

Luiss

Libera Università
Internazionale
degli Studi Sociali

Guido Carli

CERADI

Centro di ricerca per il diritto d'impresa

I mercati regolamentati italiani: la Borsa.

Biancamaria Raganelli

[giugno 2002]

© Luiss Guido Carli. La riproduzione è autorizzata con indicazione della fonte o come altrimenti specificato. Qualora sia richiesta un'autorizzazione preliminare per la riproduzione o l'impiego di informazioni testuali e multimediali, tale autorizzazione annulla e sostituisce quella generale di cui sopra, indicando esplicitamente ogni altra restrizione

INDICE

<u>PREMESSA</u>	3
<u>1. MERCATI REGOLAMENTATI E MERCATI NON REGOLAMENTATI</u>	5
<u>1.1 Gli Alternative Trading Systems (ATS)</u>	11
<u>2. I MERCATI REGOLAMENTATI ITALIANI</u>	17
<u>2.1 Il processo di privatizzazione dei mercati mobiliari italiani</u>	17
<u>2.2 La società di gestione del mercato</u>	21
<u>2.2.1 Il regime giuridico</u>	21
<u>2.2.2 Il Regolamento</u>	24
<u>2.2.3 Vigilanza sulla società di gestione e sui mercati</u>	25
<u>2.3 Mercati, comparti e segmenti di mercato</u>	28
<u>2.3.1 Il c.d. “mercato dei blocchi”</u>	33
<u>2.4 L’obbligo di concentrazione delle negoziazioni</u>	35
<u>2.5 Gli operatori</u>	39
<u>3. LA BORSA</u>	45
<u>3.1 Il sistema telematico di borsa</u>	45
<u>3.2 La disciplina sulla quotazione</u>	50
<u>3.2.1 Condizioni di ammissione per gli strumenti finanziari e gli emittenti (rinvio)</u>	53
<u>3.2.2 Lo sponsor</u>	55
<u>3.3 Il mercato telematico azionario (MTA)</u>	61
<u>3.3.1 Segmenti</u>	61
<u>3.3.2 Modalità di negoziazione (cenni)</u>	65
<u>3.4 Il progetto di quotazione di Borsa Italiana S.p.A.</u>	68

Premessa.

Con il termine “*mercato*”, in un’accezione generica, si è soliti indicare un complesso di scambi di determinati beni o prodotti e, nel contempo, il “luogo” in cui essi materialmente avvengono.

In campo finanziario detta contrattazione ha ad oggetto strumenti finanziari quali azioni, obbligazioni, titoli di Stato, derivati. Sulla base dei prodotti scambiati il *mercato finanziario* viene tradizionalmente ripartito in tre segmenti: creditizio, assicurativo e mobiliare¹. Detti mercati rispondono essenzialmente all’esigenza di trasferimento “efficiente” (al minimo costo) delle risorse all’interno del sistema economico tra unità in surplus e unità in deficit. Il trasferimento del risparmio avviene attraverso l’emissione e la cessione di strumenti finanziari in cambio di moneta dai c.d. “prenditori di fondi”, gli emittenti (imprese e Stato) ai c.d. “datori di fondi”, i sottoscrittori (famiglie, imprese, investitori istituzionali, intermediari finanziari, la Banca Centrale). Tale ripartizione del mercato finanziario, basata sulla tipologia di prodotti, risulta oggi superata dalla complementarità dei vari strumenti finanziari con conseguente creazione di prodotti “misti” (bancari, assicurativi e mobiliari),

¹ Sul *mercato creditizio* si emettono e si rimborsano strumenti creditizi: strumenti normalmente non destinati alla circolazione (salvo eventuali operazioni di securitizzazione o cartolarizzazione) e personalizzati sulla base delle caratteristiche individuali dei contraenti. Il *mercato assicurativo* è invece caratterizzato dall’emissione di strumenti finalizzati al trasferimento dei rischi in capo ad un intermediario: l’impresa di assicurazione. Il *mercato mobiliare*, infine, è quel segmento del mercato finanziario (complesso delle negoziazioni) su cui si scambiano valori mobiliari, “prodotti finanziari standardizzati naturalmente destinati alla circolazione” (così COSTI RENZO, *Il mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2000, p. 1), titoli rappresentativi di capitale di rischio e di prestiti a medio e lungo termine. Ricordiamo che esistono ripartizioni del mercato finanziario basate su parametri diversi. Con riferimento ad esempio alla durata dei prodotti finanziari scambiati si distingue tra *mercato monetario* e *mercato dei capitali*: sul primo si scambiano strumenti finanziari a breve termine (in genere di durata inferiore ai 12 mesi) quali, ad esempio, BOT, certificati di deposito, accettazioni bancarie, cambiali finanziarie; sul secondo si negoziano strumenti di medio/lungo termine (con vita superiore a 12/18 mesi). In relazione al momento di emissione degli strumenti finanziari si parla di *mercato primario*, relativo allo scambio di titoli azionari e obbligazionari di nuova emissione (es. collocazione di azioni emesse all’atto di costituzione di una società), e *mercato secondario*, in cui si scambiano titoli precedentemente collocati presso il pubblico degli investitori (es. il Mercato Telematico Azionario e il Mercato Ristretto sono mercati secondari regolamentati). In base alla tipologia di operatori che possono accedere al mercato si distingue tra *mercati al dettaglio*, in cui operano le persone fisiche, e *mercati all’ingrosso* (es. l’MTS per i Titoli di Stato) in cui sono presenti operatori specializzati. In relazione infine all’ampiezza territoriale delle contrattazioni si parla di *mercati domestici* o nazionali e *mercati internazionali*.

nonché dalla costituzione di soggetti o di gruppi che operano contemporaneamente su segmenti diversi.

L'espressione "mercato" viene utilizzata in campo giuridico anche per individuare l'organizzazione o le organizzazioni, da cui *mercati "organizzati"*, che prestano servizi diretti a ridurre i costi di transazione che si sostengono nella negoziazione di valori mobiliari: così nella "disciplina dei mercati" contenuta nel Testo Unico della Finanza (TUF)². L'elemento caratterizzante dell'organizzazione è dato dalla presenza di un gestore, il cui compito consiste nella predisposizione delle strutture necessarie alle contrattazioni e nello svolgimento delle eventuali attività ausiliarie agli scambi (servizi connessi)³. All'organizzatore di un mercato finanziario spetta solitamente la selezione degli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione, l'individuazione degli intermediari abilitati agli scambi, la fornitura di servizi di diversa natura quali, ad esempio, l'informativa circa i volumi e i prezzi delle transazioni, oltre che il potere di dettare regole di organizzazione dei mercati che gestisce. L'effetto di detta attività di organizzazione e gestione è quello di agevolare l'incontro tra domanda e offerta e di ridurre i costi di transazione per gli operatori.

In questo contesto i *mercati regolamentati* si configurano come dei mercati organizzati caratterizzati dalla presenza di una disciplina concernente l'organizzazione delle contrattazioni ed il controllo delle stesse. In tal senso si afferma che l'essenza del mercato regolamentato consiste nello "svolgimento di una particolare attività, definibile come *funzione organizzatoria*, necessaria per mettere stabilmente in relazione la domanda e l'offerta di strumenti finanziari e consistente nella disciplina dell'altrui attività di scambio"⁴.

² Il Testo Unico della Finanza d.lgs. 58/1998 dedica alla "disciplina dei mercati" la Parte III, Titolo I, artt. 61-79.

³ Tra gli altri vedi MOTTI, *Il mercato come organizzazione*, in Banca impresa società, 1991, p. 455 e ss. Per una nozione di mercato come istituzione vedi anche COASE R., *Impresa, mercato e diritto*, Bologna, Il Mulino, 1995, pp. 48-49.

⁴ MOTTI, *Mercati borsistici e diritto comunitario*, Giuffrè, Milano, 1997.

1. Mercati regolamentati e mercati non regolamentati.

La nozione di “mercato” desumibile dal TUF, utilizzata anche per individuare la società che organizza e gestisce i mercati (società-mercato), non risulta perfettamente compatibile con quella desumibile dalla *direttiva 93/22/CEE* in materia di servizi di investimento. La direttiva individua una serie di requisiti ritenuti necessari per l’iscrizione di un mercato nell’elenco dei “mercati regolamentati” tenuto dallo Stato d’origine, quali:

- la regolarità di funzionamento: gli scambi hanno luogo secondo modalità predefinite, sia con riferimento ai meccanismi di fissazione del prezzo, sia con riferimento al pagamento e/o trasferimento del bene oggetto dello scambio;

- l’esistenza di una disciplina dettata dalle autorità competenti in ciascuno Stato membro che fissi le regole relative alle condizioni di accesso e di ammissione alle negoziazioni e le modalità di funzionamento;

- la prescrizione del rispetto degli obblighi di trasparenza e comunicazione.

Ai sensi della direttiva comunitaria, dunque, i mercati regolamentati si caratterizzano per la presenza di una precisa regolamentazione circa gli operatori ammessi al mercato, gli strumenti trattati, gli obblighi informativi ai quali sono sottoposti i soggetti operanti, il meccanismo di definizione del prezzo, le modalità di negoziazione, le procedure di liquidazione degli scambi. L’effetto è evidentemente quello di assicurare una uniformità di tipo organizzativo. Trattasi tuttavia di semplici requisiti necessari ai fini dell’applicazione della disciplina comunitaria, che non esauriscono di per sé il più complesso fenomeno di mercato.

Nonostante il legislatore del Testo Unico della Finanza dedichi alla disciplina dei mercati due capi, distinguendo tra “mercati regolamentati” e “mercati non regolamentati”, non esiste una definizione legislativa che chiarisca la differenza. La dottrina distingue solitamente in base alla previsione da parte del legislatore di una disciplina o “statuto speciale”. I mercati regolamentati si caratterizzano per il fatto di essere retti da un sistema di regole organiche che presiedono alla rispettiva organizzazione e funzionamento. Prima della riforma introdotta dal decreto Eurosim⁵ tali regole erano dettate

⁵ D.lgs. n. 415 del 1996.

esclusivamente dalla legge e dalle autorità di vigilanza del settore, disciplina in gran parte di derivazione pubblicistica (leggi, regolamenti amministrativi)⁶. Oggi il TUF demanda alla società di gestione l'emanazione di un regolamento che disciplini l'organizzazione e la gestione del mercato⁷, ciò al fine di garantire l'efficienza, la funzionalità e l'economicità che caratterizzano l'attività d'impresa. L'art. 62 TUF dispone che: *“L'organizzazione e la gestione del mercato sono disciplinate da un regolamento deliberato dall'assemblea ordinaria della società di gestione; (...)”*. Il Regolamento sui mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A. (di seguito il Regolamento)⁸ disciplina l'organizzazione e la gestione del mercato di Borsa nei suoi singoli comparti, del Mercato Ristretto e del Mercato degli strumenti derivati - IDEM. Anche per gli altri mercati sono stati deliberati e approvati specifici regolamenti, in particolare il “Regolamento del Nuovo mercato organizzato e gestito dalla Borsa italiana”⁹, il “Regolamento dei contratti uniformi a termine dei titoli di Stato”¹⁰, il “Regolamento del mercato telematico all'ingrosso dei titoli di Stato”¹¹. Quest'ultimo, ai sensi dell'art. 67 TUF, è approvato dal Ministro del Tesoro, sentite Banca d'Italia e Consob.

Rispetto alla categoria dei mercati organizzati, caratterizzata dalla presenza di una organizzazione delle contrattazioni e della prestazione di servizi connessi, nei mercati regolamentati si aggiunge un elemento ulteriore: la disciplina e il controllo delle stesse¹². Detti mercati sono dunque caratterizzati

⁶ Si parla infatti di mercato/i pubblico/i.

⁷ Per la disciplina concernente il regolamento vedi § 2.2.2.

⁸ Inizialmente deliberato dall'Assemblea di Borsa S.p.A. il 1 marzo 2000 e ritenuto idoneo dalla Consob con delibera 4 aprile 2000 n. 12469, il Regolamento attualmente in vigore è stato deliberato il 6 settembre 2001, approvato dalla Consob con delibera n. 13338 del 14 novembre 2001 e con delibera n. 13377 del 5 dicembre 2001, da ultimo modificato il 22 aprile 2002 (modifiche in vigore dal 1° luglio 2002).

⁹ Inizialmente deliberato il 4 dicembre 1998, approvato dalla Consob il 27 gennaio 1999 e da ultimo modificato con delibera dall'assemblea di Borsa S.p.A. del 6 settembre 2001.

¹⁰ Deliberato dall'assemblea della MIF S.p.A. il 26 novembre 1998 e approvato dalla Consob, d'intesa con Banca d'Italia il 16 dicembre 1998. Le ultime modifiche sono in vigore dal 20.12.2001.

¹¹ Deliberato dall'assemblea ordinaria della MTS S.p.A. e approvato dal Ministero del Tesoro con decreto il 30 giugno 1998.

¹² MOTTI, *Mercati borsistici e diritto comunitario*, op. cit. p. 17. Sullo stesso punto vedi anche SALANITRO, *Società per azioni e mercati finanziari*, Milano, 1998, p. 260.

dalla presenza di un'*organizzazione* e di *regole di funzionamento istituzionalizzate*¹³. L'organizzazione è demandata a specifici operatori, autorizzati a disciplinare l'attività di mercato mediante l'adozione di disposizioni regolamentari (da cui mercato regolamentato) sotto la supervisione di un'autorità pubblica¹⁴. Il regolamento, sottoposto all'approvazione della Consob, contiene l'insieme delle disposizioni che disciplinano 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 di 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 oltre che i criteri per la determinazione dei quantitativi minimi negoziabili.

La Consob concede l'autorizzazione all'esercizio dei mercati regolamentati, *provvedimento abilitativo* subordinato alla sussistenza di determinati requisiti e alla verifica della conformità del regolamento al diritto comunitario e della sua idoneità ad assicurare la trasparenza del mercato, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori¹⁵. Detti mercati sono dunque iscritti in un apposito elenco¹⁶. Ne consegue che, per definizione, mercati regolamentati sono quelli contenuti in tale elenco. Costituiscono caratteri tipizzanti degli stessi la standardizzazione delle negoziazioni dei lotti contrattuali, delle scadenze e delle attività scambiate, oltre che la presenza di organismi centrali di compensazione e garanzia. Se nei mercati sono negoziati titoli obbligazionari privati e pubblici all'ingrosso, diversi dai titoli di Stato, titoli normalmente trattati sul mercato monetario, strumenti finanziari derivati su titoli pubblici, tassi di interesse e valute, l'autorizzazione è concessa dalla Consob sentita la Banca d'Italia. E' conferito al Ministero del Tesoro, del

¹³ La disciplina sui mercati è contenuta oltre che nel TUF (artt. 61-90), nei Regolamenti di Borsa Italiana S.p.A. e MTS S.p.A. e nel regolamento Consob di attuazione del TUF, emanato con delibera 23-12-1998, n. 11768, da ultimo modificato ed integrato con delibera n. 13085 del 18-04-2001.

¹⁴ SALANITRO NICCOLÒ (op. cit., p. 260) parla di "mercato privato sottoposto a vigilanza pubblica".

¹⁵ Art. 63 TUF.

¹⁶ L'elenco è contenuto all'art. 1 della delibera Consob 10386 del 18 dicembre 1996 e successivi emendamenti.

Bilancio e della Programmazione economica, sentite Banca d'Italia e Consob, il potere di disciplinare e di autorizzare i mercati all'ingrosso di titoli di Stato¹⁷.

Si è soliti parlare di *mercati non regolamentati* solitamente per indicare quei mercati non riconosciuti ufficialmente (“non ufficiali”) e dunque non ricompresi nell'elenco dei mercati regolamentati di cui alla delibera Consob 10386/1996, la cui disciplina, come detto in precedenza, non trova fondamento in un sistema di regole organiche.

L'espressione è spesso usata come sinonimo di “*mercati over the counter*” o “*mercati OTC*” per ricomprendere tutti quei sistemi di negoziazione alternativi ai mercati regolamentati o ufficiali, ma non meno importanti dal punto di vista delle transazioni che vi sono effettuate. Si tratta di sistemi di contrattazione normalmente caratterizzati dall'assenza di quotazioni ufficiali, dalla presenza di contrattazioni non standardizzate relativamente agli importi unitari e alle scadenze, dalla mancanza di organismi centrali di compensazione e garanzia, nonché da un'informativa meno trasparente sulla quotazione dei diversi prodotti. Questi elementi implicano, evidentemente, un maggior rischio per gli investitori rispetto ai mercati regolamentati.

In realtà, i sistemi di scambio alternativi a quelli “ufficiali” erano un fenomeno diffuso anche prima della riforma introdotta dal decreto Eurosim¹⁸, in presenza dunque di un modello pubblico di mercato. Le autorità di vigilanza tendevano comunque a garantire una maggiore concentrazione degli scambi sul mercato ufficiale per evitare effetti negativi sulla liquidità e sulla trasparenza delle operazioni. In assenza di precise norme in senso contrario, comunque, si procedeva spesso alla stipulazione di contratti di compravendita di titoli anche al di fuori del mercato di borsa. Solo con la legge n. 1 del 1991 si introducono più stringenti obblighi di concentrazione¹⁹.

Il legislatore del 1996 ha di fatto rimesso all'iniziativa privata l'istituzione e la gestione di sistemi di contrattazione di strumenti finanziari, con la possibilità di optare tra la creazione di mercati regolamentati, sottoposti a determinati controlli e ad uno specifico regime di vigilanza disciplinato nel TUF e la creazione di “strutture alternative”, soggette a controlli pubblici meno stringenti.

¹⁷ Art. 66 TUF.

¹⁸ Vedi § 2.1.

¹⁹ Vedi più diffusamente infra § 2.4.

Il TUF disciplina i c.d. “*scambi organizzati di strumenti finanziari*”. Come chiarito dalla Consob, l’espressione individua “un insieme di regole e di strutture, anche automatizzate (*organizzazione*), che consente in via continuativa o periodica di raccogliere e diffondere proposte di negoziazione di strumenti finanziari e di dare esecuzione a dette proposte con le modalità previste dal sistema (*attività*)”²⁰. Non sono dunque sufficienti meri scambi episodici, ma è necessaria la presenza di una organizzazione in senso stretto, di regole e di struttura. La ratio della disciplina, ora contenuta negli articoli 78 e 79 del TUF, va ricercata nell’esigenza di intervenire, con riferimento alle suddette strutture, a tutela dell’interesse degli investitori e a garanzia del funzionamento del mercato mobiliare.

Il legislatore ne riconosce la libertà di istituzione e gestione, conferendo in via esclusiva alla Consob poteri informativi ed inibitori²¹. Detta autorità ha infatti il potere di “richiedere agli organizzatori, agli emittenti e agli operatori dati, notizie e documenti sugli scambi organizzati di strumenti finanziari”, nonché il potere di vietare le negoziazioni “quando ciò sia necessario per evitare gravi pregiudizi alla tutela degli investitori”²². L’art. 78 del TUF qui citato riproduce sostanzialmente il contenuto dell’art. 55 d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415, eliminando la qualificazione negativa concernente lo svolgersi degli scambi in oggetto “al di fuori dei mercati regolamentati”²³.

Organizzatore di un sistema di scambi organizzato può essere qualsiasi operatore: intermediari, emittenti, grandi investitori, imprese specializzate nell’e-commerce. Non vi sono prescrizioni in merito alla forma giuridica, ai requisiti patrimoniali, all’oggetto sociale, ai modi di esercizio dell’attività. Solo nel caso in cui la gestione integri gli estremi di una prestazione professionale di servizi di investimento nei confronti del pubblico, la fattispecie potrebbe porre

²⁰ Comunicazione Consob n. 98097747 del 24-12-1998 attuativa dell’art. 78 TUF (il corsivo è aggiunto da chi scrive).

²¹ Sulla vigilanza sui sistemi di scambi organizzati di prodotti finanziari vedi infra §2.2.3.

²² Art. 78 T.U.F..

²³ Tale precisazione aveva indotto una certa dottrina a limitare l’ambito di applicazione della disposizione ai soli mercati provvisti di autoregolamentazione, ma privi di autorizzazione per carenza di uno o più dei requisiti richiesti (sul punto vedi FRANCIOSI, *Commento all’articolo 55*, Commentario a cura di Campobasso, Milano, 1997, p. 357 ss.). La tesi citata si basava sull’assunto dell’esistenza di una relazione di identità tra “organizzazione” e “(auto)regolamentazione”.

dei dubbi di compatibilità, vista la riserva di cui all'art. 18 co 1 TUF²⁴. Non sono imposti vincoli in ordine alle eventuali ulteriori attività esercitabili o alla cumulabilità del ruolo di organizzatore ed operatore o, infine, al sistema di contrattazione ed esecuzione degli ordini.

La piena operatività riconosciuta agli scambi organizzati dal decreto Eurosim, in linea peraltro con l'attenuazione dell'obbligo di concentrazione degli scambi²⁵, consente a dette strutture di competere, nell'ambito degli strumenti in essi negoziati, con i mercati regolamentati. In tale prospettiva, si è sostenuto che gli effetti benefici per l'intero sistema finanziario che ne conseguono - la maggiore competitività dei mercati regolamentati, uno stimolo all'innovazione, un possibile contenimento dei costi di negoziazione per la clientela -, possono essere considerati di gran lunga superiori ai limiti derivanti da un minore spessore e una minore trasparenza delle transazioni. Un ulteriore impulso in tal senso è stato fornito dall'avvio da parte di alcuni di tali sistemi del *c.d. trading after hours*, come possibilità di negoziare anche oltre la chiusura dei mercati regolamentati²⁶.

Alla luce delle considerazioni svolte può affermarsi che, nonostante la rubrica del capo II, parte III del TUF, la nozione di "mercato non regolamentato" non coincide con quella di scambi organizzati di prodotti finanziari. Si tratta di questione terminologica rilevante ai fini della precisazione del campo di applicazione della disciplina legislativa in oggetto. L'espressione "mercati non regolamentati" individua una categoria residuale rispetto a quella di "mercati regolamentati" ed in tale accezione è utilizzata come sinonimo di *mercati over the counter*. Gli scambi organizzati di cui all'art. 78 rappresentano una categoria più ristretta di mercati non regolamentati, con riferimento ai quali il legislatore ha ritenuto opportuno introdurre una sia pur minima "regolamentazione" a tutela degli investitori²⁷.

²⁴ In tal caso si porrebbe il problema dell'applicabilità cumulativa del regime dei servizi di investimento e del regime in materia di organizzazione di sistemi di scambi. Sul punto vedi più diffusamente CAPRIGLIONE, *Commentario al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58*, p. 738-739.

²⁵ Vedi infra § 2.4.

²⁶ Il trading after hours (THA) e il trading after hours nuovo mercato (THAnm) sono oggi considerati comparti rispettivamente del Mercato di borsa e del Nuovo Mercato (vedi infra § 2.3).

²⁷ La questione ha comunque sollevato in dottrina opinioni diverse. Si è infatti osservato che, se si considerano gli scambi organizzati una species del genus mercati non

1.1 Gli Alternative Trading Systems (ATS).

Il recente espandersi del processo di globalizzazione dei mercati finanziari, favorito dallo sviluppo tecnologico e dalla diffusione di Internet, ha consentito l'ampliamento delle possibilità di distribuzione e l'accrescimento della gamma dei prodotti, l'allungamento degli orari di negoziazione e una forte riduzione dei costi di transazione. A questi mutamenti si è accompagnata la progressiva evoluzione della normativa - la Direttiva europea sui servizi di investimento, il Testo Unico della Finanza, la nuova disciplina Consob -, che ha di fatto contribuito all'ampliamento dei mercati nazionali, oltre che dei soggetti che organizzano e gestiscono i sistemi di negoziazione. Le tendenze attualmente in atto sono, da un lato, nel senso della formazione di mercati ufficiali su scala europea ed internazionale, attraverso accordi ed alleanze tra singole borse nazionali²⁸; dall'altra, la nascita e lo sviluppo dei cosiddetti Electronic Communication Networks (ECN) - ATS (Alternative/Automated Trading Systems), circuiti di negoziazione telematici di valori mobiliari, alternativi ai mercati tradizionali.

I due termini, ECN – ATS, sono oggi frequentemente utilizzati come sinonimi. In realtà, l'espressione Electronic Communication Networks viene utilizzata per la prima volta dalla SEC nelle disposizioni dell'Order Handling Rule del 1997. ECN e ATS sono entrambi sistemi di comunicazione elettronica

regolamentati e dunque comunque "mercati", si lasciano fuori dall'ambito di applicazione dell'art. 78 gli scambi che non presentino gli elementi costitutivi di un "mercato", come ad esempio il pluralismo degli operatori ammessi a prendere parte ai processi di scambio, o in cui esistono poche regole sufficienti a garantire la funzionalità delle infrastrutture. Si porrebbe così fuori dalla portata della norma l'ipotesi più ricorrente dei circuiti di negoziazione alternativi ai mercati ufficiali: si pensi ai c.d. proprietary trading system caratterizzati dall'essere a servizio esclusivo di un determinato operatore e strutturati in modo da consentire agli utenti di negoziare con un singolo aderente (contraente o commissionario). Secondo altri l'ambito di applicazione dell'articolo 78 andrebbe piuttosto individuato de residuo, sottraendo dal novero dei sistemi di scambi organizzati i mercati regolamentati: mercati regolamentati e mercati non regolamentati sarebbero due species del comune genus sistemi di scambi organizzati. Il rischio di tale impostazione è però quello di restringere la fattispecie alla sola offerta di servizi di supporto "idonei a consentire o ad agevolare lo scambio di strumenti finanziari", mentre, perché si possa avere una organizzazione di un processo di scambio non si può prescindere da un impegno dell'organizzatore stesso a prendere parte ai processi di scambio. Condizione necessaria e sufficiente per aversi organizzazione degli scambi sarebbe piuttosto "l'esistenza di procedure e/o strutture e servizi (...) in grado di soddisfare almeno una delle funzioni di un mercato borsistico: ricerca della controparte, price discovery, rapidità e sicurezza nella conclusione ed esecuzione delle operazioni". Sul punto CAPRIGLIONE, *Commentario al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58*, p. 738-739.

²⁸ Vedi infra § 3.4.

che consentono l'incrocio di domanda e offerta di compravendita titoli, garantendo l'anonimato degli operatori. Originariamente gli ECN nascono come sottoinsieme degli ATS, nei quali si era soliti far rientrare anche altri sistemi di negoziazione, come ad esempio i c.d. crossing networks, i call markets e i c.d. matching systems. Queste differenze sono venute sfumando nel corso del tempo, così come sembrano progressivamente dissolversi, anche per effetto dell'evoluzione normativa, quelle tra ATS-ECN e borse ufficiali. Di fatto gli ECN devono essere registrati presso la SEC come broker/dealer ed operano principalmente sul mercato americano del Nasdaq, sia pure tramite i c.d. Intermarket Trading Systems (ITS) possono collegarsi anche ad altri mercati. Per gli ATS, invece, non esistono obblighi di tal genere.

Elementi caratterizzanti gli ECN sono la trasparenza, perseguita attraverso regole chiare, informazioni in tempo reale sui prezzi, facilità di accesso e la liquidità garantita da una struttura mista di ordini e market makers. Il fenomeno ha assunto una portata internazionale di rilievo, ponendo importanti questioni anche in merito alla natura ed all'estensione degli interventi regolamentari²⁹. Il mercato alternativo degli ECN, di origine statunitense, si è diffuso in Italia attraverso il mercato TLX (TradingLab Exchange)³⁰ di Unicredit. Si tratta di un sistema elettronico di scambi organizzati gestito da Tradinglab, il laboratorio di finanza personale di Unicredit Banca Mobiliare, sul quale, per il tramite di un intermediario, è possibile negoziare azioni, obbligazioni, covered warrant, benchmark ed altri titoli, anche oltre la chiusura dei mercati regolamentati. Questo mercato consente in questo modo l'ampliamento della gamma dei prodotti e dei servizi, oltre che degli orari di negoziazione.

In quanto sistema di scambi organizzato, TLX trova il proprio fondamento normativo nell'art. 79 del TUF e nel Regolamento del 10 settembre 2001, in cui è disciplinata l'organizzazione e la gestione del sistema di scambi organizzati (SSO). Nel Regolamento sono descritti i caratteri distintivi, la gamma degli strumenti, i vantaggi, l'integrità e la trasparenza, l'interconnessione. Più in particolare, sono precisate le condizioni e le modalità di ammissione, esclusione e sospensione degli strumenti finanziari e degli

²⁹ Sulla questione vedi tra gli altri RABBITTI BEDOGNI C., *I sistemi di scambi organizzati*, in Dalla Banca alla Eurobank: Nuovi mercati e nuove regole, Sesto Rapporto sul sistema finanziario italiano della Fondazione Rosselli, 2001.

³⁰ La diffusione tramite gli operatori avviene tramite It Software e la sua piattaforma Easy Trade.

operatori dalle negoziazioni; le condizioni e le modalità di svolgimento delle negoziazioni e di funzionamento dei servizi strumentali; condizioni e modalità di ammissione dei marker makers; gli obblighi degli operatori; le modalità di accertamento, pubblicazione e diffusione delle informazioni³¹. Viene inoltre individuato un Comitato con il compito di approvare le disposizioni tecniche di funzionamento del mercato, nonché di assicurare gli obblighi di informativa. Gli obblighi di segnalazione previsti dalla comunicazione Consob DM/98097747 del 24.12.1998 sono assolti da Tradinglab tramite le strutture informatiche di TLX.

L'attività svolta su tale mercato ha posto, in un primo momento, alcune questioni di compatibilità con il vigente obbligo di concentrazione sui mercati regolamentati. Ai sensi del Regolamento Consob n. 11768 del 1998, gli strumenti finanziari negoziati sui mercati regolamentati riconosciuti devono essere trattati solo in tali sedi. In una successiva comunicazione³² la stessa Consob ha però chiarito che le negoziazioni eseguite in orari in cui nessuno dei mercati regolamentati risulta aperto non soggiacciono all'obbligo di concentrazione³³.

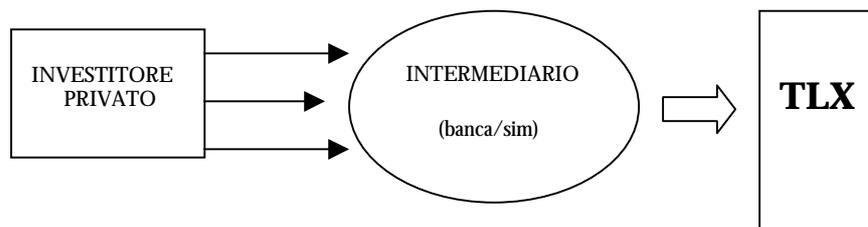
TLX è definita un'applicazione "business-to-business" ed in questo si distingue dai sistemi di on-line brokerage: su TLX sono ammessi esclusivamente gli intermediari che operano per conto dei loro clienti finali. Possono aderire a tale mercato gli intermediari finanziari (banche o SIM) autorizzati che rispondano ai requisiti di solvibilità fissati e valutati da Tradinglab e che abbiano sottoscritto un contratto di adesione al mercato. Gli investitori privati possono usufruire del servizio, tramite il Borsino, la banca telefonica o tramite i servizi di trading on line e solo se il loro broker abbia deciso di aderire al circuito³⁴.

³¹ Art. 1.1 del Regolamento di TLX (10 settembre 2001).

³² Comunicazione DM/99071295 del 1.10.1999.

³³ Sull'obbligo di concentrazione sui mercati regolamentati vedi oltre § 2.4.

³⁴ Vedi più diffusamente CYBO OTTONE A., *Strategia e struttura dei mercati organizzati per la contrattazione di valori mobiliari*, in *Bancaria*, n. 3, 1997.



Tali sistemi di trading alternativi offrono numerosi *vantaggi* per investitori ed intermediari. Nel caso di TLX questi sono, tra gli altri, l'estensione dell'orario di contrattazione di cui si è detto, la possibilità di operare in orari italiani su titoli esteri sempre quotati in euro, con commissioni pari a quelle delle azioni italiane, la possibilità di trasmettere ordini con limite di prezzo ed ancora, la liquidità garantita dalla presenza di Tradinglab come market maker³⁵. La quotazione di strumenti esclusivi, quali ad esempio particolari covered warrant, può rappresentare una alternativa concorrenziale ai tradizionali prodotti di Borsa S.p.A.. Per effetto della concorrenza innestata dalla presenza di TLX, anche Borsa Italia ha previsto l'estensione della durata delle negoziazioni, introducendo i comparti Trading After Hours e Trading After Hours Nuovo Mercato. Dal lato degli intermediari poi costituiscono indubbi vantaggi l'offerta di una informativa in tempo reale su tutti gli strumenti quotati e sulle statistiche delle transazioni effettuate, l'adempimento centralizzato agli obblighi nei confronti della Consob, l'accesso ai mercati regolamentati.

L'attività svolta su tale mercato è registrata in files elettronici in modo tale da poter conoscere in qualsiasi momento la dinamica delle proposte di negoziazione e delle contrattazioni legate ad ogni singolo strumento (audit trail). Da un lato i files sono disponibili per la consultazione in qualsiasi momento da parte della Consob; dall'altro Tradinglab provvede, attraverso le proprie strutture telematiche, alla diffusione tempestiva al pubblico delle informazioni concernenti le condizioni di mercato (prezzi, rischi e contratti) e le singole operazioni effettuate. In tal senso si afferma che il sistema garantisce *integrità e trasparenza*. Le operazioni concluse sono regolate da sistemi di liquidazione automatici.

³⁵ In ogni momento è sempre esposto un prezzo denaro ed un prezzo lettera per tutti gli strumenti. L'investitore può applicare il prezzo del market maker o inviare la propria proposta contribuendo alla formazione dei prezzi di mercato.

TLX presenta una struttura di mercato ad asta continua competitiva, con presenza di market maker³⁶ (Tradinglab). Questi inserisce proposte in acquisto ed in vendita su tutti i titoli quotati e durante tutto lo svolgimento delle contrattazioni. Il market maker ha il compito di assicurare la liquidità del mercato su cui opera, esponendo in maniera continuativa prezzi-denaro³⁷ e prezzi-lettera³⁸, ma la c.d possibilità di “fare prezzi” non è una sua prerogativa esclusiva. Si dice infatti che TLX è un mercato a struttura mista: nei book sono presenti sia proposte di negoziazione del market-maker, sia quelle di altri operatori, che inviano al mercato ordini con limite di prezzo. Come già detto, gli altri operatori possono decidere di accettare la proposta di acquisto o di vendita del market-maker, oppure fare un'altra proposta. In questo TLX si discosta dai modelli prevalenti in altri mercati, dove gli investitori possono acquistare o vendere solo ai prezzi fissati dai marker maker (c.d. mercato quote driven), si pensi al mercato all'ingrosso dei titoli di Stato (MTS) o al Nasdaq. Il mercato ad asta competitiva continua consente invece di scambiare titoli ad un prezzo d'asta, alla cui formazione possono contribuire tutti gli operatori. La microstruttura di TLX, ad asta competitiva pura con presenza di market maker, consente di associare i vantaggi di entrambi i modelli.

TLX rappresenta la prima esperienza europea di ECN. In realtà, le linee di sviluppo del modello statunitense sembrano assumere prospettive in parte diverse. Mentre infatti negli Stati Uniti gli ECN si sono fatti strada come alternativa al Nasdaq, proponendo un meccanismo di formazione dei prezzi più trasparente e competitivo rispetto alle Borse tradizionali, in Europa il modello si propone prima di tutto come strumento per superare i confini geografici dei mercati nazionali, consentendo l'accesso facilitato ad una più ampia gamma di prodotti³⁹. Si tratta di chiarire se nella realtà lo strumento degli ECN si rivelerà un fattore di ausilio nel processo di integrazione delle

³⁶ Sulla figura dell'operatore market-maker vedi infra § 2.5.

³⁷ Prezzo a cui l'intermediario è disposto a comprare.

³⁸ Prezzo a cui l'intermediario è disposto a vendere.

³⁹ Sul punto vedi NIEDDU FRANCESCA, *TLX: Tutti i mercati in un solo mercato, con un unico orario. Il fenomeno ECN in America e in Europa*, su www.Money.it, Notizie e aggiornamenti per la finanza personale, 5 ottobre 2000.

Borse europee, o se invece, come altri sostengono⁴⁰, essi costituiscono di fatto una delle ragioni del mancato decollo dei progetti di integrazione avanzati.

⁴⁰ Vedi tra gli altri DEBENEDETTI LEO, *TLX One Stop Shop*, su www.mymoney.it,
Notizie ed aggiornamenti per la finanza personale, 5 ottobre 2000.

2. I mercati regolamentati italiani.

2.1 Il processo di privatizzazione dei mercati mobiliari italiani.

Ai sensi dell'articolo 61 del TUF *“l'attività di organizzazione e gestione di mercati regolamentati di strumenti finanziari ha carattere d'impresa ed è esercitata da società per azioni, anche senza scopo di lucro (società di gestione)”*. La disposizione riproduce l'articolo 46 del d.lgs 23 luglio 1996, n. 415⁴¹ e segna il passaggio da un regime con connotazioni pubblicistiche e una nozione di mercato come “pubblico servizio” ad un sistema fondato su una nozione di mercato come “impresa privata”⁴², operante in un regime di concorrenza e di autoregolamentazione⁴³, in cui l'intervento delle pubbliche autorità è limitato alla verifica della sussistenza e della permanenza dei presupposti necessari a garantire la trasparenza, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori⁴⁴.

Il precedente sistema pubblicistico, prevalso fin dagli inizi del secolo nel nostro Paese⁴⁵, risultava caratterizzato da un'architettura istituzionale incentrata sulla presenza costante di *organi pubblici* (Camere di Commercio,

⁴¹ C.d. decreto Eurosim.

⁴² In quanto tale l'attività di organizzazione e gestione di mercati regolamentati gode della tutela costituzionale per il tramite dell'art. 41.

⁴³ Sul punto vedi tra gli altri DRAGHI, *Commento sub art. 46*, in *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari*, a cura di Capriglione, Padova, 1997, p. 390.

⁴⁴ Per una ricostruzione della nascita ed evoluzione del mercato di borsa e delle differenze tra mercati privati, mercati pubblici e mercati regolamentati si veda SALANITRO Niccolò, *Società per azioni e mercati finanziari*, Giuffrè, Milano, 1998.

⁴⁵ Ricordiamo che già il codice di Commercio del 1865 in conformità al modello istituzionale francese, imperniato su una organizzazione pubblica della borsa, riservava l'istituzione delle Borse di commercio all'iniziativa delle Camere di Commercio previa emanazione di un Decreto Reale autorizzativo. Il Codice di Commercio del 1882 abbandona parzialmente e solo per un breve periodo l'impostazione pubblicistica, ispirandosi al modello anglosassone di borsa autogestita. La gestione delle strutture necessarie e dei relativi servizi, così come la vigilanza sugli agenti di cambio, era rimessa alle stesse Camere di Commercio, organismi pubblici non territoriali. Risale comunque al 1913 la prima disciplina organica sulle borse di commercio, Borse Merci e Borse Valori (l. 20 marzo 1913, n. 272 con il relativo regolamento di attuazione approvato con R.D. n.1068) che detta un ordinamento istituzionale dei mercati dal carattere prevalentemente pubblico.

Deputazioni di borsa e, successivamente Consob⁴⁶ e Consiglio di borsa⁴⁷) nei processi di regolamentazione, organizzazione e controllo. I mercati nascevano per atto dell'autorità pubblica, erano gestiti da organismi titolari di funzioni pubbliche e offrivano servizi remunerati con tariffe pubbliche.

Il sistema delineato dalla *legge n. 1 del 1991* (c.d. legge SIM) ruotava intorno al Consiglio di Borsa, nominato con decreto del Ministero del Tesoro e tendenzialmente rappresentativo degli operatori del mercato borsistico. L'istituto accentrava tutte le competenze organizzative, tecniche e consultive dei precedenti organi locali ed era deputato a gestire il mercato mobiliare nel suo complesso, anche se la titolarità dell'attività di vigilanza, gestione e organizzazione permaneva in capo alla Consob. Il mercato operava in un regime protezionistico, garantito da barriere di diversa natura - fiscali, valutarie e operative - che ne ostacolavano l'accesso da parte di operatori esteri.

Il processo di globalizzazione dei mercati a livello internazionale, favorito dallo sviluppo tecnologico ed accompagnato dall'affermarsi di nuovi prodotti finanziari e di nuovi intermediari ha reso urgente, anche in Italia, una riforma del sistema in una prospettiva maggiormente concorrenziale. L'evoluzione verso una forma di mercato "privata" è scandita dall'emanazione della *direttiva 93/22/CEE* che ammette al mutuo riconoscimento le autorizzazioni nazionali in materia di servizi di investimento e i mercati regolamentati. Le imprese di investimento comunitarie sono così messe nella condizione di operare su uno qualunque dei mercati interni alla Comunità, con conseguente concorrenza non solo tra intermediari, ma anche tra le stesse organizzazioni di mercato (i mercati tout court). In questa prospettiva è prescritto agli Stati membri di adottare una struttura del mercato che non ostacoli l'accesso da parte di operatori abilitati, anche non nazionali⁴⁸.

Il Decreto legislativo n. 415 del 23 luglio 1996, emanato in attuazione delle direttive comunitarie 93/6 e 93/22, afferma espressamente la natura imprenditoriale dell'attività di organizzazione e di gestione dei mercati

⁴⁶ Ricordiamo che la Consob fu istituita con legge n. 216 del 1974. Detta legge, unitamente al relativo regolamento attuativo D.P.R. n. 138 del 1975, attribuisce alla costituenda autorità la titolarità delle funzioni relative "all'organizzazione e al funzionamento delle Borse valori, nonché all'ammissione dei titoli a quotazione" (art. 1 DPR 138/1975), prima spettanti alle Camere di Commercio e alle autorità locali di Borsa.

⁴⁷ Previsto dalla legge n.1 del 1991 (c.d. legge SIM) e nominato con decreto del Ministero.

⁴⁸ Considerando n. 39 Direttiva 93/22/CEE.

regolamentati e contestualmente la tendenziale separazione soggettiva e funzionale tra gli organismi esercenti le suddette attività, cui viene altresì riconosciuta competenza a regolamentare molteplici aspetti della struttura e della operatività del mercato, e le autorità titolari di poteri di vigilanza e di controllo. Il mercato si configura così quale risultato di autonome scelte imprenditoriali imputate alla società-mercato, nata per iniziativa privata e soggetta ad autorizzazione e controllo pubblico. Detto processo di privatizzazione dei mercati si caratterizza rispetto all'analogo fenomeno avvenuto nel settore bancario, per l'attribuzione alla società di gestione dei mercati di "poteri di gestione, autoregolamentazione e intervento"⁴⁹.

Gli articoli 56 e 57 del *d.lgs. 415/96* disciplinano il processo di trasformazione dei mercati regolamentati italiani. Al termine della procedura che ha portato allo scioglimento dei precedenti organismi pubblici, la gestione dei mercati esistenti viene affidata a tre società di gestione appositamente costituite e controllate da intermediari finanziari: la *Borsa Italiana S.p.A.*, che accentra le dieci borse valori prima esistenti in Italia, la *MTS S.p.A.* e la *MIF S.p.A.*.

Con l'acquisizione da parte di Borsa Italiana della totalità delle azioni della MIF S.p.A., avvenuta nel corso del 1998 e del successivo assorbimento mediante fusione per incorporazione, si è perfezionata l'auspicata concentrazione della gestione dei mercati derivati in un'unica società. Le società di gestione attualmente operanti in Italia sono, dunque, Borsa Italiana S.p.A., caratterizzata dal perseguimento dello scopo di lucro⁵⁰, e MTS S.p.A..

Con autorizzazione della Consob⁵¹ la Borsa Italiana S.p.A. diventa una società di gestione dei mercati operativa a tutti gli effetti e si procede ad una riorganizzazione dei mercati, dando vita ad una nuova struttura organizzativa, effettivamente operativa dal 1° settembre 1998.

L'intervento pubblico risulta limitato alla fase di vigilanza oltre che alla procedura di autorizzazione, subordinata alla verifica della presenza e permanenza di particolari requisiti da parte della società di gestione⁵² e delle

⁴⁹ Art. 21, c. 1, lett. q legge delega n. 52 del 1996.

⁵⁰ L'art. 26 dello statuto della Borsa S.p.A. prevede la ripartizione degli utili tra i soci.

⁵¹ Con delibera n. 11091 del 12-12-1997 la Consob, sentita la Banca d'Italia, autorizza la Borsa Italiana S.p.A. ad operare a partire da 2-1-1998.

⁵² Capitalizzazione, onorabilità e professionalità degli esponenti aziendali, onorabilità dei partecipanti al capitale, esclusività dell'oggetto (art. 61, co. 2, 3 e 5 e 63 c. 1 TUF).

condizioni necessarie a garantire la trasparenza del mercato, la tutela degli investitori e l'ordinato svolgimento delle negoziazioni. L'attuale sistema, basato sulla previsione di un intervento di regola successivo dell'autorità amministrativa, in funzione di controllo e non di indirizzo, lascia dunque all'iniziativa privata la libertà di adottare gli assetti disciplinari più funzionali allo sviluppo di mercati efficienti, salvaguardando nel contempo le esigenze di vigilanza⁵³.

⁵³ Si è a riguardo sostenuto che una vigilanza che erodesse i limiti previsti dal nuovo sistema, vanificherebbe gli effetti dell'autoregolamentazione e farebbe di fatto rivivere nella Consob i poteri d'indirizzo legittimati dal precedente sistema pubblicistico (tra gli altri DE RITIS RUBINO, *Commento sub articolo 47*, in "L'Eurosim" a cura di Campobasso, Milano, 1997, p. 317).

2.2 La società di gestione del mercato.

2.2.1 Il regime giuridico

Il regime giuridico cui sono sottoposte le società di gestione del mercato presenta degli indubbi elementi di specialità. Il legislatore, pur affermando il carattere d'impresa dell'attività di organizzazione e gestione dei mercati regolamentati di strumenti finanziari ed attribuendone la relativa attività a società per azioni anche senza scopo di lucro, in considerazione della riconosciuta rilevanza pubblica degli interessi sottesi al funzionamento dei mercati finanziari, si preoccupa di delineare uno speciale statuto soggettivo per le società di gestione. La disciplina generale contenuta agli articoli 61 e seguenti del Testo Unico della Finanza trova attuazione nella regolamentazione secondaria di competenza della Consob e per taluni specifici aspetti del Ministro del Tesoro, del Bilancio e della Programmazione Economica. Contribuisce a delineare il regime giuridico della società mercato il Regolamento deliberato dall'Assemblea ordinaria della società e le relative Istruzioni.

La forma giuridica prescelta per la società di gestione si giustifica in considerazione della particolare duttilità della relativa disciplina, più facilmente modellabile agli impulsi prodotti dal sistema competitivo internazionale. Il legislatore ha optato per la forma giuridica di società per azioni ritenendola il modello concorrenziale ottimale, pur precisando il possibile utilizzo dello stesso per scopi diversi da quello della divisione degli utili tra i soci (c.d. scopo di lucro). L'adozione del modello consortile o della società cooperativa sarebbe forse stato maggiormente adatto a quegli intermediari che mirano semplicemente ad uno svolgimento più vantaggioso della propria attività. La ratio della scelta legislativa viene da alcuni rintracciata nella volontà di non sostituire un "monopolio privato di tipo corporativo" al monopolio pubblico che si intendeva sopprimere⁵⁴. Si è d'altro canto sostenuto che, data la previsione di una possibile assenza dello scopo lucrativo, sarebbe ammissibile configurare la società di gestione anche come mero centro di gestione, nato

⁵⁴ Sul punto vedi DRAGHI, *Sub art. 46*, in *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari*, a cura di Capriglione, Padova, 1997, p. 391-392.

dall'esigenza di ripartizione dei costi congiunti avvertita dagli intermediari⁵⁵. L'assenza dello scopo di lucro potrebbe infatti consentire la costituzione della società di gestione nella forma di società consortile per azioni con la previsione ai sensi dell'articolo 2615 ter c.c. dell'obbligo dei soci di versare contributi in denaro, contenuta nell'atto costitutivo.

L'art. 61 TUF demanda alla Consob il compito di stabilire con regolamento il capitale minimo di dette società, nonché le attività connesse e strumentali a quelle di organizzazione e gestione⁵⁶. Secondo una certa dottrina⁵⁷, la scelta di fissare un capitale minimo non è legata ad esigenze di stabilità, dal momento che la società di gestione non assume rischi in proprio, ma piuttosto all'esigenza di garantire la serietà dell'iniziativa. La delibera Consob precisa che per "capitale minimo" vada inteso "l'ammontare minimo del capitale della società di gestione versato ed esistente⁵⁸". Le c.d. attività connesse e strumentali, che concorrono a determinare i servizi che un mercato organizzato può offrire ad intermediari, emittenti ed investitori, sono contenute nel catalogo stilato dalla Consob⁵⁹.

Al Ministro del Tesoro spetta di determinare con regolamento e sentita la Consob i requisiti di professionalità ed onorabilità dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo e i requisiti di onorabilità dei soci detenenti partecipazioni rilevanti. Il Ministro del Tesoro con *decreto 18 marzo 1998, n. 147* aveva individuato i requisiti di professionalità ed onorabilità per gli esponenti aziendali, dei partecipanti al capitale e la soglia di partecipazione rilevante, fissata nella misura del 5% del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto⁶⁰. In assenza di detti requisiti non era possibile esercitare il diritto di voto per le azioni o quote eccedenti e nell'ipotesi di partecipazione di controllo, per l'intera partecipazione. La disciplina ora contenuta *nell'art. 61 del TUF* ha di fatto adeguato il regime giuridico delle

⁵⁵ SABATINI, *La gestione dei mercati servizi di regolamento: il passaggio da pubblico a privato*, in Il Testo Unico dell'Intermediazione Finanziaria: commentario al D. Lgs. 24 Febbraio 1998, n. 58, a cura di Rabbitti Bedogni, Milano 1998, p. 458.

⁵⁶ Art. 4 delib. Consob 23.12.1998, n. 11768.

⁵⁷ DRAGHI, op. cit. , p. 395.

⁵⁸ Ai sensi dell'art. 2410, co. 1, c.c. tale momento indica il riferimento all'ultimo bilancio approvato. Tale precisazione ha sollevato in dottrina dubbi di eccesso di delega.

⁵⁹ Art. 5 della delibera Consob 23.12.1998, n. 11768.

⁶⁰ Art. 5 del Regolamento del Ministro del Tesoro.

società di gestione del mercato a quello delle banche, delle SICAV, delle SIM e delle SGR. Per gli esponenti aziendali l'assenza dei suddetti requisiti importa la decadenza dalla carica. Per i partecipanti al capitale, invece, l'assenza dei requisiti e l'omessa comunicazione alla Consob degli acquisti o cessioni di partecipazioni nella società comportano la sospensione del diritto di voto inerente alle azioni eccedenti la soglia fissata e l'impugnativa⁶¹ delle deliberazioni assunte con il voto determinante di quei soggetti che avrebbero dovuto astenersi dal votare.

Oltre che per gli elementi sopra esposti, il peculiare regime giuridico prescritto per le società-mercato si caratterizza per l'esclusività dell'oggetto sociale, la sottoposizione dei bilanci a revisione contabile e per una peculiare disciplina dei trasferimenti delle partecipazioni al capitale sociale. E' altresì disposto che le società di gestione possano assumere partecipazioni in società che svolgano in via esclusiva o principale dette attività; in società autorizzate a gestire servizi di compensazione e liquidazione delle operazioni su strumenti finanziari non derivati; in società, italiane o estere, di gestione dei mercati; in società di gestione di sistemi di compensazione e garanzia per le operazioni relative a strumenti finanziari derivati; in società di gestione di sistemi di gestione accentrata di strumenti finanziari.

Oltre alle attività connesse e strumentali che la società di gestione può esercitare, la stessa è tenuta necessariamente a svolgere una serie di attività ritenute dalla legge essenziali per l'organizzazione ed il corretto funzionamento del mercato, tra le quali

- predisporre le strutture, fornire i servizi di mercato e determinare i corrispettivi ad essa dovuti dagli intermediari e dagli emittenti;
- adottare "tutti gli atti necessari per il buon funzionamento del mercato" e verificare il rispetto del regolamento da parte degli intermediari e degli emittenti;
- disporre "l'ammissione, l'esclusione e la sospensione degli strumenti finanziari e degli operatori dalle negoziazioni";
- comunicare "alla Consob le violazioni del regolamento del mercato", segnalando le iniziative assunte per la loro eliminazione.

⁶¹ L'impugnativa può essere esercitata anche dalla Consob.

- provvedere alla gestione e alla diffusione al pubblico delle informazioni e dei documenti che gli intermediari devono rendere pubblici;
- istituire e gestire il registro delle operazioni effettuate sul mercato;
- provvedere agli altri compiti ad essa eventualmente affidati dalla Consob.

2.2.2 Il Regolamento

Secondo la disciplina dettata dal Testo Unico della Finanza la società che intenda procedere alla organizzazione e gestione di un mercato regolamentato deve dotarsi di un regolamento che definisca il programma concernente la propria attività. Questo viene reso pubblico secondo le modalità fissate dalla Consob. Il contenuto minimo è fissato per legge all'art. 62 TUF e riguarda:

- 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 contratto ammessi, nonché i criteri per la determinazione dei quantitativi minimi negoziali.

Anche se oggetto di valutazione da parte della Consob in sede di autorizzazione all'istituzione del mercato, detto regolamento è ritenuto un atto di autonomia privata. Le norme in esso contenute sono di diritto privato come i rapporti che vengono ad instaurarsi tra società di gestione, intermediari ed emittenti. Ne consegue che le eventuali controversie che dovessero sorgere tra questi soggetti sono di competenza dell'autorità giudiziaria ordinaria. Pur potendo essere considerato un atto di amministrazione, è disposto che sia deliberato dall'assemblea ordinaria della società, vista l'importanza dello stesso per la società e potendo con esso attribuire il potere di dettare norme di attuazione al Consiglio di Amministrazione. Infatti, l'attribuzione di tale competenza all'assemblea ordinaria della società di gestione, organo che raccoglie opinioni eterogenee provenienti anche da forze non rappresentate nel

Consiglio di amministrazione, si pone come forma di tutela delle minoranze, legittimate altresì a sollecitare la convocazione dell'assemblea per eventuali delibere circa il contenuto delle disposizioni regolamentari (art. 2367 c.c.) e come presidio contro eventuali conflitti di interesse.

Ciò nonostante, il Testo Unico prevede la possibilità che lo stesso regolamento attribuisca al Consiglio di Amministrazione il potere di dettare disposizioni attuative. In dottrina si è altresì sostenuta non preclusa l'ammissibilità del rilascio di deleghe, sia pure subordinata ad una puntuale determinazione nel regolamento di limiti a fondamento delle stesse⁶². Si esclude invece la delega relativa al contenuto minimo fissato all'art. 62 TUF, oltre che la modifica di disposizioni regolamentari ad opera del Consiglio. La ratio sta evidentemente nell'esigenza di rispettare il controllo preventivo sul regolamento, cui è subordinato il rilascio dell'autorizzazione all'esercizio dei mercati regolamentati di cui all'art. 63 TUF.

2.2.3 Vigilanza sulla società di gestione e sui mercati.

Il processo di trasformazione dei mercati recepito nel Testo Unico della Finanza ha comportato anche una revisione del sistema di vigilanza sugli stessi. La disciplina è desumibile dal combinato disposto degli articoli 73 e 74 TUF, insieme alla disciplina delle crisi e dei provvedimenti straordinari a tutela del mercato di cui all'art. 75.

Alla Consob si riconosce una generale competenza a vigilare sui mercati regolamentati “al fine di assicurare la trasparenza del mercato, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori”⁶³, quale garante di fondamentali “valori” di evidente rilevanza pubblica. La previsione, coordinata con le disposizioni di legge e di regolamento concernenti l'attività di vigilanza della società di gestione, evidenzia la “funzione sussidiaria” attribuita nel sistema all'autorità pubblica, che trova la sua ratio nel principio di self-regulation cui è ispirata la disciplina. L'art. 64 TUF riconosce una diretta responsabilità della società di gestione nella verifica del rispetto del regolamento, riconoscendo espressamente alla stessa un ruolo nel sistema di vigilanza. Si delinea così un sistema complesso nel quale, da un lato, si afferma

⁶² DE CHIARA, sub art 47, in *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari*, a cura di Capriglione, op. cit., p. 399.

⁶³ Art. 74 TUF.

il principio di autogestione del mercato, riconoscendo alla società di gestione ampi poteri in materia di organizzazione delle strutture e dei servizi e di autoregolamentazione; dall'altro, si subordina l'esercizio dei mercati regolamentati ad un provvedimento autorizzativo della pubblica autorità.

La funzione, sia pure di tipo sussidiario, riconosciuta alla Consob assume rilevanza data l'ampiezza dei poteri a questa riconosciuti, che le consentono, in casi di necessità ed urgenza, di sostituirsi con propri provvedimenti alla società-mercato.

La Consob vigila anche direttamente sulla società di gestione. Il Testo Unico della Finanza le riconosce la facoltà di effettuare ispezioni (vigilanza ispettiva), oltre che di richiedere dati, notizie, atti e documenti (vigilanza informativa). Spetta alla pubblica autorità vigilare sull'assetto statutario della società e sulle condizioni regolamentari dei mercati da essa gestiti. La Consob ha infine il potere di proporre al Ministro del Tesoro l'adozione di provvedimenti straordinari nei confronti della società di gestione, provvedimenti che possono andare dallo scioglimento degli organi di amministrazione e di controllo, fino alla revoca dell'autorizzazione all'esercizio dei mercati con eventuale scioglimento della società stessa. La vigilanza sulle società di gestione dei mercati all'ingrosso di titoli di Stato è invece attribuita alla Banca d'Italia che gode di poteri analoghi⁶⁴.

Un ruolo particolarmente importante è riconosciuto alla Consob in materia di scambi organizzati di prodotti finanziari⁶⁵. Il Testo Unico della finanza riconosce espressamente l'esecuzione di scambi organizzati, introducendo una disciplina più articolata in materia di vigilanza rispetto al decreto Eurosim⁶⁶. I più ampi poteri riconosciuti alla pubblica autorità in questo settore si giustificano con un'esigenza di maggiore tutela degli investitori che si trovino ad effettuare transazioni su mercati paralleli a quelli regolamentati. La disciplina di cui all'art. 78 TUF prevede un sistema di controlli articolato su diversi livelli. Alla Consob sono riconosciuti poteri di vigilanza informativa nei confronti degli organizzatori, emittenti ed operatori; un ruolo di trasparenza nei confronti degli investitori, esplicante nella facoltà di stabilire modalità, termini e condizioni dell'informazione del pubblico; rilevanti

⁶⁴ Art. 76 TUF.

⁶⁵ Per l'individuazione della fattispecie vedi capitolo 1.

⁶⁶ Art. 78.

poteri sanzionatori di sospensione e, nei casi più gravi, di divieto degli scambi, ove ciò risulti necessario ad evitare pregiudizi alla tutela degli investitori. Con riferimento alle comunicazioni sull'attività di organizzazione dei sistemi di scambi organizzati, la Consob ha provveduto a fornire ulteriori precisazioni prevedendo specifici oneri in capo agli organizzatori⁶⁷.

Una funzione importante nel sistema di vigilanza è svolta dalla Banca d'Italia con riferimento, sia ai mercati, che alle strutture ausiliarie alla gestione degli stessi⁶⁸. Nel sistema dei mercati finanziari la Banca d'Italia verifica la stabilità economica e patrimoniale degli intermediari e gestisce le procedure per il trasferimento e la liquidazione delle operazioni in titoli. In alcuni casi la competenza in materia si giustifica con riferimento alla natura degli strumenti negoziati. Ad esempio, nell'adozione di provvedimenti che incidono sullo svolgimento di scambi organizzati di strumenti finanziari aventi ad oggetto titoli obbligazionari pubblici o privati diversi dai titoli di Stato trattati all'ingrosso, o titoli normalmente negoziati sul mercato monetario, la Consob è tenuta a sentire preventivamente la Banca d'Italia.

Al vertice della struttura istituzionale dei mercati e degli intermediari vi è infine il Ministero del tesoro, cui sono attribuite specifiche competenze di natura regolamentare e sanzionatoria e che affianca le competenze degli altri due organi di vigilanza e delle società di gestione dei mercati. In particolare, i provvedimenti in materia di informativa al pubblico e quelli di tipo sanzionatorio in materia di scambi all'ingrosso di titoli di Stato sono adottati direttamente dal Ministero del tesoro sentite Banca d'Italia e Consob.

⁶⁷ Comunicazione del 24 dicembre 1998, n. 98097747.

⁶⁸ Gli articoli 77 e 82 TUF conferiscono funzioni di vigilanza sui sistemi di compensazione, di liquidazione e di garanzia e sulle società di gestione accentrata sia alla Banca d'Italia, che alla Consob. L'assegnazione congiunta alle due autorità si giustifica con il riconoscimento del fatto che dette strutture svolgono un ruolo importante nell'assicurare la stabilità del sistema finanziario.

2.3 Mercati, comparti e segmenti di mercato.

La direttiva 93/22/CEE⁶⁹ delega agli Stati membri la compilazione dell'elenco dei mercati regolamentati di cui ciascuno è Stato d'origine ai sensi della direttiva stessa e ne dispone la comunicazione, insieme alle relative norme di organizzazione e di funzionamento, a ciascuno degli altri Stati membri e alla Commissione europea. Lo stesso vale per eventuali modifiche sopravvenute.

L'articolo 63, comma 2 del TUF, in attuazione della disposizione in questione, dispone che "la Consob iscrive i mercati autorizzati in un *elenco*, curando l'adempimento delle disposizioni comunitarie in materia". Inoltre, ai sensi dell'articolo 67 TUF, la Consob inserisce in un'*apposita sezione dell'elenco* dei mercati regolamentati, quelli di cui l'Italia non è lo Stato di origine ma che risultino riconosciuti ai sensi dell'ordinamento comunitario (mercati comunitari)⁷⁰. Le società italiane di gestione dei mercati possono chiedere alle autorità di Stati extracomunitari il riconoscimento dei mercati da esse gestiti, dandone comunicazione alla Consob che rilascia il nulla osta a seguito di accordi con le autorità del rispettivo Stato extra UE interessato (mercati extra UE). E' infine previsto che le società di gestione possano effettuare *collegamenti telematici* con i mercati esteri riconosciuti dalla Consob⁷¹.

In attuazione di tali disposizioni la Consob ha istituito con *delibera n. 10386* del 18 dicembre 1996 *l'elenco dei mercati regolamentati italiani*⁷² con

⁶⁹ Articolo 16 direttiva 93/22/CEE.

⁷⁰ Tali mercati sono comunicati alla Consob ex articolo 16 della direttiva dalle corrispondenti Autorità di controllo nazionali.

⁷¹ Si tratta di connessioni effettuate tramite strutture informatiche e che consentono l'immissione di proposte negoziali da parte degli operatori del mercato e dei loro clienti; non è sufficiente la semplice trasmissione di ordini di acquisto o di vendita al negoziatore. Ai sensi dell'art. 18bis della delibera Consob 11768/98, introdotto dalla novella operata dalla delibera 12497/2000, tali collegamenti possono essere effettuati dalle società di gestione dei mercati, dagli organizzatori di sistemi di scambi organizzati, oltre che da SIM, succursali di imprese di investimento comunitarie ed extracomunitarie stabilite nel nostro Paese, intermediari finanziari iscritti all'art. 107 del TUB, banche italiane e succursali di banche comunitarie ed extracomunitarie stabilite in Italia.

⁷² Art. 1 delibera Consob 10386 del 18 dicembre 1996, modificata con delibera n. 11809 del 27 gennaio 1999 e delibera n. 12394 del 29 febbraio 2000.

l'apposita sezione degli altri mercati regolamentati ammessi al mutuo riconoscimento all'interno dell'Unione Europea⁷³.

L'elenco risulta articolato nei seguenti mercati:

1. la *Borsa valori*, nelle sue varie articolazioni,
2. il *Mercato Ristretto*,
3. il Mercato degli strumenti derivati - *IDEM - Italian Derivative Market*⁷⁴,
4. il Mercato dei contratti uniformi a termine sui titoli di Stato - *MIF - mercato Italiano Futures*,
5. il Mercato telematico all'ingrosso dei titoli di Stato - *MTS*,
6. il *Nuovo Mercato*,
7. il Mercato all'ingrosso delle obbligazioni non governative e dei titoli emessi da organismi internazionali partecipati da Stati.

Ciascun mercato può essere organizzato al suo interno in una pluralità di *comparti*. L'art. 1.1 del Regolamento sui mercati organizzati e gestiti da Borsa S.p.A. lo afferma esplicitamente per il mercato di Borsa. Il parametro di classificazione è suggerito dalla rubrica della parte 4, intitolata agli "Strumenti ammessi e modalità di negoziazione", in cui sono disciplinati i diversi comparti in relazione ai titoli oggetto di negoziazione, ai contratti che vi vengono conclusi o alle particolarità tecniche delle contrattazioni. Si applica la disciplina generale del mercato di riferimento ed eventualmente quella peculiare richiesta dai titoli o dalle particolarità tecniche delle contrattazioni. Sul mercato telematico azionario, ad esempio, "(...) si negoziano, per quantitativi minimi o loro multipli, azioni, obbligazioni convertibili, diritti d'opzione, warrant e quote di fondi mobiliari e immobiliari chiusi"⁷⁵.

E' possibile poi individuare dei *segmenti di mercato*⁷⁶ che raggruppano, spesso all'interno dello stesso comparto, categorie omogenee di strumenti finanziari, in relazione a determinati parametri. Il Regolamento definisce il "segmento di mercato" "la suddivisione degli strumenti finanziari negoziati nei comparti MTA, MCW, TAH, MOT e EuroMOT in gruppi omogenei dal

⁷³ Art. 2 delibera Consob 10386/1996.

⁷⁴ Il mercato per la negoziazione degli strumenti finanziari previsti dall'articolo 1, c. 2, lett. f) e i) del d.lgs. del 24 febbraio 1998, n. 58.

⁷⁵ Art. 4.1.1 Regolamento Borsa.

⁷⁶ Il termine in oggetto viene spesso utilizzato anche come sinonimo di comparto di mercato, creando ulteriori confusioni terminologiche.

punto di vista delle modalità e degli orari di negoziazione”⁷⁷. L’articolo 4.1.2 del Regolamento di Borsa dispone che “la Borsa Italiana ripartisce gli strumenti finanziari negoziati nel comparto MTA in segmenti omogenei in base alla loro capitalizzazione. Nell’ambito di ciascun segmento gli strumenti finanziari possono essere ripartiti in classi omogenee dal punto di vista delle modalità e degli orari di negoziazione, tenendo conto della frequenza degli scambi e del controvalore medio giornaliero negoziato”. Nella fase di ammissione a quotazione, la Borsa Italiana individua il segmento di negoziazione degli strumenti finanziari in base ad una soglia di capitalizzazione fissata all’art. IA.4.1.2 (“Ripartizione degli strumenti finanziari tra i segmenti di mercato”) delle Istruzioni in 800 milioni di euro. Più precisamente il mercato azionario di Borsa, dedicato ad aziende operanti in settori consolidati, si articola nei segmenti *BLUE CHIPS* (per aziende di capitalizzazione superiore a 800 milioni di euro), *STAR* (Segmento dei Titoli con Alti Requisiti, per aziende di media e bassa capitalizzazione che rispondono a elevati requisiti di liquidità e trasparenza informativa) e nel *c.d. segmento ordinario di Borsa* (per le altre aziende). Per l’ottenimento della qualifica di STAR in fase di prima quotazione è richiesto, oltre al requisito della capitalizzazione, un flottante minimo del 35% del capitale rappresentato da azioni aventi diritto di voto nell’assemblea ordinaria⁷⁸. Ciascun segmento si caratterizza poi per determinate modalità di negoziazione. La Borsa disciplina anche il trasferimento tra i segmenti di mercato⁷⁹.

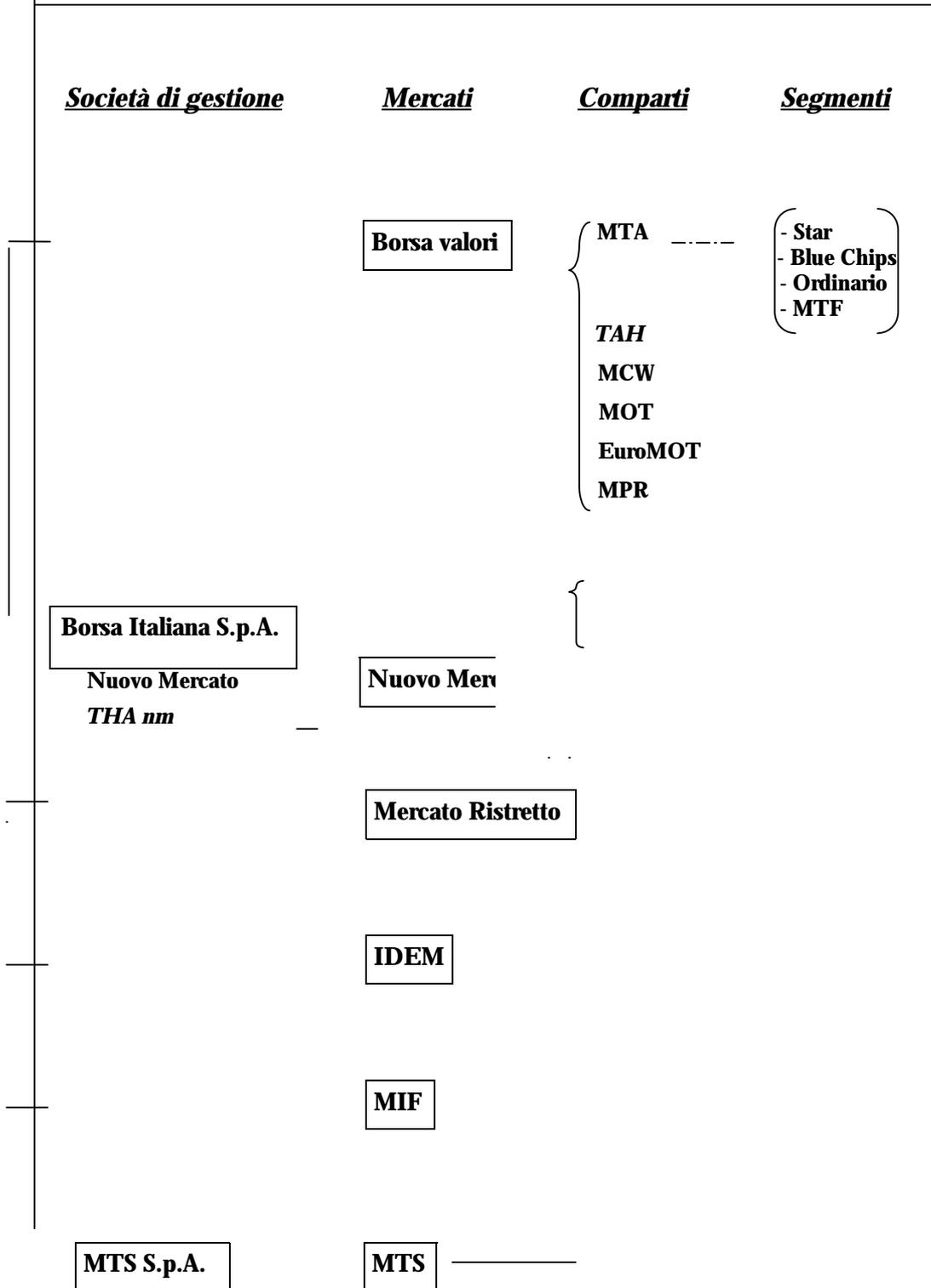
E’ stato di recente introdotto un nuovo segmento di Borsa Italiana dedicato alla quotazione e alla negoziazione degli Exchange Traded Funds (ETF), di OICR chiusi e di OICR aperti indicizzati, il c.d. Mercato dei Traded Funds (MTF). Si configura come un semplice segmento della piattaforma MTA. L’operatività è subordinata al perfezionamento da parte degli emittenti delle procedure autorizzative di Banca d’Italia, Consob, Borsa Italiana. Tutti gli intermediari che già operino sull’MTA sono automaticamente abilitati a negoziare su MTF senza costi aggiuntivi. Il settlement è realizzato in Monte Titoli.

⁷⁷ Art.1.3 (Definizioni) del Regolamento.

⁷⁸ Art. IA.4.1.3 delle Istruzioni e art. 2.2.3 del Regolamento “Ulteriori requisiti per ottenere la qualifica di Star” (vedi infra § 3.3.1).

⁷⁹ Art. IA.4.1.4 delle Istruzioni.

L'articolazione dei mercati regolamentati italiani.



2.3.1 Il c.d. “mercato dei blocchi”.

Per blocco si intende un ordine avente ad oggetto un quantitativo di titoli di dimensioni superiori rispetto a quelle di regola trattate sui mercati. La Consob fissa i parametri delimitativi della nozione stabilendo che trattasi di un ordine avente ad oggetto un quantitativo di:

1) obbligazioni o altri titoli di debito con un controvalore non inferiore a 200 mila euro;

2) azioni o altri titoli rappresentativi di capitale di rischio il cui controvalore sia non inferiore a 150 mila euro, 250 mila euro, 500 mila euro, 1,5 milioni di euro, nel caso in cui il controvalore giornaliero medio degli scambi avvenuti nel mercato regolamentato italiano sugli stessi strumenti finanziari, negli ultimi sei mesi, risulti rispettivamente inferiore a 1,5 milioni di euro, compreso tra 1,5 e 3 milioni di euro, compreso tra 3 e 10 milioni di euro o superiore a 10 milioni di euro⁸⁰. La definizione di blocco fornita dalla Consob non si applica agli strumenti finanziari derivati di cui all'articolo 1, co 3 del TUF.

I blocchi di titoli vengono negoziati fuori mercato per evitare impatti sul prezzo sfavorevoli per chi debba negoziare. Un quantitativo unitario rilevante di titoli può infatti essere negoziato in un'unica soluzione solo con forti sacrifici di prezzo⁸¹. Poiché comunque lo scambio di blocchi di titoli fuori mercato può dar luogo ad opacità, con correlata riduzione della qualità dei prezzi, si è cercato di contemperare la deroga all'obbligo di concentrazione con la previsione di obblighi di informazione successiva al mercato. Il “mercato dei blocchi” è fuori dal circuito telematico di borsa e le modalità di negoziazione – formazione dei prezzi, orario di contrattazione, modalità e tempi di liquidazione – sono definite dalle parti. In sede di esecuzione di una compravendita di blocchi, l'intermediario venditore è tenuto a comunicare entro 90 secondi gli elementi identificativi dell'operazione eseguita all'organo di

⁸⁰ Art. 6 lett d) del Regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e del decreto legislativo 24 giugno 1998, n. 213 in materia di mercati, adottato dalla Consob con delibera n. 11768 del 23 dicembre 1998 e da ultimo modificato con delibera n. 13085 del 18 aprile 2001.

⁸¹ Sul punto vedi ANOLLI M., BANFI A., DI PASQUALI F., FILIPPA L., GUALTIERI P., SABATINI G., I mercati e gli strumenti finanziari, a cura di Banfi A., Utet, Torino, 1998, p. 278.

mercato. Dopo 60 minuti dall'esecuzione dell'operazione l'organo di controllo comunica al mercato, per il tramite del circuito telematico tutte le informazioni concernenti il tipo di titolo, la quantità negoziata, il prezzo e l'ora di esecuzione dell'operazione. Per le operazioni concluse dopo la chiusura del mercato le comunicazioni vengono effettuate entro le 9,30 del primo giorno di borsa aperta successivo.

I blocchi rientrano tra quelle operazioni su strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni su un mercato regolamentato ed eseguite fuori da tale mercato. Come previsto dalle Istruzioni al Regolamento di Borsa⁸² dette operazioni, complete degli elementi informativi indicati dalla Consob⁸³, possono essere inserite nell'apposita funzione dell'MTA e del TAH attraverso i relativi terminali, oppure attraverso sistemi di interconnessione ai suddetti. In questi casi deve essere specificato se trattasi di un blocco di titoli.

⁸² Titolo IA.15.

⁸³ Art. 11 Regolamento Consob approvato con delibera N. 11768 DEL 1998.

2.4 L'obbligo di concentrazione delle negoziazioni.

L'obbligo per gli intermediari di eseguire le negoziazioni dei valori mobiliari trattati esclusivamente sui mercati ufficiali in cui sono quotati – il c.d. obbligo generale di concentrazione - è stato introdotto per la prima volta nel nostro Paese con la *legge n. 1 del 1991*. Erano tenuti al rispetto di detto obbligo le SIM, le società di gestione di fondi comuni d'investimento, le banche limitatamente all'attività di negoziazione ad esse consentita e chiunque ricevesse incarico, nello svolgimento della propria professione, di negoziare valori mobiliari quotati. Le poche deroghe previste erano soggette a condizioni molto rigorose⁸⁴. L'obiettivo perseguito era quello di garantire un maggiore livello di trasparenza e di liquidità del mercato e una maggiore attendibilità delle quotazioni. Concentrando sui mercati regolamentati la massima quota della domanda e dell'offerta di un determinato strumento finanziario l'effetto è quello di rendere più veritiero il suo valore di mercato e significative le sue quotazioni⁸⁵.

Detto principio fu messo in crisi dall'emanazione delle direttive comunitarie e dalla realizzazione di un mercato unico dei servizi di investimento. La riconosciuta possibilità per un titolo di essere trattato contemporaneamente su più mercati si pone come garanzia di un maggior livello di competitività.

L'art. 21 del *decreto Eurosim* elimina l'obbligo generale di concentrazione, abrogando la relativa disposizione contenuta nella legge n.1 del 1991 e rimette alla Consob la facoltà di disciplinare le ipotesi in cui le negoziazioni degli strumenti finanziari, trattati nei mercati regolamentati italiani, dovessero essere eseguite in detti mercati. Si intendeva così adeguare la normativa italiana alla globalizzazione degli scambi, dando nuovo impulso alla competitività tra i mercati. La Consob con le delibere 10358/96 e 11134/97 opta invece per la reintroduzione dell'obbligo di concentrazione, dimostrando di prediligere altri obiettivi quali la tutela della trasparenza delle transazioni e l'integrità dei

⁸⁴ Es. L'autorizzazione scritta del cliente, la finalità di spuntare un miglior prezzo.

⁸⁵ Si parla in tal caso di "efficienza in senso valutativo".

mercati. Tale disciplina, inizialmente transitoria, viene mantenuta in vigore fino al 31 dicembre 1998⁸⁶.

L'art. 25 del Testo Unico⁸⁷ sull'intermediazione finanziaria riproduce la disposizione del decreto Eurosim, ma la Consob, cui è rimessa l'emanazione della disciplina effettiva, con *delibera 11768/98* si esprime nuovamente per la conservazione del principio di concentrazione: gli intermediari autorizzati (SIM, imprese di investimento, agenti di cambi e banche)⁸⁸ hanno l'obbligo di eseguire le negoziazioni degli strumenti trattati nei mercati regolamentati italiani esclusivamente nella borsa valori, nel Mercato Ristretto e negli altri mercati autorizzati o riconosciuti dalla Consob. Entro il 30 aprile e il 31 ottobre di ciascun anno, la società di gestione del mercato rende noti gli strumenti finanziari trattati con l'indicazione del relativo controvalore scambiato nel semestre.

Detto obbligo è però soggetto a casi di esclusione e casi di inapplicabilità, per effetto dei quali le negoziazioni di strumenti finanziari possono essere eseguite o fatte eseguire dagli intermediari autorizzati anche al di fuori dei mercati regolamentati, sia durante l'orario di apertura dei mercati ufficiali, che dopo la loro chiusura. Il *c.d. fuori borsa* è subordinato a particolari condizioni.

Si ha *esclusione dell'obbligo di concentrazione* in presenza di una preventiva autorizzazione del cliente all'intermediario ad operare "fuori borsa", oppure nel caso in cui l'esecuzione delle negoziazioni fuori dai mercati regolamentati consenta di realizzare un miglior prezzo per il cliente, *c.d. principio del miglior prezzo o best execution*⁸⁹. L'autorizzazione deve essere conferita con riguardo a singole operazioni e deve esserne conservata prova idonea se rilasciata oralmente. Mentre la prima delle condizioni deve ricorrere in tutti i casi, la seconda presuppone che la negoziazione fuori mercato avvenga durante l'orario di apertura dei mercati ufficiali: solo in tal modo è possibile identificare il prezzo di quotazione di riferimento quale parametro del "miglior prezzo"⁹⁰.

⁸⁶ L'efficacia della delibera in oggetto è prorogata per effetto dell'entrata in vigore della delibera 22.12.1997, n. 11134.

⁸⁷ Per un commento sulla disposizione in oggetto vedi CIRILLO FIORELLA, in Capriglione, Commentario al TUF, op. cit., p. 280-285.

⁸⁸ Art. 6 delibera Consob 11768/98.

⁸⁹ Art. 8 co. 1,2,3 delibera 11768/98.

⁹⁰ Comunicazione Consob 1.10.1999, n. 99071295.

L'obbligo di concentrazione non si applica (*inapplicabilità dell'obbligo di concentrazione*), invece, in presenza di tipi di ordini particolari, perché provenienti da investitori non residenti o non aventi sede in Italia, o in ragione della natura dello strumento finanziario trattato (titoli di Stato o garantiti dallo Stato, italiani ed esteri, e da titoli emessi da organismi internazionali partecipati da Stati) o, infine, in relazione al quantitativo oggetto della negoziazione (negoziations di "blocchi"⁹¹ di strumenti finanziari e di "spezzature", salvo, in quest'ultimo caso, diversa previsione del regolamento del mercato)⁹².

Sull'applicabilità dell'obbligo di concentrazione ha inciso il particolare sviluppo dei sistemi di negoziazione alternativi ai mercati organizzati e la diffusione di infrastrutture informatiche per la negoziazione oltre la chiusura dei mercati ufficiali. La *delibera 12497/2000* modifica la delibera 11768/98, introducendo una ipotesi ulteriore di esclusione dell'obbligo di concentrazione⁹³, nel caso in cui la negoziazione avvenga in un sistema di scambi organizzato ed a mercato chiuso, cioè al termine dell'orario ufficiale di negoziazione del mercato regolamentato⁹⁴. La diffusione del *c.d. trading after hours* in alcuni sistemi di scambi organizzati è alla base della creazione da parte di Borsa S.p.A. dei nuovi comparti, il Trading after hours (TAH) per il mercato di borsa e il Trading after hours nuovo mercato (TAHnm), per il Nuovo Mercato, in cui è consentita la negoziazione oltre l'orario di apertura dei mercati ufficiali. La Consob ha approvato tali modifiche senza con questo estendere l'obbligo di concentrazione ai nuovi segmenti. Ne consegue che dopo la chiusura dei mercati ufficiali le negoziazioni possono avvenire sia sui comparti TAH e TAHnm, sia sul trading after hours di mercati non ufficiali, purché si tratti di sistemi di scambi organizzati, per garantire un certo livello di tutela degli investitori.

Gli intermediari autorizzati che operano fuori mercato, oltre agli obblighi di informazione nei confronti degli eventuali loro committenti, sono tenuti al rispetto degli obblighi di informazione nei confronti della società di

⁹¹ Ci si riferisce alla negoziazione (c.d. block trading) di ordini di acquisto o di vendita di ammontare superiore agli importi determinati dalla Consob all'art. 6 della delib. 11768/98 (c.d. mercato dei blocchi). La nozione di blocco non si applica agli strumenti finanziari derivati.

⁹² Art. 9 delibera 11768/98.

⁹³ Art. 8 co. 4 delibera 11768/98.

⁹⁴ Ai sensi dell'art. 6 delib. 11768/98 per orario ufficiale di negoziazione si intende "l'orario di funzionamento dei mercati regolamentati italiani, nonché dei relativi comparti, rispetto ai quali è prevista la determinazione del prezzo ufficiale.

gestione del mercato regolamentato ai sensi degli art. 11-13 della delibera. L'informativa riguarda gli scambi effettuati in deroga al principio di concentrazione durante l'orario di negoziazione e oltre la chiusura degli stessi sugli scambi organizzati di prodotti finanziari. La società di gestione, decorsi 60 minuti dall'esecuzione dell'operazione e per il tramite del sistema telematico, è tenuta al rispetto di obblighi di informazione nei confronti del mercato.

La concentrazione degli scambi sui mercati regolamentati è stata recentemente posta in discussione, sia pure a livello comunitario, in sede di modifiche alla direttiva del 10 maggio 1993 sui servizi di investimento con la proposta abolizione della parte di cui all'articolo 14 co 3. Si vorrebbe così togliere ai singoli Stati membri l'opzione per la concentrazione degli scambi sui mercati regolamentati, adottando uno schema uniforme per tutte le piazze finanziarie comunitarie. Nel contempo gli ATS sarebbero sottoposte a regole sostanzialmente analoghe a quelle vigenti sui mercati regolamentati, con obblighi aggiuntivi per quanto concerne le procedure di negoziazione e soggetti ad una vigilanza-monitoraggio complementare, assicurando in tal modo condizioni di concorrenza. E' altresì prevista la c.d. possibilità di "internalizzazione", che consentirebbe agli intermediari di eseguire al proprio interno gli ordini della clientela. La questione solleva forti dubbi di conflitto di interesse. La stessa bozza di modifica della direttiva prevede che in particolare gli intermediari che cumulano l'attività di esecuzione degli ordini dei clienti e l'attività di negoziazione per conto proprio dovrebbero essere tenuti ad applicare procedure rigorose per prevenirli.

2.5 Gli operatori.

A sensi dell'articolo 25 del TUF possono operare sui mercati regolamentati italiani le SIM e le banche italiane autorizzate all'esercizio dei servizi di negoziazione per conto proprio e per conto terzi, nonché le imprese di investimento e le banche comunitarie ed extracomunitarie autorizzate all'esercizio dei medesimi servizi. La Banca d'Italia è ammessa alle negoziazioni sui mercati dei contratti a termine sui titoli di Stato (MIF) e sui mercati all'ingrosso dei titoli di Stato su cui è ammesso anche il Ministero del Tesoro del Bilancio e della Programmazione economica.

Il Regolamento di borsa elenca gli operatori che possono partecipare alle negoziazioni nei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana⁹⁵. Questi sono:

- gli *agenti di cambio*, autorizzati al servizio di negoziazione per conto terzi;
- le *banche nazionali, comunitarie ed extracomunitarie* autorizzate alla prestazione del servizio di negoziazione per conto proprio o per conto terzi⁹⁶;
- le *imprese di investimento nazionali, comunitarie ed extracomunitarie*, autorizzate alla prestazione del servizio di negoziazione per conto proprio e per conto terzi;
- gli *intermediari finanziari* iscritti all'elenco di cui all'*art. 107 TUB* autorizzati alla negoziazione per conto proprio;
- i *locals*, nuova tipologia di intermediario ammesso alle negoziazioni di borsa che si caratterizza per il fatto di svolgere esclusivamente attività di negoziazione per conto proprio su mercati di strumenti finanziari ("dealer puro"). I locals aderiscono indirettamente agli organismi di compensazione e liquidazione, nonché compensazione e garanzia; hanno sede legale in uno Stato comunitario, sono autorizzati a negoziare su un mercato comunitario e sono sottoposti alla vigilanza

⁹⁵ Art. 3.1.1 Regolamento.

⁹⁶ Ricordiamo che solo con il D.Lgs Eurosim del 1996 le banche sono state autorizzate a svolgere attività diretta di negoziazione sui mercati regolamentati.

dell'Autorità pubblica del Paese d'origine. E' prescritto inoltre che presentino i requisiti di onorabilità e professionalità, nonché i requisiti di capitale degli esponenti aziendali e dei partecipanti al capitale stabiliti dalla disciplina comunitaria per gli altri intermediari.

L'ammissione degli operatori alle negoziazioni avviene su domanda ed è subordinata ad un accertamento effettuato dalla Borsa Italiana sulla base di determinati criteri "oggettivi e non discriminanti"⁹⁷ fissati nel Regolamento⁹⁸. L'avvio dell'operatività è subordinato ad una serie di condizioni che servono a garantire la piena esecuzione dei contratti conclusi sui mercati. In particolare è richiesta:

- l'adesione diretta o indiretta al servizio di compensazione e liquidazione presso il quale i contratti stipulati sono liquidati, attualmente svolto dalle stanze di compensazione della Banca d'Italia;
- la partecipazione al sistema di garanzia dei contratti e al sistema di garanzia della liquidazione nel caso di operatività sui mercati MTA, MCW, TAH e MPR, basato sulla gestione da parte della Cassa di compensazione e garanzia di appositi fondi di garanzia;
- l'adesione al sistema di gestione accentrata presso il quale gli strumenti finanziari sono depositati o registrati nei conti titoli, oggi svolto dalla Monte Titoli per tutti gli strumenti finanziari⁹⁹;
- l'adesione al sistema di compensazione e garanzia, gestito dalla Cassa di Compensazione e garanzia, se l'ammissione riguarda il mercato IDEM.

L'adesione dell'intermediario al sistema di compensazione e liquidazione, applicabile a tutti i comparti e segmenti di mercato, ed al sistema di compensazione e garanzia, valido invece solo per l'IDEM, può essere diretta o indiretta. In quest'ultimo caso è previsto l'intervento in un altro intermediario che partecipa direttamente al sistema ed effettua la compensazione e liquidazione per conto dell'aderente indiretto.

⁹⁷ Così la relazione della Borsa Italiana.

⁹⁸ Art. 3.1.3.

⁹⁹ Per i titoli di Stato il servizio veniva prima svolto dal sistema CAT. Ciò è avvenuto fino al D.M. 23.8.2000 che lo ha conferito alla Monte Titoli S.p.A..

In generale è richiesto agli operatori di rispettare le regole poste dal Regolamento e mantenere una condotta improntata a regole di correttezza, diligenza e professionalità nei rapporti con le controparti, nei confronti della società di gestione nell'utilizzo dei sistemi di negoziazione. E' rimesso alla società di gestione del mercato il potere di sospendere, revocare ed escludere gli operatori dalle negoziazioni.

Quanto alle modalità di svolgimento della propria attività di negoziazione, gli intermediari mobiliari possono assumere il ruolo di broker, di dealer o di marker-maker¹⁰⁰.

Il *broker* è un intermediario finanziario che esegue ordini di acquisto e di vendita ricevuti dai propri clienti (per conto terzi), svolgendo attività di negoziazione per conto terzi¹⁰¹. In quanto tale non sostiene alcun rischio relativo all'operazione di negoziazione ed è remunerato con una commissione, in genere proporzionale agli ordini eseguiti. La sua funzione economica consiste semplicemente in una riduzione per gli investitori dei costi ed i tempi di individuazione della controparte negoziale con connessa negoziazione del prezzo. Data la sua neutralità rispetto al prezzo negoziato, i ricavi del broker dipendono dai volumi negoziati e dall'avvenuta conclusione dell'affare e non si pongono dubbi di possibili conflitti di interesse. Da un punto di vista giuridico l'attività del broker viene ricondotta al contratto di commissione di cui all'art. 1731 c.c.. Perché l'intermediario agisca in nome proprio è richiesto il preventivo consenso scritto del cliente (art. 21, co 2 TUF). Ne consegue che nello svolgimento dei servizi di investimento finanziario è necessario uno specifico consenso per iscritto del cliente per il conferimento del potere di rappresentanza¹⁰². Inoltre, il commissionario può essere tenuto, "in virtù di patto o uso", allo "star del credere", risultando in tal caso obbligato in solido con il proprio cliente nei confronti della controparte¹⁰³.

¹⁰⁰ Per una descrizione degli intermediari mobiliari vedi ZADRA G., *Strutture e regolamentazione del mercato mobiliare*, Giuffrè, 1995.

¹⁰¹ Art. 1, co 5, lett. b) TUF.

¹⁰² SALANITRO N., *Società per azioni e mercati finanziari*, Giuffrè, 1998, p. 160.

¹⁰³ A tali rischi si cerca normalmente di far fronte mediante la costituzione di forme di garanzia collettiva.

Il *dealer*, invece, svolge solitamente attività di negoziazione per conto proprio¹⁰⁴ (dealer puro), sia pure in alcuni casi può agire per conto proprio e per conto terzi. Il dealer puro acquista strumenti finanziari in proprio per poi rivenderli, svolgendo anche una importante funzione di liquidità, consistente nell'opportunità di trovare una immediata risposta alle esigenze degli investitori. Egli assume il rischio delle operazioni fatte ed è remunerato sulla differenza o spread tra prezzo di acquisto (o prezzo denaro) e prezzo di vendita (prezzo lettera). Data la dipendenza dei suoi profitti dai singoli prezzi di acquisto e di vendita, è nell'interesse del dealer ottenere il miglior prezzo possibile. L'attività di negoziazione in proprio può essere svolta professionalmente nei confronti del pubblico da banche, SIM e per gli strumenti derivati dagli intermediari iscritti nell'elenco speciale tenuto dalla Banca d'Italia. La dottrina si è divisa circa la possibilità di qualificare l'attività di negoziazione per conto proprio come servizio svolto nell'interesse di terzi, in generale il pubblico degli investitori e, dunque, sulla riconducibilità o meno alla disciplina del mandato (art. 1703 c.c.). Si tratterebbe piuttosto di un contratto di compravendita tra dealer e singolo cliente. La Consob¹⁰⁵ ha chiarito che nella negoziazione in proprio "(...) le compravendite di valori mobiliari avvengono sempre su richiesta e nell'interesse del pubblico degli investitori per soddisfare le loro esigenze di investimento e disinvestimento". Inoltre, il servizio in oggetto presuppone comunque sempre un ordine conferito dal cliente¹⁰⁶. In ogni caso, l'operatività in proprio del dealer lo espone a potenziali rischi di conflitti di interesse, cui si cerca di far fronte imponendo a tali intermediari di assumere un'organizzazione tale da garantire ai clienti trasparenza e parità di trattamento¹⁰⁷, nonché di rivelare in via preventiva al cliente la natura e l'estensione del proprio interesse nell'operazione¹⁰⁸.

Anche il *market-maker* assume il trading risk in quanto acquista il possesso degli strumenti negoziati ed esegue le transazioni ai prezzi di mercato. Questo operatore si caratterizza però rispetto al dealer per il fatto di assumere

¹⁰⁴ In tal caso svolge il servizio di negoziazione per conto proprio di cui all'art. 1, co 5, lett. a) TUF:

¹⁰⁵ Comunicazione n. 95003079 del 19 aprile 1995.

¹⁰⁶ Art. 32 Regolamento Consob intermediari, delibera n. 11522 del 1 luglio 1998 e successive modifiche.

¹⁰⁷ Art. 21, co 1, lett. c) TUF.

¹⁰⁸ Comunicazione Consob n. 97006042 del 9 luglio 1997.

l'impegno di fornire, in via continuativa e per un ammontare minimo fissato, proposte di acquisto e di vendita su uno o più strumenti finanziari quotati sui mercati regolamentati. In tal modo il market-maker assicura liquidità e spessore al mercato su cui opera, letteralmente "fa il mercato". Attraverso il sistema di contrattazione noto come bid e ask questi intermediari operano in concorrenza tra loro, con l'effetto di una contrazione delle differenze tra denaro e lettera e di conseguenza una maggiore attività e un più ampio volume di scambi. Nel caso di strumenti finanziari con bassi volumi di scambio il market maker è tenuto a sostenere proposte con alti volumi. La Borsa Italiana tiene un elenco dei market makers autorizzati ad operare sul mercato.

Una particolare figura di operatore è poi quella dello *specialist*, che nelle borse valori e merci statunitensi è un operatore che si specializza in un tipo di titoli o merci ed esegue gli ordini di un broker, spesso acquistando e vendendo in proprio. Prendendo a suo carico titoli a suo rischio, egli assicura liquidità al mercato e lo scambio continuo di titoli. Lo specialist svolge dunque il ruolo svolto dal market maker nella borsa londinese e nell'over the counter statunitense, con la differenza che ogni specialist crea il mercato soltanto per un singolo titolo presente nel listino. Egli è dunque un membro dello stock exchange che garantisce un mercato trasparente e regolare per una o più azioni. Lo specialist persegue due funzioni: eseguire ordini limitati sulla base degli altri membri della borsa per una porzione della commissione del broker ed acquistare o vendere per proprio conto per mitigare gli squilibri temporali tra domanda ed offerta e dunque per prevenire ampie oscillazioni del prezzo dei titoli. Allo specialist è proibito in genere dalle regole di borsa acquistare per conto proprio quando esiste un ordine ineseguito per lo stesso titolo e allo stesso prezzo nel suo book.

Il Regolamento di borsa prevede che, su richiesta, gli intermediari ammessi in qualità di operatori del mercato possano assumere il ruolo di *operatore specialista*, impegnandosi sostanzialmente a sostenere la liquidità degli strumenti finanziari su cui intende intervenire, garantendo un elevato volume di scambi. Più precisamente questi espone con continuità, sul book di negoziazione, proposte di acquisto e di vendita per un quantitativo giornaliero fissato dalla società di gestione ed a prezzi che non si discostino tra loro di una percentuale superiore a quella stabilita nelle Istruzioni di Borsa S.p.A., che

determina anche le modalità ed i tempi di immissione delle proposte¹⁰⁹. Si tratta dunque di un intermediario che si impegna ad intervenire in qualità di acquirente o venditore per ristabilire l'equilibrio tra domanda ed offerta relativa a titoli sottili¹¹⁰ e spezzature. Sull'MTA e Mercato Ristretto egli è anche tenuto a presentare analisi finanziarie dell'emittente gli strumenti finanziari per i quali ha assunto la funzione di specialista. La prima apparizione dello specialist sul mercato italiano risale al 19 maggio 1997. L'obiettivo che si intendeva perseguire era quello di migliorare la liquidità di titoli e di ridurre la volatilità dei titoli caratterizzati da bassi volumi di negoziazione, nonché di migliorare l'informativa fornita al mercato dalle società emittenti¹¹¹.

Il ruolo di specialista è oggi previsto per i comparti di borsa MTA (Star), Trading After Hours e EuroMot e per il Mercato Ristretto. La Borsa S.p.A. iscrive gli operatori che hanno assunto tale ruolo in un apposito elenco, pubblicato nel listino ufficiale, nel quale per ciascuno operatore sono individuati gli strumenti finanziari per i quali egli abbia assunto tale funzione. In particolare sull'EuroMot, per l'ammissione di strumenti finanziari a quotazione è necessario l'intervento dell'operatore specialista tramite il quale si svolgono le negoziazioni. Gli intermediari abilitati a svolgere tale funzione sono gli operatori ammessi alle negoziazioni su tale mercato, compreso l'emittente. L'obbligo di presenza dell'operatore specialista ricorre anche nel caso di ammissione a quotazione di quote di fondi chiusi¹¹².

¹⁰⁹ La disciplina in oggetto si riferisce in particolare allo specialist dell'MTA e del Mercato Ristretto.

¹¹⁰ Si tratta di titoli con poco mercato, cioè oggetto di poche transazioni.

¹¹¹ Lo specialist si occupa della redazione di almeno due studi sull'emittente.

¹¹² Art. 2.3.10 del Regolamento.

3. La Borsa.

3.1 Il sistema telematico di borsa.

Ai sensi del Regolamento il termine “*Borsa*” “indica una borsa valori nella quale ha luogo la quotazione ufficiale di strumenti finanziari ai sensi delle direttive n. 79/279/CEE e 80/390/CEE o, nel caso di Paesi non appartenenti all’Unione Europea, un mercato regolamentato e sorvegliato da autorità riconosciute dai poteri pubblici, funzionante in modo regolare, direttamente o indirettamente accessibile al pubblico e definito con un termine equivalente a borsa dalla legislazione locale”¹¹³.

Oggi la Borsa è un *mercato telematico* caratterizzato da un circuito elettronico sul quale viaggiano tutte le informazioni necessarie ad effettuare lo scambio di strumenti finanziari e che consente di eseguire e concludere le transazioni in tempo reale. Le modalità operative sono state radicalmente innovate rispetto al passato¹¹⁴. Il 25 novembre del 1991 viene creato il sistema telematico di contrattazione e si dà avvio al processo di automazione delle contrattazioni su titoli azionari. Nel 1994 si aggiunge l’automazione delle negoziazioni dei titoli di Stato e delle obbligazioni trattate sul mercato ufficiale e l’inizio delle prime contrattazioni di strumenti derivati (futures sull’indice Mib 30). Nel 1996 il processo di innovazione, esteso a tutti gli strumenti finanziari quotati, è compiuto¹¹⁵: sono automatizzate, oltre alla contrattazione, la liquidazione, i sistemi di compensazione e garanzia, i sistemi di controllo e la diffusione di dati ad operatori e a terzi. Il Sistema Telematico delle Borse Valori Italiane, predisposto secondo criteri dettati dalla Consob, attraverso un collegamento su rete, assicura l’unicità del mercato mobiliare nazionale attraverso una uguale capacità di accesso ed utilizzo a tutti gli operatori abilitati, tempestività di diffusione delle informazioni di mercato e possibilità di esecuzione delle transazioni in tempo reale e senza necessità di presenza fisica.

¹¹³ Art. 1.3 del Regolamento.

¹¹⁴ La disciplina del sistema telematico è contenuta essenzialmente nelle delibere Consob nn. 9882/96 e 9726/96.

¹¹⁵ E’ del 1996 il primo servizio di workstation integrante (sistema WIN).

E' gestito dalla Borsa Italiana S.p.A. attraverso la SIA¹¹⁶ e si articola in una unità centrale, una rete di trasmissione dati e delle workstations (terminali), che realizzano il collegamento tra i diversi operatori autorizzati. Il meccanismo consente la diffusione tra gli operatori delle proposte di negoziazione, conclusione automatica dei contratti e comunicazione delle informazioni sui contratti conclusi; la diffusione al pubblico degli investitori di informazioni sull'andamento del mercato, alla Consob in merito alle proposte immesse e sui contratti conclusi; la rilevazione dei dati per la redazione dei listini; il riscontro e la rettifica dei dati inerenti i contratti conclusi ed invio degli stessi al sistema di compensazione e garanzia.

Il Sistema Telematico delle Borse Valori ha sostituito la precedente contrattazione "*alle grida*" o a chiamata, in cui gli operatori autorizzati si riunivano fisicamente in una piazza o "corbeille"¹¹⁷, dove presentavano i rispettivi ordini di domanda e offerta attraverso un particolare linguaggio di segni, gridando i prezzi cui erano disposti a vendere o ad acquistare i titoli richiesti dai propri clienti, fino al raggiungimento di un punto di incontro tra domanda ed offerta. Valide erano solo le transazioni registrate per iscritto. La Borsa individuava, anche fisicamente¹¹⁸, il luogo di incontro della domanda e dell'offerta di capitale attraverso la negoziazione in titoli. Nell'ordinamento precedente la riforma del 1996 l'organizzazione e il funzionamento del mercato ufficiale di Borsa erano affidati al Consiglio di Borsa, organo pubblicistico dotato di personalità giuridica¹¹⁹, e alla Consob. La borsa valori si articolava dunque in un insieme di attività esercitate da più soggetti¹²⁰.

Per effetto dell'informatizzazione la Borsa è oggi un mercato unico di dimensioni nazionali e con unica sede Milano. Il nuovo sistema si basa sulla

¹¹⁶ La SIA (Società Interbancaria per l'Automazione), nata nel 1997, su iniziativa della Convenzione Interbancaria per i problemi dell'Automazione, della Banca d'Italia, dell'ABI e di un gruppo di 30 tra banche e Istituti Centrali tra i più rappresentativi, ha sostanzialmente preso il posto del Ced Borsa.

¹¹⁷ Si tratta delle dieci borse locali prima esistenti, soppresse con il decreto Eurosim a partire dal 1° settembre 1996.

¹¹⁸ In questo senso si è soliti parlare della Borsa come mercato fisico.

¹¹⁹ Art. 24, l. 1 del 1991. I componenti del Consiglio di Borsa, nominati dal Ministero del Tesoro, erano scelti tra soggetti designati in gran parte da intermediari, Banca d'Italia, Consob e soggetti emittenti valori mobiliari negoziati in borsa. [...]

¹²⁰ Oltre al Consiglio di Borsa e alla Consob intervenivano altri soggetti quali il Ced-Borsa, la Banca d'Italia attraverso il servizio delle stanze di compensazione, la Cassa di Compensazione e Garanzia, la Monte Titoli S.p.A.

contrattazione continua, con possibilità di negoziare azioni, obbligazioni, warrants e diritti di opzioni, quotati in borsa in qualsiasi momento della seduta con conseguenti rapidi tempi di esecuzione. Gli ordini di acquisto e di vendita, c.d. “proposte”, sono immesse nel *book di negoziazione*¹²¹ ed organizzate in base al prezzo o, a parità di prezzo, in base alla priorità temporale di immissione da parte degli intermediari. Le proposte di acquisto e di vendita tra loro compatibili per prezzo e quantità sono abbinare automaticamente dal sistema telematico e concluse (c.d. *matching automatico*). Più in particolare, una proposta con limite di prezzo in acquisto è abbinata con una o più proposte di vendita aventi prezzo inferiore o uguale a quello della proposta immessa; una proposta con limite di prezzo in vendita è abbinata con una o più proposte di acquisto con prezzo pari o superiore a quello della proposta immessa. I contratti conclusi vengono registrati in un apposito archivio elettronico e sulla loro base viene elaborato automaticamente il listino ufficiale di borsa. Al termine della fase di negoziazione continua viene calcolato il prezzo di chiusura di ogni strumento negoziato, che è pari al prezzo medio ponderato di tutti i contratti conclusi nella seduta di Borsa.

Il sistema di negoziazione si articola in quattro diverse architetture informatiche, ciascuna con un sistema centrale, una propria rete di trasmissione dati e una specifica tipologia di workstation. La prima supporta il mercato azionario di borsa (MTA), il Mercato Ristretto e il Nuovo Mercato; la seconda il mercato degli strumenti derivati (IDEM); la terza il mercato dei contratti uniformi a termine su tassi di interesse (MIF); la quarta il mercato delle obbligazioni e dei titoli di Stato (MOT) e il mercato dei premi (MPR).

La disciplina della borsa valori, contenuta nel Regolamento predisposto dalla Borsa Italiana S.p.A., contiene norme comuni ai diversi comparti - in particolare la disciplina sulla quotazione -, e alcune disposizioni speciali per ciascuno di essi. I comparti del mercato di Borsa, indicati all'articolo 1.1, lettera a) del Regolamento sono:

¹²¹ Si tratta del prospetto video sul quale sono esposte, nelle diverse fasi di mercato, le proposte di negoziazione con indicazione delle loro caratteristiche; è detto anche semplicemente “book”. Le proposte possono essere immesse nel book con diverse modalità di esecuzione. In particolare quelle immesse senza limite di prezzo possono avere la modalità di esecuzione “esegui comunque”; quelle immesse invece con limite di prezzo con la modalità “esponi al raggiungimento del prezzo specificato”, “valida fino alla cancellazione”, “valida fino alla data specificata”, “esegui e cancella”, “tutto o niente”.

- 1) il mercato telematico azionario (*MTA*) su cui si negoziano azioni, obbligazioni convertibili, warrant, diritti di opzione, warrant e quote di fondi mobiliari e immobiliari chiusi¹²²;
- 2) il mercato telematico dei covered warrant (*MCW*) dove vengono negoziati cover warrant per quantitativi minimi e loro multipli¹²³;
- 3) il mercato “after hours” (*TAH*) di recente istituzione, su cui si negoziano azioni quotate in borsa e covered warrant che rispondano ai requisiti specificati rispettivamente dalle Istruzioni e dal Regolamento¹²⁴;
- 4) il mercato telematico delle obbligazioni e dei titoli di stato (*MOT*), ove si negoziano, “per quantitativi minimi o loro multipli, obbligazioni diverse da quelle convertibili e titoli di Stato”¹²⁵;
- 5) il mercato telematico delle euro-obbligazioni, obbligazioni di emittenti esteri e asset backed securities (*Euro-MOT*)¹²⁶;
- 6) il mercato telematico dei contratti a premio (*MPR*) dove vengono negoziati, “per quantitativi minimi o loro multipli, contratti a premio relativi ad azioni, obbligazioni convertibili, warrant quotati in borsa e diritti di opzione ivi negoziati”¹²⁷.

Fino a poco tempo fa il Regolamento¹²⁸ prevedeva anche il mercato delle spezzature (*MSP*), quale comparto del mercato di Borsa, operativo dal 1994, in cui venivano negoziati contratti di compravendita aventi ad oggetto azioni, obbligazioni convertibili e warrant per quantitativi inferiori al lotto minimo di negoziazione nel mercato di riferimento. In particolare la spezzatura è una quantità di titoli inferiore al lotto minimo di negoziazione, con riferimento agli strumenti negoziati sul Mercato Telematico Azionario e sul Mercato Ristretto, o anche quantità inferiore, per importo, all'ammontare

¹²² Art. 4.1.1 Regolamento.

¹²³ Art. 4.2.1 Regolamento.

¹²⁴ Art. 4.3.1 Regolamento inserito da ultimo con...Con delibera Consob n. 13160 del 5-6-2001 sono state approvate le modifiche al Regolamento con cui è stato eliminato il lotto minimo di negoziazione delle azioni nel comparto THA.

¹²⁵ Art. 4.4.1 Regolamento.

¹²⁶ Art. 4.5.1 Regolamento.

¹²⁷ Art. 4.6.1 Regolamento.

¹²⁸ Regolamento del 4.12.1998.

minimo di negoziazione, relativamente ai titoli a reddito fisso. La formazione di una spezzatura può conseguire a operazioni sul capitale (es. raggruppamento o aumenti di capitale) o a modifiche del lotto minimo. In passato il mercato delle spezzature era dunque, più che un comparto¹²⁹, un distinto segmento comune all'MTA e al Mercato Ristretto, in cui venivano negoziate le spezzature relative ai mercati stessi. Ove si inserisse nel book una proposta di negoziazione per una quantità diversa dal lotto minimo o da un suo multiplo, la parte non intera della proposta veniva trasferita automaticamente al giorno successivo sul mercato delle spezzature¹³⁰. Oggi invece le spezzature sono negoziate nel mercato principale alle condizioni fissate per ciascun mercato. L'art. 4.1.6 definisce le modalità di negoziazione delle spezzature. Un elemento caratterizzante è la possibilità di essere immesse solo senza limite di prezzo, cioè al prezzo di esecuzione corrispondente al prezzo di apertura determinato nel mercato di riferimento. Con il trasferimento delle spezzature al mercato principale, è scomparsa anche la figura dello "specialista" del mercato delle spezzature che aveva la funzione di sostenere eventuali sbilanci di mercato.

¹²⁹ Per le precisazioni terminologiche si rinvia al § 2.1.

¹³⁰ Se ad esempio un broker inseriva nel book dell'MTA una proposta di vendita di azioni della società Alfa per un quantitativo pari a 110 azioni e supponiamo il lotto minimo di negoziazione per le azioni della società Alfa è pari a 100, la parte non intera della proposta, le 10 azioni, è trasferita sul mercato delle spezzature.

3.2 La disciplina sulla quotazione.

Per quotazione di borsa si intende il valore di mercato di un titolo, cioè il *prezzo* cui è scambiato un dato strumento finanziario sul mercato di Borsa, dato dall'incontro tra la domanda e l'offerta ad esso relativa. Per i titoli quotati in Borsa tale valore è riportato giornalmente sul listino.

Per le imprese, anche di ridotte dimensioni¹³¹, la quotazione può rappresentare oggi un importante canale di finanziamento, suscettibile di essere utilizzato più volte anche in fasi successive e che consente il ricorso al canale bancario a condizioni spesso più favorevoli. La quotazione diviene così un obiettivo strategico per l'impresa che permette di diversificare le fonti di finanziamento e, nel contempo, di potenziare la propria competitività. L'ingresso nel mercato mobiliare può infatti tradursi in uno strumento per la crescita e lo sviluppo dell'impresa e, grazie all'ingresso di nuovo capitale di rischio, può risultare funzionale ad un riequilibrio della struttura finanziaria della stessa. Le modifiche introdotte nella normativa italiana che hanno reso meno stringenti, rispetto al passato i requisiti di ammissione al mercato, hanno favorito ed accentuato tali aspetti. Il decreto L.igs. Eurosime e da ultimo il TUF hanno introdotto significative novità, in particolare demandando alla società di gestione la definizione dei criteri per l'ammissione, sospensione ed esclusione dei titoli e degli intermediari, ampliando la gamma degli intermediari abilitati ad operare nel rispetto di nuove regole di comportamento, nonché procedendo alla c.d. riforma della corporate governance, i.e. la disciplina delle società i cui titoli sono quotati nei mercati regolamentati. La nuova disciplina abroga formalmente quella precedente dettata dalla L. 7.10.1974, n. 216, dal D.P.R. 31.3.1975, n. 138 e dalla delibera Consob n. 4088/89.

Prima di tale riforma erano previste tre modalità di ammissione a quotazione in borsa: *di diritto*, d'ufficio e su richiesta o su domanda. La prima riguardava titoli di debito pubblico a medio-lungo termine, quelli emessi da Stati esteri, enti locali e enti internazionali di carattere pubblico, titoli garantiti dallo Stato, obbligazioni fondiarie e titoli similari, azioni di risparmio, se in Borsa erano trattate quelle ordinarie dello stesso emittente, obbligazioni convertibili in titoli di società quotate e obbligazioni emesse da banche con titoli quotati. Per l'ammissione di diritto doveva trattarsi di valori mobiliari con

¹³¹ Le piccole-medie imprese (PMI).

sufficiente diffusione, liberamente trasferibili ed idonei ad essere oggetto di liquidazione¹³². La quotazione *d'ufficio*, riguardante valori diffusamente oggetto di negoziazione e sorretti da un interesse generale alla negoziazione in un mercato ufficiale, poteva essere attivata dal Consiglio di Borsa o chiunque avesse un interesse motivato. Potevano richiedere la quotazione *su domanda*, infine, tutte le società e enti interessati che presentassero una serie di requisiti espressamente fissati a tutela del mercato.

Con la privatizzazione dei mercati i compiti prima spettanti alla Consob in tema di ammissione, esclusione e sospensione degli operatori e degli strumenti finanziari dalle operazioni sono stati trasferiti alla Borsa S.p.A., determinando una notevole semplificazione delle procedure. Oggi esiste infatti un'unica modalità di ammissione a quotazione articolata in due momenti: l'inoltro della domanda da parte dell'emittente alla società di gestione e la pubblicazione del prospetto di quotazione. Contestualmente alla domanda di ammissione, l'emittente deve inoltrare alla Consob¹³³ domanda di autorizzazione alla pubblicazione del prospetto, redatto secondo un certo schema formale e contenutistico¹³⁴. Il procedimento di ammissione a quotazione si chiude con la pubblicazione del prospetto di quotazione che deve avvenire prima della data prevista per l'inizio delle negoziazioni. L'ammissione si perfeziona quando la Borsa S.p.A. stabilisce la data di inizio delle negoziazioni e ne informa il pubblico. La disciplina è contenuta nel titolo 2.5 del Regolamento.

Per l'ammissione a quotazione di strumenti finanziari di nuova emissione fungibili con quelli già quotati, per le azioni di nuova emissione di pari categoria e con le medesime caratteristiche non è richiesta alcuna domanda

¹³² Per un'analisi delle condizioni in oggetto vedi tra gli altri GIORDANO M., *Il funzionamento del mercato di borsa: la disciplina regolamentare*, p. 8 ss, Archivio Ceradi. Quanto alla libera trasferibilità vale ricordare la questione circa l'eventuale possibilità di deroga con particolare riferimento alle clausole statutarie di gradimento, che condizionano la trasferibilità al consenso del consiglio di amministrazione o di altro organo sociale. La necessità per il buon funzionamento del mercato che i titoli siano oggetto di liquidazione tramite le stanze di compensazione fu evidenziato per la prima volta nella comunicazione Consob n. 88/08512 del 8.3.1988, secondo cui tale elemento garantiva il regolare svolgimento delle operazioni in borsa, oltre che nella fase di contrattazione anche in quella di esecuzione e liquidazione dei contratti.

¹³³ Vale ricordare che ai sensi dell'art. 74 TUF, in casi di necessità ed urgenza, la Consob può sempre adottare provvedimenti vertenti ad assicurare la trasparenza, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori.

¹³⁴ Art. 52 del Regolamento Consob del 14.5.1999, n. 11971.

da parte dell'emittente, che deve comunque informarne tempestivamente la Borsa S.p.A.

La Consob determina il contenuto, le modalità di pubblicazione del *prospetto di quotazione*, nonché gli eventuali obblighi integrativi¹³⁵; coordina le proprie funzioni con quelle conferite alla società di gestione del mercato¹³⁶. L'obbligo di pubblicazione in oggetto si applica a tutti i soggetti emettenti strumenti finanziari per i quali si richiede l'ammissione alla quotazione su un mercato regolamentato¹³⁷. La pubblicazione del prospetto consente di rendere "pubblici" dati concernenti l'emittente e gli strumenti finanziari da quotare, in quest'ultimo caso le informazioni richieste sono diverse a seconda che si tratti di prima emissione o l'emittente abbia altri strumenti finanziari quotati. Per gli strumenti finanziari già diffusi tra il pubblico, il provvedimento di autorizzazione alla pubblicazione, subordinato alla verifica dell'adozione del provvedimento di ammissione a quotazione da parte della società di gestione¹³⁸, è rilasciato dalla Consob entro due mesi dalla data di presentazione della relativa domanda e comunque entro il giorno antecedente l'inizio delle negoziazioni. Il prospetto e l'eventuale nota integrativa sono resi pubblici mediante messa a disposizione presso la società di gestione del mercato e presso la sede dell'emittente con obbligo di consegnarne copia gratuita a chi ne faccia richiesta e contestuale trasmissione alla Consob. Con la delibera di ammissione viene stabilito anche il segmento di mercato di negoziazione dello strumento finanziario, oltre al quantitativo minimo di negoziazione.

¹³⁵ La disciplina è contenuta agli art. 51 e ss del Regolamento Consob 11971/99, emanato in attuazione del TUF.

¹³⁶ Art. 113 TUF.

¹³⁷ Nel caso in cui la domanda di ammissione a quotazione sia preceduta da sollecitazione all'investimento, si ritiene sufficiente la pubblicazione del prospetto informativo relativo alla sollecitazione.

¹³⁸ Ai sensi dell'art. 2.4.2, riformato nell'assemblea di Borsa S.p.A. del 6 settembre 2001, nel caso di strumenti finanziari già diffusi tra il pubblico, la Borsa Italiana delibera e comunica all'emittente l'ammissione o il rigetto della domanda, "*entro due mesi dal giorno in cui è stata completata la documentazione da allegare alla domanda*".

3.2.1 Condizioni di ammissione per gli strumenti finanziari e gli emittenti (rinvio).

Nel Regolamento sui mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A. sono dettate le “condizioni generali per l’ammissione a quotazione” concernenti gli emittenti, i singoli strumenti finanziari, nonché la procedura per l’ammissione in Borsa. Tali requisiti si riferiscono a tutti i mercati gestiti da Borsa Italiana S.p.A., tranne il Nuovo Mercato disciplinato da un autonomo Regolamento¹³⁹. L’ambito di applicazione della disciplina è individuato in una serie di strumenti finanziari emessi da società o enti nazionali o esteri, oltre a Stati ed enti sovranazionali¹⁴⁰.

Le società e gli enti devono essere regolarmente costituiti con statuti conformi alle leggi ed ai regolamenti relativi. Si aggiunga che i consigli di amministrazione delle società emittenti azioni devono dare informativa sul proprio sistema di corporate governance e sull’adesione al “Codice di autodisciplina delle società quotate” deliberato dalla Borsa S.p.A. nel 1999, ciò al fine di garantire il buon funzionamento del mercato ed una corretta informativa societaria. In particolare è stabilito che all’atto della presentazione della domanda di ammissione a quotazione tali società risulti l’avvenuto confronto tra il proprio modello di governo societario e quello proposto nel Codice. Gli strumenti da quotare devono invece essere emessi nel rispetto delle leggi, dei regolamenti e di ogni altra disposizione applicabile e conformi alla normativa cui sono sottoposti; idonei ad essere oggetto di liquidazione di borsa¹⁴¹, nonché liberamente trasferibili¹⁴².

¹³⁹ Regolamento deliberato il 4.12.1998 e successivamente approvato con delibera Consob 11808/99.

¹⁴⁰ Vedi Art. 2.1.1.

¹⁴¹ La necessità per il buon funzionamento del mercato che i titoli siano oggetto di liquidazione tramite le stanze di compensazione fu evidenziato per la prima volta nella comunicazione Consob n. 88/08512 del 8.3.1988, secondo cui tale elemento garantiva il regolare svolgimento delle operazioni in borsa, oltre che nella fase di contrattazione anche in quella di esecuzione e liquidazione dei contratti.

¹⁴² Ricordiamo che la condizione della libera trasferibilità aveva in passato (tale condizione era prevista dallo stesso regolamento Consob n. 4088 del 1989) posto la questione della compatibilità di eventuali clausole statutarie di gradimento, che condizionano la trasferibilità al consenso del consiglio di amministrazione o di altro organo sociale. Nel senso dell’incompatibilità si esprime la circolare Assonime n. 152/1989, in Riv. Soc., 1989, p. 1407 e ss, mentre in senso affermativo sembra esprimersi la Consob con la Comunicazione n. 91005048 del 3.10.1991. Circa le clausole di prelazione, clausole che inducono un meccanismo di preferenza a favore di taluni soci nell’ipotesi di alienazione delle azioni, secondo alcuni (vedi Comunicazione Consob 91005048 del 3.10.1991) non porrebbero dubbi di compatibilità,

La società di gestione può respingere la domanda di ammissione a quotazione con provvedimento motivato e comunicato tempestivamente all'interessato nelle ipotesi indicate all'art. 2.1.2 del Regolamento; può inoltre subordinare la quotazione a qualsiasi condizione particolare essa ritenga opportuna che sia esplicitamente comunicata al richiedente, solo nell'interesse della tutela degli investitori. Se ne deduce che non esiste un diritto astratto alla quotazione di uno strumento finanziario, pur nei limiti di un obbligo di motivazione la cui portata andrebbe forse meglio precisata.

Spetta alla società di gestione del mercato anche l'esclusione e la sospensione degli strumenti finanziari dalle negoziazioni, *c.d. delisting*¹⁴³. Il Regolamento conferisce poi alla Borsa Italiana il potere di disporre la sospensione o la revoca dalla quotazione. La sospensione è prevista nel caso in cui venga meno temporaneamente la garanzia della regolarità del mercato o sussista un rischio in tal senso o risulti necessario a tutela degli investitori; essa non può avere durata superiore a diciotto mesi. La revoca interviene in caso di prolungata carenza di negoziazione o se la Borsa S.p.A. reputa che non sia possibile mantenere un mercato normale e regolare per tale strumento, per circostanze particolari. Ciò non esclude la possibilità di un'esclusione su richiesta delle società quotate, prevista dall'art. 133 TUF e disciplinata dal Regolamento¹⁴⁴. Le ultime modifiche apportate al Regolamento di Borsa hanno previsto delle novità in materia di sospensione e revoca delle azioni, nonché circa gli obblighi degli emittenti. Ai fini della sospensione e revoca dalla quotazione, Borsa Italiana potrà considerare come elementi discriminanti il giudizio negativo della società di revisione per due esercizi consecutivi o l'impossibilità, per questa di esprimere un giudizio per il medesimo periodo.

I requisiti richiesti per gli emittenti variano in funzione del titolo del quale si richiede l'ammissione a quotazione. L'emittente strumenti finanziari quotati è poi soggetto ad una serie di obblighi informativi nei confronti della società di gestione, della Consob e del pubblico al fine del buon funzionamento del mercato. La relativa disciplina è contenuta nel Regolamento di Borsa, nel TUF (art. 113-118) e nel Regolamento Consob 11971/99. Per rendere più trasparente l'attività societaria le recenti modifiche al Regolamento

purché rese trasparenti nel prospetto informativo; per altri (COSTI, Il mercato mobiliare, p. 242) escluderebbero la possibilità di quotare titoli la cui circolazione vi sia sottoposta.

¹⁴³ Art. 62 TUF.

¹⁴⁴ Art. 2.5.4, 2.5.5, 2.5.6.

di Borsa hanno previsto per gli emittenti l'obbligo di redigere e trasmettere a Borsa Italiana un calendario degli eventi societari relativo all'esercizio in corso.

3.2.2 Lo sponsor.

Il Regolamento di Borsa prevede una particolare figura di intermediario finanziario, lo sponsor, che si caratterizza per il fatto di assumere l'incarico di assistere la società emittente nella procedura di ammissione a quotazione degli strumenti finanziari sui mercati regolamentati e nel periodo successivo. Il fine è quello di assicurare il regolare svolgimento del procedimento, svolgendo il ruolo di tutor del soggetto emittente e garante delle informazioni fornite dallo stesso alla società di gestione del mercato. La disciplina contenuta nel Regolamento di borsa ne evidenzia il duplice ruolo qui delineato, anche se, in realtà, la presenza di tale operatore risulta un'esigenza della società-mercato che ne impone la nomina, piuttosto che dell'emittente.

Il termine sponsor non individua un nuovo operatore, bensì un "nuovo" tipo di incarico che può essere assunto da determinati operatori ed il cui contenuto si articola nello svolgimento di rilevanti attività di consulenza e assistenza all'emittente. "Lo sponsor collabora con l'emittente nella procedura di ammissione degli strumenti finanziari, ai fini di un ordinato svolgimento della stessa"¹⁴⁵; è inoltre chiamato ad assistere l'emittente che abbia commesso gravi infrazioni a norme del Regolamento o discipline applicabili¹⁴⁶. La nomina dello sponsor è infatti obbligatoria per l'emittente che intenda presentare alla Borsa domanda di prima ammissione alla quotazione di "azioni, certificati rappresentativi di azioni o altri titoli di capitale di rischio", "strumenti finanziari diversi dai titoli di stato, euro-obbligazioni e asset backed securities", nonché, su richiesta della Borsa, nell'ipotesi sopradetta di "grave infrazione" commessa dall'emittente¹⁴⁷.

Gli intermediari abilitati a svolgere la funzione di sponsor sono le banche, italiane o estere, e le imprese di investimento nazionali, comunitarie ed extracomunitarie, nonché gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale

¹⁴⁵ Art. 2.3.4, comma 1, Regolamento di Borsa S.p.A.

¹⁴⁶ Art. 2.3.1, comma 1, lett. b) Regolamento di Borsa S.p.A.

¹⁴⁷ Art. 2.3.1 del Regolamento disciplina le ipotesi di nomina obbligatoria dello sponsor e i termini entro cui la nomina deve intervenire.

di cui all'art. 107 del TUB¹⁴⁸. Secondo quanto previsto nelle Istruzioni al Regolamento di Borsa, lo sponsor deve sottoscrivere, unitamente all'emittente, la domanda di ammissione a quotazione, assumendo così formalmente l'incarico e, dunque, le relative responsabilità¹⁴⁹. Detto incarico deve essere di durata non inferiore ad un anno dalla data di inizio delle negoziazioni, nel caso sia relativo all'ammissione di azioni, certificati rappresentativi di azioni o altri titoli di capitale di rischio, o almeno fino alla data di inizio quotazione, nel caso di ammissione di strumenti finanziari quali obbligazioni, warrant, certificati rappresentativi di quote di fondi chiusi, covered warrant ed obbligazioni strutturate.

Per garantire che lo sponsor assolva correttamente alle sue funzioni in piena indipendenza ed autonomia dall'emittente, il Regolamento definisce dei requisiti. In particolare, è stabilito che lo sponsor non possa far parte del gruppo cui l'emittente appartiene o che fa capo all'emittente. Qualora lo sponsor detenga, direttamente o indirettamente una partecipazione nella società emittente, ovvero ove sussistano rapporti di natura creditizia tra lo sponsor e l'emittente o soggetti che detengono partecipazioni rilevanti nell'emittente, è prescritto l'obbligo di rilasciarne attestazione alla società di gestione, specificando la natura e la consistenza dei relativi rapporti. Le modifiche al Regolamento, approvate dall'assemblea di Borsa S.p.A. il 6 settembre 2001, hanno eliminato possibili deroghe alla disciplina in oggetto, estendendo l'obbligo di comunicazione alla Borsa S.p.A. di *tutti* i rapporti di natura creditizia. La precedente disciplina faceva invece riferimento a *significativi* rapporti di natura creditizia.

Anche l'emittente è tenuto a rilasciare attestazione alla Borsa Italiana, precisando la natura e la consistenza dei relativi rapporti, qualora detenga una partecipazione, diretta o indiretta, nello sponsor. Sia lo sponsor che l'emittente devono dare immediata comunicazione alla Borsa S.p.A. di eventuale revoca o rinuncia del mandato. E' inoltre disposto che la procedura di ammissione si interrompa fino alla nomina da parte dell'emittente di un altro sponsor che svolga le relative funzioni¹⁵⁰. Allo sponsor è richiesto di pubblicare almeno due

¹⁴⁸ Art. 2.3.2 Regolamento di Borsa.

¹⁴⁹ Sulla questione giuridica della responsabilità dello sponsor vedi NUZZO A., *Responsabilità dello sponsor*, in corso di pubblicazione su AGE.

¹⁵⁰ Tale disposto è stato introdotto nella recente modifica al Regolamento del 6 settembre 2001. La precedente disciplina prevedeva che l'emittente procedesse senza indugio alla nomina di un altro sponsor.

analisi finanziarie l'anno, brevi analisi in occasione dei principali eventi societari relativi all'emittente, nonché di organizzare, almeno due volte l'anno, un incontro con la comunità finanziaria nazionale.

Quando lo sponsor viene nominato in sede di prima quotazione questi assume una serie di responsabilità: egli assicura che la documentazione e i dati forniti sono completi; che il consiglio di amministrazione ed il collegio sindacale dell'emittente siano stati informati degli impegni conseguenti alla quotazione e che questi disponga di un valido sistema di controllo di gestione; che i dati previsionali relativi all'esercizio in corso alla data di presentazione della domanda di quotazione siano stati redatti dopo attente valutazioni e siano ragionevolmente realizzabili; che il collocamento dei titoli venga effettuato secondo le regole della migliore prassi nazionale ed internazionale (a tale scopo lo sponsor, qualora non rivesta il ruolo di capofila dell'offerta istituzionale, deve acquisire apposita dichiarazione in merito dal soggetto che ricopre tale ruolo)¹⁵¹. Nulla è precisato circa il ruolo dello sponsor nell'ipotesi in cui il suo intervento sia richiesto dalla Borsa S.p.A., avendo l'emittente commesso infrazioni. Il silenzio può essere interpretato come esplicita volontà di lasciare che il ruolo dello sponsor venga specificato caso per caso, o al contrario, che ciò implichi l'applicazione della stessa disciplina prevista nel caso di prima quotazione. Nel caso di violazione la Borsa Italiana può erogare sanzioni, graduate secondo la gravità del fatto e l'eventuale recidiva e possono assumere le forme del richiamo scritto in forma privata, richiamo scritto in forma pubblica, richiamo scritto in forma pubblica con espressa dichiarazione di non idoneità del soggetto a svolgere l'attività di sponsor.

La disciplina dettata dal Regolamento definisce con chiarezza il ruolo fondamentale attribuito allo sponsor nell'architettura complessiva del mercato di borsa, consistente nel mediare e coadiuvare la costituzione di un rapporto di fiducia tra Borsa ed emittente in sede di prima quotazione di titoli "rischiosi" e di garantirne la stabilità in una eventuale situazione patologica successiva. La previsione circa la permanenza dopo la quotazione e gli obblighi di comunicazione nei confronti del pubblico confermano tale funzione di garanzia del rapporto fiduciario Borsa-emittente e, nel contempo, di mediazione nella costituzione di un rapporto di fiducia anche tra emittente ed

¹⁵¹ Art. 2.3.4, da ultimo modificato nell'assemblea di Borsa S.p.A. nella riunione del 6 settembre 2001 (sono riportate in corsivo le modifiche o aggiunte rispetto al Regolamento precedente).

investitori. Quello che viene ad instaurarsi tra Borsa ed emittente in sede di prima quotazione risulta un rapporto di natura privatistico, che trova formalizzazione nel contratto di quotazione, il c.d. listing agreement, con il quale l'emittente aderisce all'ordinamento di borsa e accetta la relativa disciplina¹⁵².

Da un punto di vista giuridico, l'attività svolta dallo sponsor può essere fatta rientrare tra gli atti di esercizio dell'autonomia privata e trova fondamento nel rapporto negoziale stipulato con l'emittente, sia pure anche - se non principalmente - nell'interesse del terzo Borsa. Questa, quale organizzatore e gestore del mercato, persegue l'obiettivo di assicurarne oltremodo la "qualità", attraverso l'ausilio di un soggetto capace di esercitare controlli mirati sugli emittenti e di fornire informazioni affidabili, con un risparmio in termini di costi e di strutture. Unico interesse dell'emittente, invece, è di ottenere l'ammissione a quotazione dei propri strumenti finanziari e, dunque, sia pure indirettamente, la collaborazione dello sponsor che ne costituisce condizione imposta ai sensi del Regolamento. Di fatto, la sottoposizione all'attività di controllo dello sponsor rappresenta per l'emittente solo un mezzo per perseguire il suo interesse principale. Dal rapporto negoziale così instaurato discendono a carico dello sponsor obblighi di prestazione nei confronti sia dell'emittente, sia della società di gestione. Oggetto del contratto stipulato con l'emittente è l'obbligazione assunta dallo sponsor dietro corrispettivo di esercitare attività di consulenza e collaborazione nella fase di ammissione a quotazione, ma anche di rilasciare alla Borsa le richieste dichiarazioni di responsabilità e di fornire periodiche informazioni nei confronti del pubblico. L'esercizio di tali due ultime attività costituisce prestazione dovuta anche nei confronti della Borsa, in ragione del rapporto sponsor-Borsa sottostante il rapporto contrattuale principale.

La questione si pone nel definire la responsabilità dello sponsor in caso di inadempimento alle obbligazioni assunte. E' pacifico che l'inadempimento alle prestazioni dovute nei confronti dell'emittente espongono lo sponsor a responsabilità contrattuale, con conseguente obbligo di risarcimento del danno di cui l'emittente dovrà comunque fornire la prova¹⁵³. Non è invece chiaro se

¹⁵² In tal senso FERRARINI, in corso di pubblicazione su AGE, 2002. Vedi anche Assonime, *La riforma della borsa: il commento dell'Assonime*, Circolare Assonime n. 73 del 1998, in Riv. soc., 1998, p. 1406.

¹⁵³ Sul punto vedi NUZZO A., op. cit..

sussista responsabilità anche nei confronti della Borsa e di che tipo; se possa riconoscersi a questa il diritto a pretendere in proprio l'adempimento delle prestazioni derivanti dal contratto emittente-sponsor. In realtà, si tratta di verificare se l'“accordo” tra emittente e sponsor possa essere correttamente qualificato come un contratto a favore del terzo (1411 del c.c.). Ai sensi del codice civile, nel contratto a favore del terzo le parti attribuiscono ad un terzo il diritto di pretendere in proprio l'adempimento. Perché ricorra la fattispecie è necessario che risulti che lo stipulante “abbia interesse”, secondo la dottrina, un interesse anche solamente morale all'attribuzione di tale vantaggio al terzo. In realtà, nel rapporto emittente-sponsor non appare chiaramente identificabile un interesse dell'emittente a che il contratto stipulato con lo sponsor produca i suoi effetti anche a favore della Borsa. Se si vuole, tale interesse dell'emittente è desumibile soltanto indirettamente, in quanto la stipulazione del contratto con lo sponsor costituisce una condizione di fatto imposta dalla Borsa per ottenere l'ammissione a quotazione, vero interesse dell'emittente. Ne consegue quantomeno il dubbio, nella disciplina vigente, sul diritto della Borsa di esigere in proprio l'adempimento delle prestazioni derivanti da tale contratto¹⁵⁴.

Ciò non esclude che l'inadempimento dello sponsor alle proprie obbligazioni possa causare di fatto un danno alla Borsa. Si pensi agli effetti negativi sul mercato di un comportamento negligente dello sponsor, o al rilascio da parte dello sponsor alla Borsa di attestazioni non corrette. L'inadempimento alle prescrizioni imposte dal Regolamento esporrà lo sponsor alle sanzioni previste. Si tratta di verificare la riconducibilità dell'eventuale danno causato alla violazione delle prescrizioni dettate dal Regolamento o, piuttosto, ad una fattispecie generica di responsabilità extracontrattuale (2043 c.c.).

Ricordiamo che è richiesta la nomina di uno sponsor anche per l'ammissione a quotazione degli strumenti finanziari nel Mercato Ristretto. Sono prescritti gli stessi requisiti del mercato di borsa. L'assemblea di Borsa S.p.A. del 6 settembre 2001, rafforzando la previsione secondo cui lo sponsor deve essere membro della direzione del consorzio di collocamento, ha disposto che questi coincida con il capofila, il c.d “lead-manager”, di una trince

¹⁵⁴ In tal senso anche NUZZO A., op. cit.. L'autore parla di contratto con prestazioni a favore di terzi. Dal contratto emittente-sponsor deriverebbe una relazione qualificata tra sponsor e Borsa che fornirebbe a quest'ultima comunque titolo all'obbligazione risarcitoria a carico dello sponsor, sotto forma di “violazione di obblighi di protezione, ovvero per responsabilità da funzione o quantomeno da contratto privilegiato”.

dell'offerta. Tra le principali novità va inoltre evidenziato l'inserimento della figura del co-sponsor (o secondo sponsor) che può essere nominato su richiesta della Borsa nelle ipotesi, precisate nelle Istruzioni, di partecipazioni superiori al 10% dello sponsor nell'emittente (salvo l'ipotesi in cui siano soggette a vincolo) o viceversa e di rapporti di natura creditizia superiori al 33% dell'esposizione complessiva dell'emittente (calcolata sul credito utilizzato) e se il rapporto di indebitamento risulti superiore a 0.5. E' inoltre disposto che la Borsa possa richiedere la nomina di un secondo sponsor in casi diversi da quelli previsti nelle Istruzioni, comunicandolo all'emittente entro 15 giorni da quello in cui è stata completata la documentazione da allegare alla domanda. Si estende al co-sponsor l'obbligo di informare il Consiglio di Amministrazione e il Collegio Sindacale sulla responsabilità della quotazione.

3.3 Il mercato telematico azionario (MTA).

3.3.1 Segmenti.

L'MTA (definito comunemente Borsa o mercato azionario di Borsa) indica il comparto di mercato in cui “si negoziano, per qualunque quantitativo, azioni, obbligazioni convertibili, diritti di opzione, warrant e quote di fondi mobiliari e immobiliari chiusi”¹⁵⁵. Vi sono quotate società consolidate nei rispettivi settori e con buona redditività; si tratta in genere di società che operano in settori tradizionali, con una consolidata quota di mercato.

Prima delle modifiche al Regolamento apportate nel settembre 2001 la negoziazione sull'MTA era prevista solo per quantitativi minimi di strumenti finanziari e loro multipli. La Borsa S.p.A stabiliva i quantitativi minimi negoziabili e la negoziazione per quantitativi diversi dal lotto minimo o da un suo multiplo avveniva sul c.d. mercato delle spezzature. L'eliminazione del lotto minimo di negoziazione, con estensione all'MTA e al Mercato Ristretto della possibilità di negoziare strumenti finanziari per qualunque quantitativo (già prevista sul Nuovo Mercato), avrebbe come principale obiettivo “di incrementare la flessibilità nelle decisioni di investimento degli investitori finali - sia singoli risparmiatori sia professionali - favorendo la negoziazione dei lotti in termini di controvalore” ¹⁵⁶. Permane comunque a favore della la Borsa Italiana la riserva “di stabilire per singolo strumento finanziario un quantitativo minimo negoziabile qualora lo richiedano esigenze di funzionalità del mercato, di agevole accesso da parte degli investitori e di economicità nell'esecuzione degli ordini”. La possibilità di negoziare azioni per qualunque quantitativo fa venir meno anche la necessità di adeguare i lotti minimi nel caso di interventi sul capitale, evitando la formazione delle spezzature. Dal 14 gennaio 2002 l'eliminazione del lotto minimo di negoziazione per alcuni strumenti finanziari è divenuta operativa. Le azioni e le quote di fondi chiusi negoziate sull'MTA, sul Mercato “After Hours” e sul Mercato Ristretto possono oggi essere trattate per un quantitativo pari all'unità ed ai suoi multipli. Le obbligazioni convertibili negoziate sull'MTA o sul Mercato Ristretto e i warrant negoziati sull'MTA al

¹⁵⁵ Art. 4.1.1 del Regolamento.

¹⁵⁶ Comunicato stampa di Borsa Italia S.p.A.

14 gennaio 2002 continuano ad essere trattati per i quantitativi minimi e loro multipli precedentemente stabiliti. Per le obbligazioni convertibili ed i warrant ammessi alle negoziazioni successivamente al 14 gennaio 2002, data di entrata in vigore delle modifiche al Regolamento, sarà la stessa Borsa, nel provvedimento di ammissione, a stabilire i quantitativi minimi negoziabili e loro multipli.

Con delibera Consob n. 12744, del 5-10-2000 sono state approvate alcune modifiche al Regolamento di borsa e alle relative Istruzioni concernenti l'introduzione di una nuova segmentazione dell'MTA. La nuova disciplina, operativa dal 2 aprile 2001¹⁵⁷, ha sostituito la precedente basata sulla ripartizione dei titoli quotati nei segmenti *MTA strumenti finanziari liquidi*, *MTA strumenti finanziari sottili* e *MTA strumenti finanziari negoziati una sola volta alla settimana*. L'art. 4.1.2 del Regolamento oggi in vigore dispone che "la Borsa Italiana ripartisce gli strumenti finanziari negoziati nel comparto MTA in segmenti omogenei in base alla loro capitalizzazione¹⁵⁸ (...)". In rapporto alla soglia di capitalizzazione fissata in 800 milioni di euro, gli strumenti finanziari vengono così ripartiti in tre segmenti:

- 1) il segmento *BLUE CHIPS*: per aziende con capitalizzazione superiore a 800 milioni di euro;
- 2) il segmento *STAR* (Segmento Titoli con Alti Requisiti): per aziende di media e bassa capitalizzazione (inferiore a 800 milioni di euro), operanti in settori tradizionali e che rispondono ad elevati requisiti di liquidità e trasparenza informativa;
- 3) il *segmento ordinario* di Borsa per le altre aziende.

A questi si aggiunge ora il nuovo segmento di Borsa Italiana dedicato alla quotazione e alla negoziazione degli Exchange Traded Funds (ETF), di OICR chiusi e di OICR aperti indicizzati. Vale precisare che tale ripartizione non può considerarsi definitiva in quanto soggetta a criteri di mobilità tra un segmento e l'altro in particolare attuati in sede di revisione degli indici di borsa.

¹⁵⁷ Con provvedimento 15-03-2001, n. 1574 la Borsa Italiana ha reso operativa la nuova segmentazione a far data dal 2 aprile 2001.

¹⁵⁸ La soglia di capitalizzazione è data dal prezzo di mercato delle azioni per il numero di azioni in cui è diviso il capitale.

Rispetto a quanto normalmente richiesto per la quotazione in Borsa¹⁵⁹, per l'ammissione a quotazione sul segmento STAR sono prescritti particolari requisiti di liquidità, trasparenza informativa, corporate governance. Si tratta di requisiti ulteriori rispetto alla disciplina generale.

In particolare, sotto il profilo dimensionale le aziende devono avere una capitalizzazione delle azioni ordinarie inferiore a 800 milioni di euro, soglia prescritta dalle Istruzioni e suscettibile di revisione rispetto all'andamento del mercato.

Quanto ai requisiti di liquidità, il rilascio della qualifica di STAR è subordinata alla diffusione delle azioni ordinarie pari al 35% per le società di nuova quotazione e al 20% per quelle già quotate. Costituisce requisito di permanenza il mantenimento di un flottante minimo del 20%. E' inoltre prescritta la nomina di uno specialista che si impegna a svolgere un'attività di sostegno della liquidità del titolo (esposizione continua di proposte in acquisto e in vendita entro parametri prefissati) e un'attività informativa e di analisi della società.

Per garantire la trasparenza sono prescritti stringenti obblighi informativi (i dati trimestrali devono essere pubblicati entro 45 giorni dal termine del trimestre; i rendiconti contabili devono essere inviati a Borsa Italiana in formato elettronico per assicurarne una più agevole diffusione; tutti i documenti e dati per l'informativa del pubblico devono essere disponibili anche sul sito Internet della società). L'azienda deve nominare un soggetto interno professionalmente qualificato con l'incarico di intrattenere i rapporti con gli investitori, il c.d. *investor relator*. Un particolare ruolo informativo è svolto dall'operatore specialista, il quale si impegna a pubblicare e trasmettere alla società di gestione almeno due analisi finanziarie all'anno sui risultati d'esercizio e semestrali, oltre a brevi analisi sui dati trimestrali e sui principali eventi societari. Lo specialista si impegna inoltre ad organizzare almeno due incontri l'anno tra management della società ed investitori professionali.

Quanto infine ai requisiti di corporate governance, per garantire un elevato grado di autonomia ed indipendenza dell'organo amministrativo è prescritta la nomina di amministratori non esecutivi ed indipendenti in grado di incidere, per numero ed autorevolezza, sull'assunzione delle decisioni del consiglio di amministrazione e di un comitato di controllo interno. E' inoltre

¹⁵⁹ Art. 2.2.1, 2.2.2, 2.2.3 Regolamento.

disposto che una parte significativa di remunerazione del top management sia legata al raggiungimento di obiettivi e/o risultati economici della società.

Le recenti modifiche al Regolamento di Borsa¹⁶⁰ hanno introdotto nuovi criteri di permanenza ed esclusione dal segmento STAR che prevedono che il mantenimento della qualifica sia subordinato all'assenza di violazioni degli obblighi di informativa. Nei casi di rilascio di un giudizio negativo o di impossibilità ad esprimere un giudizio da parte della società di revisione, è prevista la facoltà per Borsa Italiana di non ammettere o di escludere dal segmento l'emittente. L'appartenenza dello specialista al medesimo gruppo dell'emittente viene considerata causa di incompatibilità.

¹⁶⁰ Le modifiche apportate il 22 aprile 2002 sono in vigore dal 1° luglio.

3.3.2 Modalità di negoziazione (cenni).

Le modalità di negoziazione nel MTA sono “l’asta di apertura” e la “negoziazione continua”.

La prima - articolata nelle fasi di determinazione del prezzo teorico di apertura (“pre-apertura”), validazione e conclusione dei contratti (“apertura”) – ha lo scopo di determinare il prezzo di apertura della seduta del mercato ed è comunque seguita dalla negoziazione continua.

La negoziazione continua in senso stretto consiste “nell’abbinamento automatico di proposte di acquisto e di vendita presenti sul mercato e ordinate secondo il criterio della priorità temporale”. Le proposte di acquisto e di vendita tra loro compatibili per prezzo e quantità sono automaticamente abbinate dal sistema telematico e concluse (matching automatico). Segue il “riscontro” o verifica della materiale conclusione delle operazioni da parte della Borsa Italiana S.p.A.. Le stesse sono “liquidate”, ossia eseguite, entro il quinto giorno di borsa aperta successivo alla stipulazione.

Circa la rilevazione dei prezzi si distingue tra prezzo ufficiale giornaliero, che è il prezzo medio ponderato dell’intera quantità di titoli negoziati sul mercato durante la seduta, e prezzo di riferimento della giornata, per il quale si intende il prezzo medio ponderato relativo all’ultimo 10 per cento della quantità dello strumento finanziario negoziata sul mercato.

Gli operatori esprimono la propria volontà negoziale in *proposte di negoziazione* che formalizzano l’ordine di acquisto o di vendita, per conto proprio o per conto terzi, di strumenti finanziari. Le proposte possono essere immesse, modificate o cancellate, nel caso dell’asta di apertura, nella sola fase di pre-apertura, sempre nella negoziazione continua; esse debbono specificare lo strumento, la quantità, il tipo di operazione (per conto proprio o per conto terzi) e le condizioni di prezzo. Le proposte vengono quindi ordinate automaticamente in relazione al singolo strumento finanziario in base al prezzo - decrescente se in acquisto, crescente se in vendita – e, a parità di prezzo, in base alla priorità temporale determinata dall’orario di immissione. In caso di modifica di prezzo o quantitativo si perde la priorità temporale acquisita. Si distingue tra proposte di negoziazione intere (di quantitativi pari o superiori al lotto minimo) e proposte di negoziazione spezzature (per quantitativi inferiori al lotto minimo) soggette a regole peculiari.

Gli intermediari possono optare per una delle due modalità di negoziazione previste per l'MTA. L'asta di apertura si articola nelle fasi di "determinazione del prezzo teorico di apertura", o "preapertura", "validazione del prezzo teorico di apertura" o "validazione", "conclusione dei contratti" o "apertura".

Nella fase di *preapertura* le proposte possono avere o meno un limite di prezzo, possono essere intere o spezzature e diverse a seconda della modalità di esecuzione¹⁶¹. In questa fase gli operatori possono inserire nuove proposte, cancellare e modificare proposte precedenti. Le proposte sono ordinate automaticamente ed il prezzo teorico di apertura si forma dal confronto tra le proposte inserite.

La fase di *validazione* si apre al verificarsi dei presupposti per la formazione del prezzo teorico di apertura. Ove la sua determinazione sia considerata valida, tale prezzo è assunto come riferimento per la conclusione dei contratti. Se tali presupposti non sussistono, al termine della fase di validazione le proposte di negoziazione intere sono trasferite automaticamente alla negoziazione continua, le spezzature sono invece cancellate o trasferite alla fase di preapertura della seduta successiva compatibilmente con la data di scadenza eventualmente indicata.

Nella fase di *apertura* vengono eseguiti tutti i contratti presenti nel sistema al termine della fase di preapertura. Si effettua un abbinamento automatico delle proposte in acquisto con prezzi uguali o superiori al prezzo di apertura, con le proposte in vendita con prezzi uguali o inferiori allo stesso prezzo, secondo le priorità di prezzo e di tempo delle singole proposte e fino ad esaurimento delle quantità disponibili.

Nella negoziazione continua si dà esecuzione automatica alle proposte di negoziazione, ma, a differenza della fase di apertura in cui i contratti hanno un unico prezzo, qui la conclusione avviene al prezzo che si determina al verificarsi delle condizioni per la loro esecuzione.

La disciplina dettata per gli altri comparti di mercato¹⁶² non presenta particolari differenze rispetto a quella dettata per l'MTA. Vale ricordare soltanto che per l'MCW le Istruzioni in vigore dal 2.5.2000 hanno stabilito che

¹⁶¹ Le proposte possono essere specificate con modalità di esecuzione valida fino alla cancellazione, valida fino alla data specificata, esegui e cancella, valida fino all'orario specificato.

¹⁶² Vedi titoli 4.2-4.6 del Regolamento

la negoziazione possa avvenire soltanto con la modalità di negoziazione continua, che si svolge in un'unica fase dalle 9.20 alle 17.30. Anche sul Mercato telematico dei contratti a premio (MPR)¹⁶³ le negoziazioni si svolgono soltanto con le modalità della negoziazione continua

¹⁶³ Si tratta di contratti che, ai sensi dell'art. 4.3.1 del Regolamento, “danno al compratore, dietro pagamento di un importo (detto premio), la facoltà di consegnare e/o ritirare, a seconda dei casi, entro un determinato termine (dalla scadenza o giorno risposta premi) la quantità di strumenti finanziari oggetto del contratto al prezzo unitario prefissato (detto prezzo di esercizio base)”.

3.4 Il progetto di quotazione di Borsa Italiana S.p.A.

Gli anni novanta sono stati caratterizzati da profondi mutamenti negli assetti proprietari e nella governance delle principali Borse mondiali. Tali cambiamenti assumono particolare rilievo in una prospettiva europea, inquadrandosi in quel processo di integrazione del sistema finanziario europeo di recente riaffermato dal documento Lamfalussy¹⁶⁴. I mercati finanziari svolgono infatti un ruolo cruciale nel contesto dell'EMU (European Monetary Union) e la creazione di un mercato europeo dei valori mobiliari dinamico ed efficiente costituisce un elemento essenziale per il raggiungimento di un'adeguata integrazione.

Lo sviluppo tecnologico, con la creazione di sistemi di negoziazione alternativi ai mercati regolamentati (vedi il fenomeno degli ECN: Electronic Communication Networks) che "naturalmente" travalicano i confini politici dei singoli Stati, il processo di armonizzazione delle legislazioni nazionali (Direttiva 93/22/CEE), insieme all'aumento degli investimenti azionari, hanno contribuito ad aumentare la concorrenza tra i diversi Stock Exchanges. Il mutamento di prospettiva che ne è conseguito ha indotto le singole piazze finanziarie nazionali a confrontarsi con le vicine concorrenti in vista di una possibile integrazione tra mercati e nel contempo a riflettere su strutture di governance alternative ai tradizionali modelli mutualistico/cooperativi tradizionalmente adottati nell'Europa continentale. In molti casi si è assistito alla trasformazione da organizzazioni di impronta pubblicistica senza scopo di lucro possedute da i loro stessi membri, in imprese con scopo di lucro partecipate da azionisti-detentori di partecipazioni qualificate.

Il processo di separazione della partecipazione azionaria, dalla qualità di membri-operatori dello stock exchange, c.d. fenomeno della demutualizzazione delle Borse Valori, ha comportato in alcuni casi la quotazione sul mercato (c.d. listing) delle stesse società-mercato, spesso sugli stessi circuiti che le stesse gestiscono e che per legge sono chiamate a regolare e vigilare. I processi di demutualizzazione e quotazione, sebbene siano caratterizzati da intrinseci

¹⁶⁴ La relazione iniziale del comitato dei saggi sulla regolamentazione dei valori mobiliari fu presentata a Bruxelles il 9 novembre 2000. La relazione definitiva del 15 febbraio 2001 ha previsto la creazione di un mercato finanziario unico entro il 2005 e la creazione di due commissioni regolamentari ad hoc.

valori positivi – il miglioramento delle strutture finalizzato ad una offerta di servizi agli operatori più ampia ed efficiente è suscettibile di creare maggior valore per gli azionisti dello stock exchange -, comportano dall'altro l'insorgere di importanti questioni con particolare riferimento ai conflitti di interesse latenti nella governance delle suddette organizzazioni, in cui spesso le qualifiche soggettive di owners/stakeholders, decision-makers e customers coincidono.

La questione si complica ulteriormente nel caso italiano. Borsa S.p.A. è partecipata da azionisti che sono essi stessi emittenti e intermediari interessati ai processi di quotazione e dunque clienti della società mercato stessa¹⁶⁵. Inoltre, in seguito al processo di privatizzazione le è stata assegnata anche la funzione, di interesse pubblico, dell'ammissione a quotazione. Questo genera evidenti ulteriori questioni di conflitto in vista di una sua più o meno imminente quotazione. Si tratta di capire, anche alla luce delle esperienze europee e extraeuropee già avviate, quali possibili soluzioni possono essere adottate per risolvere i numerosi conflitti di interesse che sembrano ostacolare la quotazione della Borsa italiana.

In Italia, conformemente al modello tradizionalmente adottato nell'Europa continentale, le Borse Valori sono nate come mercati organizzati di diritto pubblico operanti in regime di monopolio, regolamentati, gestiti e vigilati da pubblica autorità. Con il d.lgs. n° 415/1996, c.d. Decreto Eurosim si riconosce il carattere imprenditoriale¹⁶⁶ dell'attività di organizzazione e gestione dei mercati¹⁶⁷ e si afferma il principio della separazione della funzione di vigilanza da quella di gestione del mercato¹⁶⁸. Alla società mercato¹⁶⁹ sono attribuiti poteri di disciplina e di funzionamento dei mercati fino ad allora spettanti alla Consob, ivi compresa la funzione, di interesse pubblico di

¹⁶⁵ Come è stato sostenuto gli stakeholders e i customers risultano portatori di interessi necessariamente configgenti. In tal senso DI NOIA C., *Le imprese controllate dai clienti: il caso delle borse valori*, in Sesto rapporto della Fondazione Rosselli, 2001.

¹⁶⁶ In quanto tale l'attività di organizzazione e gestione di mercati regolamentati gode della tutela costituzionale per il tramite dell'art. 41.

¹⁶⁷ Articolo 46 D.Lgs 415/96.

¹⁶⁸ Irs 1998.

¹⁶⁹ Il riferimento è alla Borsa S.p.A., qui oggetto di trattazione. Vale comunque ricordare che il processo di privatizzazione cui si fa qui riferimento ha portato alla nascita di altre due società-mercato: MTS S.p.A. e MIF S.p.A..

ammissione a quotazione. L'art. 1.2 del Regolamento di Borsa¹⁷⁰ dispone che la Borsa Italiana esercita le funzioni ad essa attribuite, *“(...) in particolare quelle di ammissione, sospensione e revoca degli strumenti finanziari e degli operatori dalle negoziazioni e quella di vigilanza sui mercati secondo modalità non discriminanti e sulla base di procedure definite in via generale”*.

La società mercato viene dotata di ampia autonomia nella scelta della propria compagine azionaria. La partecipazione al capitale delle neo costituite società mercato è consentita oltre agli intermediari specializzati autorizzati ad operare nel mercato regolamentato, anche a tutti i soggetti previsti dai relativi statuti, quali investitori e soggetti emittenti. E' inoltre consentito alle stesse di ampliare liberamente la gamma dei partecipanti al mercato introducendo apposite norme nei propri statuti e regolamenti. L'attuale assetto proprietario di Borsa S.p.A. è costituito in gran parte da Banche e Istituti di Credito, nonché da emittenti e intermediari. Tra i principali azionisti bancari ricordiamo Sampaolo-Imi, UniCredit, Intesa-Bci, Banca di Roma, Mps e Bnl.

Borsa S.p.A.	
Composizione compagine azionaria per raggruppamenti omogenei.	
-Banche e Istituti di Credito	82% circa
- Società Emittenti Titoli	6,5% circa
- SIM	6% circa
- Soggetti vari	5% circa
- Agenti di Cambio	0.5% circa

Il 19 giugno 2001 il Consiglio di Amministrazione di Borsa S.p.A. ha esaminato nelle sue linee principali il progetto di quotazione della società mercato cui ha lavorato come financial advisor la Leheman Brothers. Il piano

¹⁷⁰ Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa S.p.A. da ultimo modificato nell'assemblea del 6 settembre 2001.

prevedeva il collocamento entro la fine del 2001 del 35-40% del capitale al nuovo segmento Star, per un controvalore di circa 600 miliardi. Un fattore di accelerazione del processo è sicuramente rappresentato dal timore di restare fuori dai giochi delle alleanze con le altre borse europee.

Il principale ostacolo ad una piena realizzazione del progetto sembra rappresentato dall'esigenza di risoluzione in via preliminare dei conflitti di interesse esistenti: il capitale della società-mercato è controllato in gran parte da banche (solo il 6,5 % è in mano a soggetti diversi dagli intermediari, in gran parte l'Emittenti Titoli che raggruppa i principali gruppi industriali quotati). La questione coinvolge principalmente l'attribuzione alla stessa società-mercato del potere di listing¹⁷¹. E' evidente infatti che la decisione di quotarsi coinvolge gli interessi dei suoi azionisti, ovvero le maggiori banche italiane. Se infatti la Borsa è chiamata ad ammettere se stessa chi controlla?. Esiste dunque un problema di conflitto di interessi e un problema di corporate governance che va risolto in via preliminare. Le soluzioni che si prospettano sono diverse.

La soluzione forse più radicale è quella di restituire alla Consob le funzioni trasferite alla società mercato con la privatizzazione. Ciò sarebbe possibile attraverso una modifica del TUF (Di Noia 2001). Questo può avvenire, in una ipotesi minima, conferendo alla Consob soltanto il potere di decidere sull'ammissione a quotazione di Borsa S.p.A. (soluzione una tantum per aggirare il problema della quotazione in oggetto). In questo modo il problema del conflitto non verrebbe risolto completamente: chi dovrebbe infatti decidere nel caso di esclusione dalle negoziazioni?. L'ipotesi massima è invece quella di restituire alla Consob le competenze in oggetto nei confronti di tutte le società quotate e quotande.

Una soluzione in parte affine è suggerita dal sistema inglese in cui il potere di listing è affidato ad una autorità di vigilanza separata, la United Kingdom Listing Authority (UKLA), presso la Financial Services Authority (FSA), cui è demandata la vigilanza su tutti gli intermediari in materia di trasparenza e stabilità microeconomica.

Possibilità diversa, peraltro non adottata da quegli tra gli Stock Exchanges che hanno realizzato o avviato il listing, è quella di procedere alla

¹⁷¹ La questione del conflitto di interessi si ripropone poi anche in fase di selezione delle banche che agiranno da global coordinator dell'offerta. I global coordinators dovrebbero essere due: una banca d'affari estera (Lehman Brothers) e una banca italiana che si auspica non sia tra quelle che risultano azioniste della società mercato.

quotazione di Borsa S.p.A. su un mercato straniero. Mentre, una soluzione più semplice è forse quella di una modifica del Regolamento, dello Statuto e/o delle procedure di corporate governance. Si potrebbe così dotare la Borsa di un assetto organizzativo idoneo a prevenire i potenziali conflitti di interesse, come previsto dallo stesso Regolamento di Borsa *“La Borsa si dota e mantiene un assetto organizzativo idoneo a prevenire potenziali conflitti di interesse. In particolare assicura completa autonomia istruttoria e propositiva ai responsabili dei servizi preposti alle funzioni indicate al comma precedente”*¹⁷². Resta comunque da osservare che lo stesso comma 2 della disposizione in oggetto afferma che *“Nell’esercizio di tali funzioni, gli stessi responsabili rispondono esclusivamente all’Amministratore delegato, al quale spettano i poteri deliberanti”*, precisazione che limita evidentemente la “presunta” autonomia su affermata. Quanto alla modifica delle procedure di corporate governance, in un recente documento emanato dallo IOSCO, l’*“Issues Paper on Exchange Demutualization”*¹⁷³ si osserva che in molti Paesi sono state introdotte delle soglie massime (spesso il 5%) di possesso delle azioni della società mercato. L’introduzione di soglie massime, peraltro già esistenti anche in Italia (nella misura del 7,5%) può senz’altro attenuare il conflitto, ma non vale comunque a risolverlo. Si tratta di capire se esiste o meno una volontà di risoluzione totale del problema.

Vale dar conto dell’esistenza di opinioni diverse¹⁷⁴ tendenti a minimizzare i rischi di conflitto di interesse ed a rilevare la necessità di superare gli indugi in vista di una quotazione suscettibile di risolvere gran parte dei problemi. La quotazione della Borsa Italiana può senz’altro portare grandi vantaggi alla società mercato e può in parte contribuire ad attenuare il conflitto di interessi immanente alla compagine azionaria (stakeholders-consumers): la quotazione è suscettibile di determinare una maggiore disclosure e una automatica diluizione del grado di controllo dei principali intermediari, al momento sottoposti al vincolo massimo individuale del 7,5% delle proprie quote di possesso. Tale effetto potrebbe essere accentuato dall’ingresso di soggetti esteri nella compagine azionaria, che dunque andrebbe incoraggiato.

Resta comunque il problema principale: come può la società-mercato garantire imparzialità quando è chiamata a giudicare se stessa? Il potere di

¹⁷² Art. 1.2, co 2.

¹⁷³ Giugno 2001.

¹⁷⁴ Massimo Capuano (Amministratore Delegato di Borsa S.p.A.), Marco Mazzucchelli (Consigliere uscente Borsa Italiana, MTS, EuroMTS, E-MID, Monte Titoli).

vigilanza in quanto tale per essere “super partes” e godere di autorevolezza deve essere affidato ad un soggetto privo di qualsivoglia sospetto di interesse coinvolto nella sua attività tale da inficiarne l'imparzialità. Nel caso delle società-mercato questo implica affidare la vigilanza ad un soggetto diverso dalla società che gestisce il mercato. Si tratta poi di vedere se tale soggetto debba essere necessariamente la Consob o comunque un soggetto pubblico, essendo quella di ammissione a quotazione una funzione di interesse pubblico, o possa invece essere affidata ad un soggetto diverso.