, partendo dalla funzione economica del mercato, che è quella di assicurare liquidità ad uno strumento finanziario, considera mercati anche i sistemi alternativi di negoziazione, che consentono all'investitore di sottoscrivere un titolo e gli offrono la ragionevole certezza di poter liquidare il proprio investimento. Cfr. per tutti MACHEY J. R. – O'HARA M., cit., 247.

⁵³ ONADO M., cit., 26.

(“operatori”) svolgono attività di raccolta ordini e di negoziazione per conto terzi: essi immettono o cancellano nel sistema le proposte, le quali sono automaticamente ordinate dal mercato in base al prezzo o, in caso di parità di prezzo, in base alla priorità temporale. I sistemi operano su base elettronica adoperando la tecnologia Internet e le negoziazioni possono svolgersi sia in modalità ‘continua’ (adatta per i titoli di maggior spessore), sia mediante asta (che, concentrando in un unico intervallo temporale tutte le proposte di negoziazione, è più adatta per i titoli sottili).

Nel seguito del paragrafo si ricostruisce l’evoluzione degli SSO italiani dagli originari mercati di sportello organizzati dalle banche e la nascita dell’obbligo di concentrazione.

Le negoziazioni allo sportello, che tra l’altro si svolgevano in condizioni poco trasparenti e, caduto il divieto delle banche di negoziare, con grossi rischi di conflitti d’interesse (potendo le banche essere emittenti, negoziatori in proprio e per conto terzi), avevano sottratto liquidità ai mercati c.d. ufficiali, aggravando le possibilità di manipolazione dei corsi. Per tale motivo con la l. 1/91 veniva imposto l’obbligo di concentrazione in borsa degli scambi su titoli quotati, obbligo confermato dall’art. 21 decreto Eurosim e attuato in via temporanea dalla Consob con le delibere nn. 10358 e 11134 rispettivamente del 10 dicembre 1996 e 22 dicembre 1997, e reso infine definitivo dall’art. 7 reg. mercati. Secondo tale normativa gli scambi di strumenti finanziari quotati possono avvenire fuori borsa solo quando superano le dimensioni dei blocchi ovvero quando in tal modo si può conseguire il miglior prezzo – c.d. *best execution* - (compreso tra la migliore proposta in acquisto e la migliore proposta in vendita)⁵⁴, ferma restando la necessità dell’autorizzazione (scritta o orale e relativa a singole operazioni) del cliente (cfr. art. 8 reg. mercati).

Con riguardo agli SSO, riconosciuti per la prima volta dal decreto Eurosim, la normativa sulla concentrazione sembra confliggere con l’impostazione favorevole alla

⁵⁴ La previsione della *best execution* è contenuta anche nel reg. intermediari, tra le norme per la prestazione del servizio di negoziazione (cfr. art. 32, co. 3, che prevede che gli intermediari eseguono le negoziazioni “alle migliori condizioni possibili con riferimento al momento, alle dimensioni e alla natura delle operazioni stesse. Nell’individuare le migliori condizioni possibili si ha riguardo ai prezzi pagati o ricevuti e agli altri oneri sostenuti direttamente o indirettamente dall’investitore”).

liberalizzazione ed alla concorrenza nel campo dei servizi finanziari adottata dal decreto citato prima e di seguito dal t.u.f.

La Consob è intervenuta in materia una prima volta antecedentemente alla realizzazione dei comparti After Hours, chiarendo, con comunicazione n. DM/99071295 del 1-10-1999, che, posto che requisito della *best execution* presupponeva che le negoziazioni negli SSO si svolgessero durante l'orario di apertura dei mercati regolamentati, perché solo in tale ipotesi può aversi l'individuazione del miglior prezzo (confrontando il prezzo di quotazione attuale con quello al quale l'intermediario intenda negoziare fuori mercato), dopo la chiusura dei mercati regolamentati iscritti nell'elenco di cui all'art. 63 t.u.f., era possibile negoziare fuori mercato nel rispetto del solo requisito dell'autorizzazione del cliente⁵⁵. Ciò a conferma della situazione di sostanziale non-concorrenza tra mercati regolamentati e SSO, ai quali ultimi conveniva chiaramente trattare i titoli quotati dopo l'orario di chiusura dei mercati ufficiali⁵⁶.

Con l'approvazione, da parte della Consob, delle modifiche al reg. mercati organizzati ed al reg. Nuovo Mercato che rendono possibili le negoziazioni nei comparti Trading After Hours (TAH) e Trading After Hours Nuovo Mercato (TAHnm), la Commissione ha deciso di modificare le norme del reg. mercati riguardanti la concentrazione, al dichiarato scopo di non ostacolare la concorrenza tra i nuovi comparti e gli SSO. Con delibera 12497 del 20 aprile 2000 è stato aggiunto il comma 4 all'art. 8 reg. mercati (rubricato "condizioni di esclusione dell'obbligo di esecuzione delle negoziazioni nei mercati regolamentati") il quale stabilisce che le negoziazioni di strumenti quotati possano avvenire negli SSO, *fuori dall'orario ufficiale di negoziazione*, in assenza delle condizioni di cui ai commi 1, 2 e 3 (autorizzazione e *best*

⁵⁵ La comunicazione cit. chiariva altresì che gli intermediari che eseguono operazioni fuori mercato sono pur sempre tenuti all'"obbligo di eseguire le negoziazioni alle migliori condizioni possibili in relazione al momento, alla natura ed alle dimensioni delle operazioni" (cfr. art. 32, co. 3, reg. mercati) e sono tenuti agli obblighi di comunicazione e registrazione *ex* artt. 11 e 12 reg. mercati.

⁵⁶ Si pensi agli orari di contrattazione adottati da TLX, un SSO operativo in Italia dalla seconda metà di gennaio 2000 e gestito dalla banca UniCredit Banca Mobiliare. Bisogna infatti distinguere a seconda dello strumento finanziario ammesso alle negoziazioni su TLX: per le azioni, i covered warrant ed i benchmark soggetti al vincolo di concentrazione, le contrattazioni iniziano alle 17.30 (orario di chiusura del mercato gestito dalla Borsa S.p.A.) e terminano alle 22.00, per gli altri strumenti finanziari (azioni estere, obbligazioni non quotate, titoli atipici etc.), l'orario va dalle 08.30 alle 22.00.

execution). Per orario ufficiale si intende l'orario di contrattazione durante il quale i prezzi dei contratti eseguiti concorrono alla determinazione del prezzo ufficiale e cioè l'orario di negoziazione dei mercati regolamentati che non siano After Hours.

Con delibera 12498 del 20 aprile 2000 la Consob ha poi apportato modifiche anche al reg. intermediari e in particolare ha stabilito che la condizione di *best execution* si considera soddisfatta, *al di fuori dell'orario ufficiale di negoziazione*, quando la negoziazione sia eseguita "in un mercato regolamentato o in un sistema di scambi organizzati" (cfr. art. 32, co. 4, secondo trattino, reg. intermediari).

Il tempo testimonierà se le disposizioni citate effettivamente agevoleranno la liquidità e le negoziazioni nel "dopo mercato"; la questione della concentrazione durante l'orario ufficiale di negoziazione resta tuttavia aperta e problematica.