

LE NUOVE LEGGI CIVILI COMMENTATE

RIVISTA BIMESTRALE
ANNO XLI

a cura di
GIORGIO CIAN
ALBERTO MAFFEI ALBERTI
PIERO SCHLESINGER

5/2018

> edicolaprofessionale.com/NLC

Direzione:

G. Balena, M. Campobasso, M. Cian, G. De Cristofaro,
M. De Cristofaro, F. Delfini, G. Guerrieri, M. Meli,
S. Menchini, E. Minervini, S. Pagliantini, D. Sarti

Responsabile di Redazione:

A. Finessi

L'abrogazione del monopolio SIAE e la direttiva *collecting*

Domini collettivi (l. n. 168/17)

La nuova disciplina della locazione finanziaria

La sezione tributaria della S.C. (l. n. 205/17)

Il primo intervento in materia di "valute virtuali"

La parabola della responsabilità civile dei magistrati

***Black box society*: profilazione e decisioni automatizzate**

"Nuovi mercati" e ruolo delle società di gestione

L'intestazione intermediata delle quote di s.r.l. pmi

Il diritto societario della crisi



Wolters Kluwer

FILIPPO ANNUNZIATA (*)
Professore nell'Università Bocconi di Milano

“NUOVI MERCATI” E RUOLO DELLE SOCIETÀ DI GESTIONE

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. Il mercato regolamentato: il gestore e il mercato. – 3. Gli MTF. – 3.1. I mercati di crescita per le PMI. – 4. Gli OTF. – 5. Mercati e regole di trasparenza. – 6. I servizi di comunicazione dati. – 7. La c.d. “*trading obligation*”. – 8. Controversie e responsabilità.

1. *Introduzione.*

Trattare il tema della disciplina dei “nuovi mercati” deputati allo scambio di strumenti finanziari comporta, inevitabilmente, l’esigenza di ripercorrere, seppure in estrema sintesi, le profonde trasformazioni che questa materia ha conosciuto negli ultimi 2-3 decenni: un fenomeno che in Italia ha visto, negli anni ‘90 del XX Secolo, la trasformazione dei mercati borsistici da strutture pubbliche a soggetti privati, costituiti ed operanti in forma societaria e, successivamente, la progressiva perdita del “monopolio” che, in base ad una tradizione risalente quantomeno alle codificazioni dell’Ottocento, era tradizionalmente proprio delle Borse. Al contempo, il tema tocca alcuni degli sviluppi più recenti della disciplina dei mercati, rappresentati dal progressivo affermarsi di sistemi “alternativi” rispetto alle borse tradizionali, secondo un fenomeno che, negli ultimi tempi, ha visto crescere l’interesse da parte degli operatori. I “nuovi mercati” – per tali intendendosi, essenzialmente, i sistemi di negoziazione diversi dai veri e propri mercati regolamentati, identificabili, allo stato, con i cc.dd. sistemi multilaterali e, più di recente, anche con i sistemi organizzati di negoziazione – stanno, infatti, conoscendo un momento di particolare crescita. In Italia, ad esempio, l’AIM – l’MTF di Borsa Italiana dedicato alle piccole e medie imprese italiane ad alto potenziale di crescita – ha registrato, nel corso del 2017, un incremento dell’emissioni azionarie del 414% in termini di volumi d’offerta, e del 62% in termini di numero di offerte: le

(*) Contributo pubblicato previo parere favorevole formulato da un componente del Comitato per la valutazione scientifica.

IPOs rappresentano il 97% delle emissioni, con un incremento anno su anno pari al 511%⁽¹⁾.

La situazione che si è determinata, anche a seguito delle numerose novità introdotte dalla disciplina di recepimento della dir. MiFID II, è peraltro frutto di un lungo processo evolutivo, iniziato ormai più di trent'anni fa, che ha profondamente mutato gli assetti tradizionali propri delle *trading venues*.

In pressoché tutti i Paesi europei, l'impulso più forte alla revisione della disciplina dei mercati si realizzò, negli ultimi decenni del Secolo scorso, nel periodo a cavallo della redazione della dir. 93/22/CEE. Alcuni Paesi si erano mossi, in realtà, ben prima della direttiva: il Regno Unito, ad esempio, già a partire dal 1986 (con il *Financial Services Act 1986*) era passato da assetti di mercato basati essenzialmente sull'autodisciplina, ad un sistema misto, secondo una linea di tendenza per taluni versi opposta a quella dei Paesi dell'Europa continentale che, invece, proprio in quell'arco temporale avrebbero dato avvio alla privatizzazione delle Borse pubbliche.

Storicamente, prima del recepimento della direttiva del 1993, in ambito europeo, la disciplina dei mercati borsistici poteva, in effetti, ricondursi a due schemi principali, che – in termini forse un po' semplicistici, ma efficaci – potrebbero definirsi come modelli di stampo “pubblicistico” e “privatistico”: il primo, tipico dei Paesi dell'Europa continentale; il secondo tipico del Regno Unito, tradizionalmente basato sulla *self-regulation*.

I due modelli si distinguevano soprattutto in base alla natura giuridica della Borsa, che – nel modello pubblico – era istituita per legge, o per provvedimento amministrativo, gestita e controllata da Autorità pubbliche, generalmente operante in regime di monopolio. Nel modello privatistico la Borsa era di contro istituita da privati, ed era perlopiù sottratta a controlli di matrice pubblicistica o governativa. Nel primo caso, erano il diritto amministrativo e quello pubblico che, in gran parte, regolavano il funzionamento, l'istituzione, il funzionamento della Borsa, e l'accesso al mercato⁽²⁾. Nel secondo caso, la Borsa poggiava sul ricorso più o meno

(1) Anche l'MTA – il mercato regolamentato che si rivolge principalmente alle imprese di media e grande capitalizzazione – ha fatto registrare numeri simili: +198% di incremento dell'emissioni azionarie in termini di volumi d'offerta (delle sole IPOs è aumentato del 253%) e del 120% in termini di numero di offerte. I dati sono ricavati dal rapporto *Italian capital markets monitor. Year 2017*, Baffi Carefin, Università Bocconi, 14 febbraio 2018.

(2) Per un esame dell'evoluzione storica della disciplina v. BAIA CURIONI, *Regolazione e competizione – storia del mercato azionario in Italia 1808-1938*, Bologna, 1995. V. anche SABATINI, *Commento agli artt. 61-62*, in RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il Testo Unico delle*

ampio a forme di autoregolamentazione e, naturalmente, era il contratto – anziché il diritto amministrativo – a costituire il fondamento dei rapporti tra i vari attori del mercato.

A fronte di una storica contrapposizione tra i due modelli, negli anni che coincisero con la preparazione e l’emanazione della direttiva del 1993, da più parti si avvertì l’esigenza di un parziale avvicinamento degli stessi, soprattutto per effetto dell’inasprirsi della concorrenza tra le piazze finanziarie europee conseguente all’introduzione del principio del mutuo riconoscimento in materia di servizi di investimento e di mercati.

In Italia, la svolta in chiave “privatistica” coincise – come noto – con la “trasformazione” della Borsa in una società per azioni, e il conseguente abbandono della forma dell’ente pubblico, secondo un processo avviato dalla legge 2 gennaio 1991, n. 1, nel quadro – peraltro – del più ampio processo di privatizzazioni che interessò, in quegli anni, il sistema italiano. Sebbene nello schema che ne scaturì convivessero profili di pregnante controllo pubblico (peraltro, tutt’ora presenti), appare tuttavia evidente che l’accento prioritario cadde, decisamente, su quelli privatistici: l’attività di organizzazione e gestione dei mercati venne, nel contesto delle riforme, espressamente qualificata quale attività “di impresa”, con o senza scopo di lucro⁽³⁾; il suo svolgimento venne riservato a società per azioni appositamente autorizzate, partecipate da soggetti privati; l’attività non era più esercitata in regime di monopolio, ma poteva essere svolta, in regime di concorrenza, da più soggetti, con pieno assoggettamento, tra l’altro, alla disciplina anche *antitrust*. L’accesso al mercato, e il rapporto tra i partecipanti allo stesso, con la società di gestione, era, ormai, basato sul contratto, anziché sul diritto pubblico⁽⁴⁾.

L’assetto raggiunto con il recepimento della direttiva del 1993, e la successiva emanazione del t.u.f., conobbe un ulteriore sviluppo in seguito

disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, Milano, 1998, p. 455; SEPE, *Commento all’art. 62*, in ALPA - CAPRIGLIONE (a cura di), *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, 1998, p. 590.

⁽³⁾ Si noti che oggi questa prescrizione è scomparsa. Infatti, a differenza del previgente art. 61 t.u.f., l’art. 64 non prevede più espressamente che l’attività di gestione di un mercato regolamentato è un’attività di impresa. All’indomani dell’emanazione del t.u.f. questa affermazione aveva una portata rivoluzionaria: si usciva, infatti, dalla fase di privatizzazione della borsa, ed era allora opportuno chiarire definitivamente che l’attività di organizzazione e gestione dei mercati regolamentati avrebbe ormai perso ogni qualificazione legata, o conseguente, alla tradizionale configurazione della stessa come “pubblico servizio”, per rientrare più direttamente nel novero delle attività economiche private (art. 2082 c.c.).

⁽⁴⁾ V. MOTTI, *Mercati borsistici e diritto comunitario*, Milano, 1997; COSTI, *Libertà d’impresa e gestione dei mercati regolamentati*, in *Giur. comm.*, 2000, I, p. 104.

al recepimento della prima direttiva MiFID (direttiva 2004/39/UE). La disciplina delle *trading venues* introdotta dalla MiFID segnò, infatti, il definitivo venir meno del tradizionale monopolio riconosciuto alle Borse, così che ai mercati regolamentati si affiancarono i sistemi multilaterali di negoziazione (*Multilateral Trading Facilities* – MTF), e gli internalizzatori sistematici (ai quali, in varia misura, si applicavano regole ricavate da quelle proprie delle altre *trading venues*). Coerentemente con tale impostazione, scomparve del tutto l'obbligo di concentrazione delle operazioni nei mercati regolamentati (ossia le Borse), che già era stato ridimensionato dalla direttiva del 1993.

Già nel contesto della MiFID I, la disciplina dei “mercati regolamentati” (ossia, delle vecchie “Borse”) perde, così, gran parte della sua specificità: le regole applicabili alle diverse *trading venues* sono, di fatto, molto vicine. Il riconoscimento e la parificazione ai mercati regolamentati dei sistemi multilaterali di negoziazione e degli internalizzatori sistematici assottiglia, inoltre, la classica distinzione tra “intermediari” e “mercati” che da sempre connotava la disciplina del mercato dei capitali. In tale prospettiva, i sistemi multilaterali possono essere gestiti sia dai gestori di mercati regolamentati, sia da intermediari abilitati: si tratta, dunque, di un'attività che si colloca, ormai, perfettamente “a cavallo” tra la disciplina dei mercati, e quella delle attività di intermediazione. È proprio in questa prospettiva, tra l'altro, che la MiFID prevede l'assoggettamento dei mercati regolamentati a regole “costitutive” (requisiti dei soggetti gestori, norme di organizzazione, ecc.) in senso lato “modellate” su quelle proprie degli intermediari.

Tuttavia, anche nel rinnovato contesto della MiFID, la nozione di mercato regolamentato mantiene sempre una valenza specifica, derivante dal più ampio assetto della disciplina europea del mercato dei capitali: più precisamente, i veri e propri “mercati regolamentati” sono quelli che conferiscono agli emittenti lo *status* di emittente quotato, al fine dell'applicazione di particolari discipline (ad esempio: OPA; tutela delle minoranze; *corporate governance*; obblighi informativi, ecc.). Si può, dunque, pur sempre parlare di mercati o di Borse “ufficiali”, anche dopo il recepimento della direttiva: tali sono i mercati regolamentati che rispettano gli specifici requisiti previsti per tali *trading venues*, e con riferimento ai quali si applicano particolari discipline, volte ad assicurare l'integrità e il buon funzionamento dei mercati stessi secondo *standard* particolarmente elevati. È, però, evidente che la qualificazione di un mercato come “regolamentato” non sottende più alcuna posizione di “monopolio” o di “riserva” *nel contesto della disciplina MiFID*.

Con MiFID II la disciplina dei mercati subisce un nuovo impulso. Al fine di promuovere la negoziazione degli strumenti finanziaria in sedi regolamentate, ed assicurare adeguati standard di trasparenza (*pre e post-trade*) si assiste, anzitutto, al ridisegno della mappa delle *trading venues*, con l'introduzione di una nuova tipologia denominata "sistema organizzato di negoziazione" (*Organized Trade Facilities – OTF*), nonché di una nuova sottocategoria di MTF, ossia i "mercati di crescita per le PMI". Gli "internalizzatori sistematici" vengono, formalmente, espunti dall'elenco delle *trading venues* riconosciute, anche se essi restano assoggettati a regole tipiche di queste ultime (ad esempio, quelle di trasparenza). Numerosi elementi che attengono al funzionamento delle *trading venues* conoscono, altresì, un deciso rinnovamento, anche per tener conto dell'evoluzione tecnologica e delle tecniche di negoziazione, come ad esempio il c.d. "*high frequency trading*"⁽⁵⁾. Vengono altresì introdotte regole specifiche per i servizi di comunicazione dati e, soprattutto, viene re-introdotta – secondo un meccanismo di corsi e ricorsi storici – una sorta di regola di concentrazione delle operazioni sulle *trading venues*, denominata *trading obligation*.

2. Il mercato regolamentato: il gestore e il mercato.

Anche dopo il recepimento della MiFID II, l'attività di gestione dei veri e propri *mercati regolamentati* è riservata ad appositi soggetti, costituiti in forma di società per azioni, anche senza scopo di lucro (art. 64 del t.u.f.).

La convergenza fra le regole che disciplinano lo svolgimento dell'attività di organizzazione e gestione dei mercati, e quelle tipiche degli intermediari, permane nel nuovo sistema. Ad esempio, i requisiti soggettivi previsti in capo alle società di gestione riecheggiano quelli enunciati dalla disciplina degli intermediari; al contempo, la disciplina primaria prevede,

(5) La negoziazione c.d. "ad alta frequenza" (*high frequency trade*, HFT) rappresenta una tematica rilevante nell'impianto normativo della MiFID, soprattutto alla luce dell'impatto che essa può avere sul funzionamento delle *trading venues*. L'HFT è una particolare tecnica di negoziazione algoritmica, definita all'art. 1, comma 6^o-septies del t.u.f. Tuttavia, anche sulla base della circostanza che si tratta, innanzitutto, generalmente di negoziazioni per conto proprio la trattazione del tema non risulta, a stretto rigore, ricompresa nell'argomento del presente intervento. Per tale motivo, sia consentito rinviare, per approfondimenti a ALVARO - VENTORUZZO, «*High-Frequency Trading*»: note per una discussione, in *Banca impr. soc.*, 3/2016, pp. 417-444; BALP e STRAMPELLI, *Preserving Capital Markets Efficiency in the High-Frequency Trading Era* (January 7, 2018). Bocconi Legal Studies Research Paper No. 3097723, disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=3097723>.

anche nel contesto della disciplina dei mercati, rinvii alla normazione secondaria, alla quale spetta specificare le regole più di dettaglio⁽⁶⁾. Spetta, inoltre, alla Consob stabilire, con proprio regolamento, le attività connesse e strumentali che le società di gestione possono svolgere, nonché i requisiti generali di organizzazione del mercato. La norma disciplina, a ben guardare, le analoghe regole in materia di “esclusività” dell’oggetto sociale degli intermediari, e risponde ad esigenze tanto di vigilanza sull’attività del soggetto, quanto di prevenzione degli eventuali conflitti di interessi. E ancora: il Ministro dell’economia e delle finanze è chiamato a stabilire i requisiti degli esponenti aziendali e dei partecipanti al capitale dei gestori di un mercato regolamentato (artt. 64-*bis* e 64-*ter*). Anche queste disposizioni sono modellate su quelle rivenienti dalla disciplina degli intermediari (artt. 13 e 14 t.u.f.), seppur con qualche differenza: agli esponenti aziendali, ad esempio, è richiesto il rispetto di requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza (art. 64-*ter*, t.u.f.), e non anche di requisiti di correttezza e competenza, previsti invece per gli intermediari. Sempre in senso analogo a quanto previsto dalla disciplina degli intermediari (alla quale si fa, sovente, espresso rinvio nelle disposizioni del t.u.f. relative ai mercati), in assenza dei requisiti dei partecipanti al capitale o in caso di inosservanza degli obblighi informativi nei confronti dell’Autorità di Vigilanza preposta, è fatto divieto di esercitare i diritti voto inerenti alle azioni eccedenti la soglia minima individuata in base ai commi 7, 8 e 9 dell’art. 64-*bis*, ovvero oggetto della mancata comunicazione. Alla Consob è poi riservato il potere di opporsi, entro 90 giorni dalla comunicazione da parte della società di gestione, ai cambiamenti negli assetti azionari delle società di gestione, qualora tali cambiamenti mettano a repentaglio la gestione sana e prudente del mercato (comma 5°).

Sempre con riferimento all’assetto proprietario della società di gestione, è opportuno rilevare che non constano specifiche disposizioni relative ad una particolare composizione “qualitativa” del capitale. In altri termini, non sussistono limiti soggettivi alla partecipazione al capitale della società di gestione: chiunque (purché in possesso dei requisiti richiesti dalla normativa) potrà essere socio (anche di controllo) di una società di gestione dei mercati, potendo tale condizione essere limitata soltanto dalla previsione di particolari clausole statutarie che i soci stessi abbiano adottato. Allo stesso modo, non è ormai più previsto che, ad esempio, una deter-

⁽⁶⁾ Si vedano altresì gli standard tecnici contenuti nel reg. UE n. 584/2017 del 14 luglio 2016, che specifica i requisiti organizzativi delle sedi di negoziazione.

minata quota del capitale della società debba giocoforza appartenere ad una certa categoria di soggetti (ad esempio, gli intermediari ammessi alle negoziazioni), come invece era stato stabilito in sede di privatizzazione della “vecchia” Borsa pubblica. Il tema della composizione “qualitativa” del capitale, comunque, riemerge con riguardo all’organizzazione che le società di gestione devono darsi e, in particolare, in relazione agli assetti statutari e alle regole concernenti i conflitti di interessi.

Ai sensi dell’art. 64-*quater* t.u.f. l’organizzazione e la gestione del mercato sono disciplinate da un *regolamento* deliberato dall’assemblea ordinaria o dal consiglio di sorveglianza della società di gestione oppure, se ciò prevede lo statuto della società, dall’organo di amministrazione. Tuttavia, se le azioni della stessa società di gestione del mercato sono quotate in un mercato regolamentato, il regolamento va approvato dal consiglio di amministrazione, o dal consiglio di gestione della società, al fine di ridurre il rischio di conflitti di interessi che, inevitabilmente, si porrebbe. La definizione del contenuto del regolamento è affidata, innanzitutto, al rispetto dei criteri stabiliti dalla Consob, in conformità alla disciplina europea. Il t.u.f. stabilisce, tuttavia, alcuni *standard*, che riflettono le pervasive regole derivanti dalla disciplina MiFID I e MiFID II. In generale, il regolamento deve soddisfare, nel suo complesso, gli standard volti ad assicurare la trasparenza del mercato, l’ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori, e determinare le regole che ne governano struttura e funzionamento. I mercati regolamentati sono altresì sottoposti a pregnanti regole di organizzazione, declinate dall’art. 65 t.u.f., nel rispetto delle previsioni comunitarie in materia.

Fermi i limiti discendenti dalle disposizioni sopra richiamate, è indubbio che il “regolamento” costituisce atto di autonomia privata, avente natura negoziale. In primo luogo, infatti, il regolamento è approvato dalla società di gestione, e più precisamente (come regola generale) dall’assemblea della stessa, e non è un atto amministrativo o promanante da un’Autorità amministrativa. In secondo luogo, l’adesione al mercato da parte di un intermediario – o di un emittente – comporta l’accettazione delle regole che disciplinano il mercato stesso, come formulate nel regolamento approvato dalla società di gestione. Si assiste pertanto ad un tipico meccanismo di formazione del contratto per “adesione”, sulla base di un testo predisposto unilateralmente dalla società di gestione.

La natura contrattuale del regolamento comporta, ovviamente, rilevanti conseguenze per quanto attiene al rapporto tra i soggetti ammessi al mercato e le società di gestione: ad esempio, eventuali controversie vengono risolte, anziché con gli strumenti propri del diritto amministrativo –

come tipicamente accade quando l'organizzazione e la gestione del mercato sono affidati a soggetti pubblici – con quelli del diritto privato, e dunque mediante ricorso all'Autorità giudiziaria ordinaria, o a procedimenti arbitrali. Al di là di tale specifico profilo, ne viene in realtà modificata la stessa prospettiva nella quale si inquadrano i rapporti tra gli operatori ammessi al mercato, ed il soggetto deputato alla sua gestione e organizzazione. La dinamica dei rapporti tra la società di gestione e gli operatori ammessi al mercato non è più quella che tipicamente caratterizza il soggetto privato nei suoi rapporti con la Pubblica amministrazione, ma è quella assai diversa che riguarda i rapporti tra due controparti contrattuali di cui una – la società di gestione del mercato – si trova sì in una condizione di “superiorità”, ma pur sempre nel senso in cui tale espressione deve intendersi quando ci si riferisce a rapporti di natura contrattuale, che intercorrono tra privati, anziché tra soggetti privati e soggetti pubblici (7).

In tale prospettiva, pare essenziale porre in luce che il regolamento del mercato non è *di per sé* oggetto di autorizzazione da parte dell'Autorità di vigilanza. L'art. 64-*quater*, comma 6°, t.u.f. stabilisce, infatti, che la Consob autorizza i mercati regolamentati, quando il regolamento del mercato è conforme alla disciplina comunitaria, ed è idoneo ad assicurare la trasparenza del mercato, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori. L'oggetto dell'autorizzazione amministrativa è riferito all'attività del mercato, e non al regolamento in quanto tale, con ciò riconfermando il margine di autonomia del gestore del mercato nella predisposizione del regolamento, nonché, al contempo, la natura privatistica (8). Ciò non toglie, però, che il regolamento sia sottoposto, quantomeno indirettamente, al vaglio amministrativo: la conformità del regolamento del mercato ai criteri previsti dalla legge è, infatti, uno dei requisiti stessi per il rilascio dell'autorizzazione. Va, inoltre, osservato che l'art. 64-*quater*, comma 6°, t.u.f. sottopone all'approvazione della Consob le *modificazioni* del regolamento del mercato, creando così un'apparente asimmetria tra l'oggetto formale dell'autorizzazione iniziale, e la fase successiva relativa ad eventuali modifiche al regolamento. Si tratta, tuttavia, di elementi che non incidono sulla natura del regolamento del mercato, e che rispondono

(7) VENTORUZZO, *Natura giuridica e disciplina del rapporto tra società di gestione di mercati regolamentati e intermediari ammessi all'attività di negoziazione: considerazioni a margine di un caso di “cancellazione” di contratti conclusi tra operatori*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, II, p. 1 ss.

(8) Cfr. SEPE, *Commento all'art. 62*, cit., nota 2; COSTI, *Il mercato mobiliare*, 11^a ed., Torino, 2018; RUBINO - DE RITIS - PISANI, *Commento all'art. 61*, in CAMPOBASSO (diretto da) *Testo Unico della Finanza. Commentario*, Torino, 2002, I, p. 505.

unicamente a finalità di vigilanza: in particolare, se le successive modifiche del regolamento non fossero in alcun modo sottoposte al vaglio della Consob, residuerebbero spazi elusivi della disciplina difficilmente presidiabili.

La Consob può revocare l'autorizzazione del mercato regolamentato quando: a) l'autorizzazione è stata ottenuta presentando false dichiarazioni o con qualsiasi altro mezzo irregolare; b) non sono più soddisfatte le condizioni cui è subordinata l'autorizzazione; c) sono state violate in modo grave e sistematico le disposizioni del t.u.f. relative al mercato regolamentato o al gestore del mercato; d) abbia cessato di funzionare da più di sei mesi o rinunci espressamente all'autorizzazione.

In analogia con gli istituti previsti per gli intermediari, in caso di gravi irregolarità nella gestione del mercato regolamentato ovvero nell'amministrazione del gestore del mercato regolamentato, e comunque quando lo richiede la tutela degli investitori, il Ministero dell'Economia e delle Finanze, su proposta della Consob, dispone lo scioglimento degli organi amministrativi e di controllo del gestore del mercato, nominando un commissario.

L'impronta decisamente privatistica della disciplina dei mercati recata dal t.u.f. trova un limite, per i mercati regolamentati, nella fase di ammissione alla quotazione: il sistema italiano, infatti, ha sin dall'origine optato per il mantenimento di una sorta di "doppio binario" che vede, da un lato, la società di gestione decidere in merito all'ammissione alla quotazione e, dall'altro, la Consob competente in merito all'approvazione del prospetto di offerta/ammissione alla quotazione. Sebbene il t.u.f. prevedesse una disposizione (art. 94-*bis*, comma 3°, abrogato dall'art. 1, d.lgs. n. 184/2012) che consentiva alla Consob di delegare tale adempimento alla società di gestione, tale opzione non fu mai sfruttata⁽⁹⁾.

Questo bipolarismo non si ritrova, invece, nell'ambito degli MTF e degli OTF, per i quali le regole di ammissione alla negoziazione e la relativa procedura sono interamente affidati al gestore del mercato, anche con riguardo agli eventuali profili informativi.

⁽⁹⁾ Da una prima osservazione sul tema dell'attribuzione del potere di approvare il prospetto di offerta e quotazione a livello europeo, emerge un panorama eterogeneo che vede taluni Stati prevedere la potestà autorizzativa sul prospetto di quotazione della società di gestione, fra cui, ad esempio, il Lussemburgo (*Luxembourg Stock Exchange*); e altri Stati che, al contrario, non prevedono questa possibilità, come ad esempio il Regno Unito (*Financial Conduct Authority*). Regole diverse possono poi connotare gli MTF.

3. *Gli MTF.*

Come già anticipato, sin dalla prima direttiva MiFID e, in seguito, con la MiFID II, nel novero delle *trading venues* sono ricompresi anche i sistemi multilaterali di negoziazione (MTF). Gli MTF sono caratterizzati da una definizione strettamente allineata a quella di mercato regolamentato, riflettendo il fatto che entrambi esplicano la stessa “*funzione di negoziazione organizzata*”⁽¹⁰⁾.

Un MTF, al pari di un mercato regolamentato è, infatti, un “sistema multilaterale” (art. 1, comma 5°-*octies*, t.u.f.), vale a dire un sistema costituito da una serie di regole tali da consentire “*l’interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari*” (art. 1, comma 5°-*bis.1*, t.u.f.). Siffatta interazione deve inoltre dare luogo a contratti relativi a strumenti finanziari ammessi alla negoziazione conformemente alle regole proprie di ciascun mercato.

In secondo luogo, mercati regolamentati e MTF fanno sì che gli interessi di negoziazione si incontrino al loro interno in base a regole “non discrezionali” stabilite *ab origine* dal gestore del sistema. Con ciò si deve intendere che le regole che disciplinano il funzionamento del sistema “*non lasciano al mercato regolamentato o al gestore del mercato o all’impresa di investimento che gestisce un sistema multilaterale di negoziazione alcuna discrezionalità su come possano interagire gli interessi*” (7° *Considerando* MiFIR). Tali previsioni incidono giocoforza a livello strutturale, così che gli MTF e i mercati regolamentati risultano fra loro assimilabili sul piano dell’attività, ma disallineati sul piano soggettivo. Esiste, infatti, una differenza di base tra i due, rappresentata dal fatto che un MTF può essere gestito sia da un gestore di un mercato (regolamentato), sia da intermediari abilitati alla prestazione di servizi e attività di investimento. Inoltre, i requisiti degli MTF sono in parte diversi e, per alcuni profili, meno pervasivi di quelli dei mercati regolamentati. Infine, quando un MTF è organizzato e gestito da un intermediario (ad esempio, una banca o un’impresa di investimento), le regole che disciplinano il soggetto gestore (esponenti aziendali; partecipazioni rilevanti; capitale) discendono direttamente dalle norme del t.u.f. in materie di intermediari, anziché da quelle che regolano i soggetti che gestiscono un mercato.

(10) V. 7° *Considerando*, MiFIR, per cui “È opportuno precisare le definizioni di mercato regolamentato e di sistema multilaterale di negoziazione, che dovrebbero restare strettamente allineate, in modo da riflettere il fatto che entrambi esplicano in realtà la stessa funzione di negoziazione organizzata”.

In considerazione della complessità intrinseca nella gestione di un MTF – che, in sostanza, coincide con quella della gestione di un mercato regolamentato – i gestori di un MTF sono sottoposti ad obblighi specifici, che si aggiungono a quelli derivanti dalla disciplina degli intermediari eventualmente applicabile al gestore della *venue*. In particolare, in base all'art. 65-*bis* t.u.f., il gestore di un sistema multilaterale di negoziazione deve disporre di ogni presidio di natura organizzativa e procedurale utile a garantire: a) un processo di negoziazione corretto e ordinato, e un'efficiente esecuzione degli ordini; b) una sana gestione dell'operatività del sistema, anche per far fronte ad imprevisi rischi disfunzionali c) una puntuale individuazione e un'immediata gestione di eventuali conflitti tra il sano funzionamento del sistema e gli interessi dei soggetti che, a vario titolo, vi interagiscono nel sistema.

Il gestore di un MTF deve, inoltre, disporre di almeno tre membri o partecipanti o clienti concretamente attivi, ciascuno dei quali deve poter interagire con tutti gli altri per quanto concerne la formazione dei prezzi.

Sono, infine, richieste misure necessarie per favorire il regolamento efficiente delle operazioni concluse nel MTF, ed obblighi di informazione nei confronti dei membri, o partecipanti, o clienti circa le rispettive responsabilità per quanto concerne il regolamento delle operazioni effettuate nel sistema. Si osservi che queste previsioni si applicano anche ai sistemi organizzati di negoziazione (OTF), di cui si dirà a breve.

3.1. *I mercati di crescita per le PMI.*

Quella dei sistemi multilaterali di negoziazione è la *trading venue* che sembra aver maggiormente raccolto gli esiti del dibattito sul rapporto tra regole di mercato e piccole e medie imprese, che – fin anni '70 del secolo scorso – ha animato la disciplina dei mercati, tanto a livello nazionale, quanto a livello comunitario. L'idea di fondo, tutt'ora ritenuta valida, è sostanzialmente quella di creare appositi circuiti, per la negoziazione degli strumenti emessi dalle PMI: mercati, ovviamente, caratterizzati da regole di funzionamento, requisiti di accesso, regimi “semplificati” rispetto a quelli “ordinari”, al fine di incentivarne il ricorso da parte delle piccole e medie imprese.

In questa prospettiva, anche se con un approccio piuttosto “neutro”, la prima dir. MiFID si era mossa nella direzione di introdurre, a fianco della disciplina dei mercati regolamentati, un regime agevolato – quello degli MTF – caratterizzato dalla disapplicazione degli oneri più rilevanti derivanti dalla disciplina “di base” degli emittenti quotati (i.e. direttiva sul prospetto, la direttiva sugli abusi di mercato – nella sua versione del 2003

– la direttiva OPA, la direttiva *Transparency*). Nel medesimo solco, sebbene con un'impronta decisamente più marcata a favore di segmenti di mercato dedicati specificamente alle PMI, MiFID II prevede ora un nuovo regime per quei sistemi che si pongano l'obiettivo di agevolare l'accesso al mercato da parte delle piccole e medie imprese: si tratta dei cosiddetti “*mercati di crescita per le PMI, mercati di crescita o mercati junior*”⁽¹¹⁾.

Nelle intenzioni del legislatore europeo, il perseguimento di tale obiettivo si realizza⁽¹²⁾ mediante la definizione di requisiti strutturali (minimi) del mercato, e l'iscrizione dell'MTF un apposito registro, volta precipuamente ad “*aumentarne la visibilità e il profilo*”.

La disciplina degli MTF dedicati alle PMI è improntata, quantomeno nelle declamazioni, ad una logica di semplificazione e snellimento delle regole altrimenti applicabili agli MTF “ordinari” e, naturalmente, ai mercati regolamenti⁽¹³⁾. Istruttivi, a riguardo, si rivelano i *Considerando* del reg. delegato UE n. 565/2017: in particolare, il n. 112° là dove prevede che “*data la diversità dei modelli operativi degli attuali sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) che nell'Unione si concentrano sulle PMI e con l'obiettivo di assicurare il successo della nuova categoria del mercato di crescita per le PMI, è opportuno concedere ai mercati di crescita per le PMI un adeguato grado di flessibilità circa la valutazione dell'adeguatezza degli emittenti per l'ammissione nella loro sede. In ogni caso, il mercato di crescita per le PMI non dovrebbe prevedere norme che impongono agli emittenti oneri maggiori rispetto a quelli loro applicabili nei mercati regolamentati*”. Con specifico riguardo ai criteri di ammissione alle negoziazioni in un mercato di crescita per le PMI, il 113° *Considerando* del Regolamento delegato afferma che “*Per quanto concerne il contenuto del documento di ammissione che un emittente dovrebbe produrre all'ammissione iniziale alla negoziazione dei suoi titoli su*

⁽¹¹⁾ Cfr. 132° *Considerando*, MiFID II.

⁽¹²⁾ In proposito, il legislatore europeo ritiene “*opportuno prestare attenzione alle modalità con cui la regolamentazione futura dovrà favorire e promuovere ulteriormente l'utilizzo di tale mercato in modo da renderlo attraente agli occhi degli investitori, ridurre gli oneri amministrativi e fornire ulteriori incentivi per l'accesso da parte delle PMI ai mercati dei capitali attraverso i mercati di crescita per le PMI*” (cfr. 132° *Considerando*, MiFID II).

⁽¹³⁾ Quanto alla definizione di “piccola o media impresa”, l'art. 61, comma 1°, lett. *b* del t.u.f. richiama in proposito la normativa comunitaria (reg. UE n. 1129/2017), la quale – a sua volta – rimanda alla stessa MiFID II, così ché per «piccole e medie imprese», o PMI, si intendono: i) le società che in base al loro più recente bilancio annuale o consolidato soddisfino almeno due dei tre criteri seguenti: numero medio di dipendenti nel corso dell'esercizio inferiore a 250, totale dello stato patrimoniale non superiore a 43 000 000 EUR e fatturato netto annuale non superiore a 50 000 000 EUR; oppure ii) un'impresa che ha una capitalizzazione di borsa media inferiore a 200 000 000 EUR sulla base delle quotazioni di fine anno dei tre precedenti anni civili.

un mercato di crescita per le PMI se non si applica il requisito di pubblicare un prospetto a norma della direttiva 2003/71/CE, è opportuno che le autorità competenti mantengano la discrezionalità di valutare se le norme stabilite dal gestore del mercato di crescita per le PMI consentono un'informazione adeguata degli investitori. Sebbene la piena responsabilità delle informazioni contenute nel documento di ammissione debba ricadere sull'emittente, dovrebbe spettare al gestore del mercato di crescita per le PMI definire il modo in cui esaminare adeguatamente il documento di ammissione. Ciò non dovrebbe obbligatoriamente prevedere un'approvazione formale da parte dell'autorità competente o del gestore". Soltanto il tempo potrà dire se questi "incentivi" saranno sufficienti e se questi particolari MTF saranno, effettivamente, in grado di attrarre le imprese alle quali si rivolgono.

Le disposizioni che regolano i mercati di crescita per le PMI sono contenute all'art. 69, t.u.f., che a sua volta recepisce la MiFID II (art. 33). La "registrazione" di un MTF come mercato di crescita per le PMI avviene da parte della Consob, su domanda del gestore del sistema, e deve essere conforme a quanto previsto dall'art. 31 del reg. Mercati (adottato con delibera n. 20249 del 28 dicembre 2017) e dal reg. di esecuzione UE n. 824/2016. La Consob, a tali fini, valuta che siano soddisfatti determinati requisiti di carattere strutturale e organizzativo-procedurale. Il primo, e più rilevante requisito consta nella previsione che il sistema sia in grado di assicurare che almeno il 50% degli emittenti i cui strumenti finanziari sono ammessi alla negoziazione sul sistema, sono PMI; tale requisito deve, peraltro, essere verificato sia al momento della registrazione come mercato di crescita per le PMI sia successivamente, con riferimento a ciascun anno civile.

Oltre ai requisiti richiesti ad un MTF, un mercato di crescita per le PMI deve: (i) disporre di criteri appropriati per l'ammissione e la permanenza alla negoziazione degli strumenti finanziari sul sistema; (ii) assicurare che gli emittenti rendano pubbliche informazioni sufficienti a permettere agli investitori di effettuare una scelta consapevole in merito all'investimento⁽¹⁴⁾; (iii) fornire un'adeguata informativa finanziaria periodica, comprendente quantomeno la relazione finanziaria annuale sottoposta a revisione; e (iv) conservare e divulgare pubblicamente le informazioni regolamentate riguardanti gli emittenti.

⁽¹⁴⁾ Il t.u.f. prevede, a questo proposito, che "[t]ali informazioni possono consistere in un appropriato documento di ammissione o in un prospetto se i requisiti di cui al reg UE n. 1129/2017 sono applicabili con riguardo a un'offerta pubblica presentata insieme all'ammissione alla negoziazione dello strumento finanziario sul sistema multilaterale di negoziazione" (art. 69, comma 2°, lett. c).

Nell'ambito dei medesimi requisiti, il t.u.f. richiama anche il quadro normativo in materia di abusi di mercato: in particolare, gli MTF devono implementare sistemi e controlli efficaci tesi a prevenire e individuare gli abusi di mercato secondo quanto prescritto dal reg. UE n. 596/2014 (di cui all'art. 16), nonché verificare il rispetto dei requisiti del citato regolamento in capo agli emittenti, alle persone che esercitano responsabilità di direzione e le persone ad esse strettamente legate, secondo le pertinenti definizioni riscontrabili nel contesto del reg. UE n. 596/2014.

La normativa contro gli abusi di mercato rappresenta il piano dove si gioca una delle partite fondamentali, non solo a livello europeo, per l'accessibilità del mercato dei capitali da parte delle PMI. Infatti, il legislatore europeo prevede che gli emittenti i cui strumenti finanziari sono ammessi alla negoziazione su un mercato di crescita per le PMI possono, se previsto dalle regole della singola sede, pubblicare le informazioni privilegiate che li riguardano sul sito *internet* della sede di negoziazione (art. 17(9), MAR); inoltre, tali emittenti sono esentati dalla redazione degli elenchi delle persone aventi accesso a informazioni privilegiate se sono soddisfatte determinate condizioni (art. 18(6), MAR).

Pur alla luce delle linee programmatiche tracciate dal legislatore europeo e di là dai riflessi che queste hanno indubbiamente prodotto a livello legislativo, si osserva come la disciplina recata da MiFID II per i mercati di crescita per le PMI non abbia finora interpretato efficacemente lo spirito di facilitare l'accesso ai mercati da parte delle PMI⁽¹⁵⁾. Al contrario, i requisiti che deve possedere un MTF per potersi qualificare come "mercato di crescita" appaiono, a dire il vero, maggiormente volti a riprodurre gli *standard* minimi di regolamentazione e trasparenza previsti per le altre *trading venues*, piuttosto che a creare un vero incentivo per l'accesso delle PMI, rispetto alla formula neutra dell'MTF.

Non si deve, infatti, dimenticare che il nodo da sciogliere risiede nella capacità di individuare un punto di equilibrio fra le esigenze di semplificazione connaturate alla concezione di mercati riservati alle PMI e la tutela degli investitori; la MiFID II sottrae la materia all'autonomia negoziale, facendone l'oggetto di un intervento conformativo piuttosto robusto, i cui esiti danno adito al sorgere di non pochi interrogativi circa la sua efficacia.

(15) VEIL - DI NOIA, *SME Growth Markets*, in BUSCH - FERRARINI, *Regulation of the EU Financial Markets: MiFID II and MiFIR*, Oxford, 2017, p. 356; ENRIQUES, *What should qualify as a 'SME Growth Market'?*, Oxford Business Law Blog, 2018 disponibile all'indirizzo <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2018/01/what-should-qualify-sme-growth-market>.

Non pare, ad esempio, irragionevole domandarsi se il rigido requisito sulla composizione del mercato di crescita, che consente l'ingresso e la permanenza sul mercato anche di società diverse dalle PMI, a patto che il numero di queste non superi il 50% degli emittenti sul mercato, sia adatto a soddisfare l'obiettivo di facilitare l'accesso al mercato dei capitali per le PMI. La possibilità per emittenti di più grandi dimensioni di accedere (con una certa facilità) ad un mercato di crescita potrebbe richiedere, infatti, un inasprimento, piuttosto che un'attenuazione, dei vincoli normativi ai partecipanti al mercato stesso, al fine di garantire un adeguato livello di protezione agli investitori. Al contempo, limitare l'accesso degli emittenti diversi dalle PMI ai mercati di crescita non sembrerebbe di *per sé* compromettere la liquidità e la redditività del mercato, che costituiscono gli elementi alla base della scelta di fissare una tale soglia d'accesso.

Allo stesso modo, il contesto normativo complessivo da cui si sviluppano i mercati di crescita sembra connotarsi per un non perfetto coordinamento fra la definizione di PMI e la microstruttura dei mercati finanziari: emittenti che rientrano nella categoria delle PMI dispongono già di diverse alternative per accedere al mercato dei capitali, anche senza ricorrere ad un mercato di crescita, la cui preferenza rispetto ad altri sistemi non implica vantaggi sufficientemente chiari.

La complessità di individuare un adeguato assetto della disciplina dei mercati di crescita è testimoniata anche dall'attenzione che, recentemente, la Commissione Europea ha dimostrato con l'apertura della "Consultazione pubblica sulla creazione di un contesto normativo proporzionato per la quotazione delle PMI" ⁽¹⁶⁾. La consultazione si pone, infatti, nella prospettiva di meglio precisare la nozione di mercato di crescita per le PMI, di individuare i settori in cui si potrebbero ridurre gli oneri amministrativi gravanti sulle PMI quotate, e quelli in cui alcuni cambiamenti potrebbero aiutare a (ri)costruire i contesti favorevoli agli scambi specifici per le PMI.

4. *Gli OTF.*

I sistemi organizzati di negoziazione (Organized Trading Facility – OTF) sono gli ultimi "sistemi multilaterali", in ordine di tempo, ad essere entrati a far parte del novero delle *trading venues*, per effetto della revi-

⁽¹⁶⁾ Il testo della consultazione, che è stata aperta il 18 dicembre 2017 e si è conclusa il 26 febbraio 2018, è reperibile all'indirizzo https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2017-barriers-listing-smes-consultation-document_en.pdf.

sione dell'impianto normativo in materia di mercati di strumenti finanziari operato dalla MiFID II.

Nelle intenzioni del legislatore comunitario, la nuova categoria degli OTF intende "integrare" i tipi esistenti di sedi di negoziazione (9° Considerando MiFIR), allo scopo di "rendere i mercati finanziari dell'Unione più trasparenti ed efficienti nonché di definire condizioni eque tra le varie sedi che offrono servizi di negoziazione multilaterale" (8° Considerando MiFIR). Tale complementarità rispetto alle altre *trading venues* si riverbera giocoforza sulla definizione di OTF che risulta volutamente ampia, così da ricomprendere, anche in futuro, "tutti i tipi di esecuzione organizzata e organizzazione di negoziazione che non corrispondono alle funzionalità o alle specifiche normative delle sedi esistenti". Già da questi primi elementi, risulta chiaro che gli OTF sono geneticamente caratterizzati da elementi che segnano, seppur all'interno della medesima categoria, la distanza dalle altre *trading venues*, a partire dalla già richiamata mancata "corrispondenza" con le funzionalità delle altre sedi di negoziazione.

Nello specifico, due sono le cifre distintive che connotano gli OTF rispetto alle altre *trading venues*: la prima, e più evidente, consiste nel fatto che "in un sistema organizzato di negoziazione l'esecuzione degli ordini è svolta su base discrezionale" (art. 65-quater, t.u.f.). La seconda è data dal fatto che sugli OTF possono essere negoziati soltanto strumenti finanziari diversi dalle azioni, in particolare "obbligazioni, strumenti finanziari strutturati, quote di emissioni e strumenti derivati" (art. 1, comma 5°-octies, lett. b), t.u.f.)⁽¹⁷⁾.

Quanto alla discrezionalità nell'esecuzione delle operazioni, l'art. 65-quater, comma 1°, t.u.f., specularmente a quanto già stabilito da MiFID II⁽¹⁸⁾, chiarisce che questa sussiste quando il gestore di un OTF decide di: a) collocare o ritirare un ordine sul proprio sistema; o b) non abbinare lo specifico ordine di un cliente con gli altri ordini disponibili nel sistema in un determinato momento, purché ciò avvenga nel rispetto delle specifiche istruzioni ricevute dal cliente, nonché degli obblighi individuati ai sensi dell'articolo 6 del t.u.f., vale a dire quelli di *best execution*. Il margine di discrezionalità di cui dispongono i gestori di OTF trova, pertanto, un limite nella migliore esecuzione nei confronti dei soggetti che si avvalgono della sede di negoziazione, così come nei requisiti di trasparenza pre-negoziazione.

⁽¹⁷⁾ SEPE, *La MiFID II e i mercati*, in TROIANO - MOTRONI, *La MiFID II: Rapporti con la clientela - regole di governance - mercati*, Padova, 2016, 279.

⁽¹⁸⁾ Si vedano a questo proposito gli artt. 20(6) e 27, MiFID II, nonché il 9° Considerando, MiFIR.

Nelle pieghe della disciplina delle *trading venue* si annidano, inoltre, altre differenze che distinguono la disciplina degli OTF, da quella propria delle altre sedi di negoziazione. Una di queste (forse la più rilevante) consiste nella duplice possibilità – espressamente preclusa ai gestori di mercati regolamentati e di MTF⁽¹⁹⁾ – che il gestore di un OTF (a) svolga una negoziazione “*matched principal*”⁽²⁰⁾, limitatamente ad obbligazioni, prodotti finanziari strutturati, quote di emissione e taluni derivati, ed esclusivamente nei casi in cui il cliente abbia acconsentito al processo; e (b) possa “*effettuare negoziazione per conto proprio diversa dalla negoziazione «matched principal» in relazione a titoli di debito sovrano privi di un mercato liquido*”⁽²¹⁾.

Una seconda differenza che emerge dalle pieghe della normativa attiene all’applicazione del principio della *best execution*. Infatti, mentre alle operazioni concluse in un sistema organizzato di negoziazione si applica l’intero articolo 27 della MiFID II (che regola la *best execution*), alle operazioni concluse su un sistema multilaterale di negoziazione non si applica il dettato del richiamato art. 27, se non limitatamente a “*i dati relativi alla qualità dell’esecuzione delle operazioni*”⁽²²⁾. Con riferimento agli MTF, la norma prevede, però, che i suoi membri o partecipanti siano tenuti a rispettare gli obblighi di *best execution* nei confronti dei loro clienti quando, agendo per conto di questi ultimi, eseguono i loro ordini tramite i sistemi di un MTF⁽²³⁾.

Il gestore di un OTF che abbina gli ordini dei clienti può, dunque, decidere se, quando e in che misura abbinare due o più ordini all’interno

⁽¹⁹⁾ V. art. 65-*quinquies*, comma 5°, t.u.f., nonché, per i gestori di MTF, l’art. 19, par. 5, e, per i gestori dei mercati regolamentati, l’art. 47, par. 2 della MiFID II. In linea con questa segmentazione, si pone anche il 7° *Considerando*, MiFIR, quando prevede che “*I mercati regolamentati e i sistemi multilaterali di negoziazione non sono tenuti a gestire un sistema «tecnico» per l’abbinamento (matching) degli ordini e dovrebbero poter gestire altri protocolli di negoziazione, compresi i sistemi nell’ambito dei quali gli utenti possono negoziare a fronte di richieste di quotazioni indirizzate a più fornitori*”.

⁽²⁰⁾ Per negoziazione “*matched principal*” si intende “*una negoziazione in cui il soggetto che si interpone tra l’acquirente e il venditore non è mai esposto al rischio di mercato durante l’intera esecuzione dell’operazione, con l’acquisto e la vendita eseguiti simultaneamente ad un prezzo che non permette a tale soggetto di realizzare utili o perdite, fatta eccezione per le commissioni, gli onorari o le spese dell’operazione previamente comunicati*” (art. 1, comma 6°-octies, t.u.f.).

⁽²¹⁾ V. art. 65-*quinquies*, t.u.f..

⁽²²⁾ V. art. 19(4), MiFID II, ove si prevede che “*Gli Stati membri garantiscono che gli articoli 24, 25, 27 paragrafi 1, 2 e da 4 a 10, e l’articolo 28 non si applichino alle operazioni concluse in base alle norme che disciplinano un sistema multilaterale di negoziazione tra i membri del medesimo o i suoi partecipanti ovvero tra il sistema multilaterale di negoziazione e i suoi membri o i suoi partecipanti in relazione all’impiego del sistema multilaterale di negoziazione*”.

⁽²³⁾ V. art. 19(4), MiFID II.

del sistema, e può “facilitare” la negoziazione tra clienti, in modo da far incrociare due o più interessi di negoziazione potenzialmente compatibili in un’operazione, fermo il rispetto dei requisiti della *best execution* nei limiti sopra richiamati.

Il gestore di un OTF non può, però, operare anche come internalizzatore sistematico, né può collegarsi a un internalizzatore sistematico in modo tale da consentire l’interazione tra i propri ordini e gli ordini o quotazioni di un internalizzatore sistematico. Esso non può neppure collegarsi a un altro sistema organizzato di negoziazione in modo tale da consentire l’interazione tra gli ordini dei diversi sistemi. Si tratta di limitazioni che risultano coerenti con l’intrinseca neutralità che caratterizza l’attività di gestione di una sede di negoziazione; esse, inoltre, evitano il rischio che il gestore di un OTF possa impegnare risorse proprie per l’esecuzione delle transazioni all’interno del proprio sistema, se non nei casi riconducibili all’operatività *matched principal* e a quella sui titoli di Stato per i quali non esiste un mercato liquido.

Quanto alle tipologie di strumenti finanziari negoziabili su un OTF, la scelta del legislatore europeo di limitarli a taluni strumenti non-*equity* non è del tutto comprensibile. Si è trattato, in vero, di una scelta di compromesso, peraltro maturata nelle ultimissime battute dei lavori preparatori di MiFID II. Indipendentemente da ogni giudizio circa la “bontà” di tale scelta, restava il fatto che il sistema presentava una grave lacuna: non era, infatti, chiara la qualificazione di quei sistemi che consentono di negoziare, su basi multilaterali, azioni o altri strumenti di capitale di rischio, secondo regole connotate da elementi di discrezionalità del gestore. Tali sistemi non sarebbero, infatti, MTF (in quanto discrezionali), né OTF (perché tratterebbero strumenti esclusi da questi ultimi). Al fine di colmare tale “vuoto”, l’art. 23, par. 2, del reg. MiFIR ha però disposto che *“un’impresa di investimento che gestisce un sistema interno di abbinamento che esegue gli ordini dei clienti su azioni, certificati di deposito, fondi indicizzati quotati, certificati e altri strumenti finanziari analoghi su base multilaterale deve assicurare di possedere l’autorizzazione come sistema multilaterale di negoziazione a norma della direttiva 2014/65/UE e rispetti tutte le pertinenti disposizioni relative a tali autorizzazioni”*.

5. Mercati e regole di trasparenza.

Il contemporaneo operare, nel contesto europeo, di varie sedi di negoziazione, comporta, inevitabilmente, l’accentuarsi dei problemi legati alla trasparenza ed all’informativa relativamente alle condizioni alle quali è possibile scambiare, sulle varie sedi, un dato strumento finanziario. Il rischio che la disciplina MiFID I e MiFID II reca con sé è quello della

frammentazione delle sedi di esecuzione, e della difficoltà che ne potrebbe derivare in punto di ricerca, tra l'altro, delle condizioni di *best execution*.

Al fine di scongiurare che la proliferazione delle *trading venues* generi un effetto opposto a quello voluto, la MiFID II introduce due nuovi rimedi principali: l'introduzione dei nuovi servizi di fornitura di dati (di cui si dirà a breve), e la definizione di un regime armonizzato di *trasparenza* delle condizioni di negoziazione sulle diverse sedi di negoziazione. La *ratio* che ispira tali discipline – in vero, alquanto tecniche e dettagliate – è nel senso che la costante disponibilità di adeguate informazioni sui prezzi rende confrontabili le diverse sedi e, per tale via, agevola il raggiungimento degli obiettivi che la direttiva si pone (aumento della trasparenza, dell'efficienza e della concorrenzialità tra le sedi di esecuzione, nonché rafforzamento del processo di *price discovery* degli strumenti negoziati).

In tale prospettiva, già la prima dir. MiFID aveva introdotto precisi obblighi di trasparenza che riguardano sia la fase *precedente* la conclusione delle operazioni (c.d. *pre-trade transparency*) sia quella successiva (c.d. *post-trade transparency*), anche se il quadro tracciato da quella direttiva era incompleto, perché escludeva dall'applicazione della disciplina della trasparenza i mercati diversi da quelli azionari. MiFID II formula – sia direttamente, sia negli atti delegati – regole più pervasive in materia di trasparenza, in massima parte affidate a disposizioni di diretta applicazione negli Stati membri (in specie, nel reg. UE n. 600/2014). Il sistema normativo è, a riguardo, alquanto complesso: non soltanto per come vengono declinati gli obblighi di trasparenza, ma anche per la serie di eccezioni e deroghe che sono previsti a livello comunitario. Nel rinviare alle disposizioni del regolamento per l'esame puntuale delle singole previsioni, si può comunque osservare che la disciplina della *pre-trade* e *post-trade transparency* è costruita su un delicato equilibrio tra esigenze di trasparenza, e regole di microstruttura dei mercati, e ne riflette gli inevitabili compromessi⁽²⁴⁾.

(24) In proposito, si legga quanto contenuto nel 16° Considerando MiFIR, ove “Per garantire condizioni uniformi tra le sedi di negoziazione, è necessario applicare i medesimi requisiti di trasparenza pre-negoziazione e post negoziazione alle diverse tipologie di sedi. È opportuno che i requisiti di trasparenza siano calibrati in base alle diverse tipologie di strumenti finanziari, ivi compresi azioni, obbligazioni e strumenti derivati, tenendo in conto gli interessi degli investitori e degli emittenti, tra cui gli emittenti di titoli di Stato, e la liquidità di mercato. I requisiti dovrebbero essere calibrati in base alle diverse tipologie di negoziazioni, ivi compresi i sistemi *order driven* o *quote-driven*, quali ad esempio i sistemi per la richiesta di quotazioni, come pure i sistemi ibridi e *voice broking*, e tenere conto della dimensione dell'operazione, compreso il volume d'affari, e altri criteri pertinenti”.

6. I servizi di comunicazione dati.

Come già accennato, per scongiurare l'insorgere dei problemi di trasparenza delle condizioni di negoziazione, come conseguenza dell'ampliamento delle *trading venues*, la MiFID II ha previsto l'introduzione di una nuova disciplina relativa ai servizi di comunicazione dati (c.d. *data reporting services*). Tale disciplina si articola, in particolare, su tre fronti: (i) i dispositivi di pubblicazione autorizzati (*Approved Publication Arrangement* – APA), ossia i soggetti autorizzati a pubblicare i *report* delle operazioni concluse per conto delle imprese di investimento; (ii) i meccanismi di segnalazione autorizzati (*Approved Reporting Mechanism* – ARM), ossia i soggetti autorizzati a segnalare le informazioni di dettaglio sulle operazioni concluse alle Autorità competenti o all'ESMA; e, infine, (iii) i sistemi consolidati di pubblicazione (*Consolidated Tape Provider* – CTP), ossia soggetti autorizzati a fornire il servizio di raccolta, presso le varie *trading venues*, dei *report* delle operazioni concluse⁽²⁵⁾. Questi ultimi hanno il compito di consolidare le informazioni in un flusso elettronico di dati costantemente aggiornati, in grado così di fornire informazioni sui prezzi e sul volume per ciascuno strumento finanziario.

La disciplina dei servizi di comunicazione dati è stata recepita nel t.u.f. agli artt. 79-*bis* e ss., nonché nella Parte III del reg. mercati, adottato dalla Consob con delibera n. 20249 del 28.12.2017, dove vengono individuati i soggetti che possono essere autorizzati allo svolgimento di queste attività (tra i quali possono rientrare anche gestori di sedi di negoziazione), i relativi requisiti, e le procedure per il rilascio delle autorizzazioni⁽²⁶⁾.

Nel contesto di MiFID II, il servizio di comunicazione dati riveste un ruolo essenziale: per gli utenti, in quanto consente di disporre di una visione globale dell'attività di negoziazione su tutti i mercati finanziari dell'Unione; per le Autorità di vigilanza, in quanto destinatarie di informazioni accurate ed esaustive sulle operazioni pertinenti. Uno dei limiti, infatti, della disciplina dei mercati, sia nel contesto di MiFID I, quanto di MiFID II, è proprio rappresentato dal rischio di frammentazione delle informazioni "sparpagliate" tra diverse *trading venues*, tra di loro non integrate. Tale rilievo giustifica la particolare attenzione che la disciplina pone alle condizioni di accesso alle informazioni (che deve avvenire in modo non discriminatorio), nonché ai

⁽²⁵⁾ V. art. 4, comma 1°, punti 52, 53, 54), MiFID e riprese all'art. 1, comma 6°-undecies, t.u.f.

⁽²⁶⁾ Si vedano anche le norme tecniche recate in proposito dal reg. UE n. 571/2017 del 2 giugno 2016 e dal reg. UE n. 1110/2017 del 22 giugno 2017.

costi praticati dai soggetti autorizzati al servizio dati. In tale contesto, il 124° *Considerando* del reg. delegato UE n. 565/2017 richiama l'attenzione sul fatto che le commissioni per i dati siano fissate ad un livello "ragionevole": pertanto, le commissioni devono avere un rapporto ragionevole con il costo di produzione e diffusione dei dati. Fermo quanto precede, e senza pregiudizio dell'applicazione delle norme sulla concorrenza, i fornitori dei dati dovrebbero determinare le commissioni in base ai loro costi, ai quali può essere aggiunto un margine commerciale, considerando fattori come il margine operativo, il *return on costs* (ROC), il rendimento delle attività operative e il rendimento del capitale. Come chiarisce anche il 125° *Considerando*, invece, i dati di mercato dovrebbero essere forniti in modo non discriminatorio, il che presuppone che debba essere offerto lo stesso prezzo e gli stessi altri termini e condizioni a tutti i clienti appartenenti alla medesima categoria secondo criteri oggettivi pubblicati. Questi principi sono poi consolidati nel corpo dello stesso reg. delegato, in specifiche e puntuali disposizioni (art. 88-89).

7. La c.d. "trading obligation".

Sulla scorta del medesimo intento di scongiurare che la frammentazione dei mercati possa produrre un esito opposto rispetto alle generali esigenze di tutela degli investitori ed efficienza dei mercati, il legislatore europeo – pur non reintroducendo puntualmente la vecchia disciplina sulla "concentrazione" delle operazioni nei mercati regolamentati – dispone, con la MiFID II, che – in una serie di circostanze – le negoziazioni poste in essere dalle banche e dalle imprese di investimento vadano effettivamente eseguite nelle *trading venues* stesse.

In particolare, le operazioni che hanno ad oggetto azioni e altri strumenti *equity* negoziati nelle *trading venues* devono, come regola generale, essere eseguite su di un mercato regolamentato, un MTF o tramite un internalizzatore sistematico. Di tutta evidenza, tale obbligo non può applicarsi agli scambi sugli OTF che, come detto, non consentono la negoziazione di strumenti *equity*. La negoziazione può anche avvenire, a certe condizioni, su sedi non-UE a tal fine riconosciute equipollenti (cfr. art. 23 del reg. MiFIR). Una disciplina analoga riguarda i derivati soggetti alle norme del reg. EMIR per quanto attiene al loro regolamento (l'esecuzione dei derivati può anche avvenire su un OTF).

Il legislatore ha, tuttavia, ritenuto opportuno prevedere un regime derogatorio dal suddetto obbligo di negoziazione, qualora esista una motivazione legittima, vale a dire che l'ordine presenti caratteristiche peculiari, in quanto "non sistematico", "irregolare" o "non frequente", oppure in quanto interviene tra controparti professionali o qualificate, e non con-

tribuisce al processo di formazione dei prezzi. La concreta identificazione di questi presupposto è affidata, nel contesto di MiFID II, al reg. delegato UE n. 587/2017, cui si rimanda.

Si tratta, in parte, di un ritorno al passato: la regola sulla concentrazione, affondata da MiFID I, riemerge così nel contesto della MiFID II e soltanto il tempo potrà dire se si tratta di un caso isolato, oppure di un processo destinato, nel tempo, a ricondurre indietro la lancetta dell'orologio.

8. *Controversie e responsabilità.*

La riconduzione della disciplina dei mercati in un alveo governato dal diritto privato, secondo uno schema che tocca, egualmente, mercati regolamentati, MTF e OTF, si riflette naturalmente sulle regole che presiedono alla gestione delle eventuali patologie. Ci riferiamo, in particolare, alla risoluzione delle controversie tra partecipanti al mercato e "gestore", e al tema della responsabilità delle società di gestione.

Quanto al primo profilo, si ha una chiara riprova di quanto già osservato là dove si considerino, ad esempio, le regole che disciplinano le controversie nell'ambito dei mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana S.p.A.

La natura privatistica della società di gestione comporta, evidentemente, l'inutilizzabilità degli istituti propri del diritto amministrativo; i rimedi sono dunque quelli tipici della materia dei contratti, e, pertanto, il ricorso all'autorità giudiziaria ordinaria, o l'arbitrato⁽²⁷⁾. Un esempio di questo assetto lo fornisce il Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A., ove si distingue al riguardo tra controversie sottoposte all'Autorità giudiziaria, e altre controversie.

Le prime sono relative alla materia dei corrispettivi, al diniego dell'ammissione alla quotazione ufficiale di Borsa, e alla revoca di tale ammissione: in base all'art. 7.2 del Regolamento, esse sono sottoposte alla giurisdizione esclusiva dei giudici italiani, e sono di competenza del Foro di Milano. Ogni altra controversia occasionata o derivante dal Regolamento, dalle Istruzioni e da ogni altra disposizione emanata da Borsa Italiana, è invece riservata alla competenza di un collegio arbitrale, nominato e funzionante ai sensi dell'art. 7.5. Quest'ultimo prevede la formazione di un collegio arbitrale composto da tre membri; l'arbitrato ha carattere rituale e viene svolto in osservanza delle norme del codice di procedura civile italiano. In tale ambito va segnalata la particolare soluzione accolta nell'art. 7.4: infatti, condizione necessaria per

⁽²⁷⁾ V. BENEDETTELLI, *Arbitrato, borse-valori ed internazionalizzazione dei mercati finanziari*, in *Riv. soc.*, 1999, p. 1323.

attivare la procedura arbitrale è il preventivo esperimento di un'apposita procedura dinnanzi al Collegio dei Probiviri. Quest'ultimo è composto da tre membri, nominati dal Consiglio di amministrazione della Borsa Italiana, tra persone "indipendenti e di comprovata esperienza in materia di mercati finanziari". Il Collegio dei Probiviri decide sulla controversia secondo diritto, con rispetto del principio del contraddittorio; il termine per la decisione è assai rapido, essendo stabilito in 30 giorni dalla data di impugnazione del provvedimento contestato. Il Collegio dei Probiviri svolge una funzione alquanto diversa da quella del collegio arbitrale: in base al comma 6°, le decisioni del Collegio hanno valore interlocutorio, e sono comunque sostituite dal lodo arbitrale, ove una parte instauri quest'ultimo procedimento. Inoltre, le decisioni del Collegio non hanno valore vincolante nei confronti degli arbitri eventualmente nominati, i quali "hanno ogni più ampia facoltà e potere di riesame totale e integrale della controversia, senza preclusione alcuna". Appare allora evidente che il Collegio dei Probiviri svolge un ruolo di mediazione tra le parti, vicino a quello di un soggetto conciliatore, senza però assumere la formale posizione di organo giudicante, né sostituirsi agli arbitri. Il preventivo ricorso al Collegio dei Probiviri non è, comunque, obbligatorio per le controversie che sono affidate alla competenza dell'Autorità giudiziaria ordinaria.

Naturalmente, ogni mercato, e – analogamente – ogni MTF o OTF avrà regole proprie con le quali disciplinare le controversie, che non necessariamente riflettono le soluzioni adottate nel Regolamento di Borsa Italiana, ma che – nuovamente – discenderanno sempre e comunque dalle regole applicabili ai contratti.

Il diritto privato, e non il diritto pubblico offrirà – nuovamente – il quadro di riferimento per affrontare eventuali questioni in tema di responsabilità della società di gestione che può investire tanto profili che attengono ai rapporti tra la società e i partecipanti al mercato (emittenti e negozianti), quanto profili riconducibili alla sfera dei fatti illeciti, là dove si pongano questioni che attengano alla responsabilità della società di gestione verso terzi, o per profili che non attengono alla sfera del contratto. Un caso emblematico e, per certi versi "classico" che, a riguardo, si può porre è, naturalmente, rappresentato dalla responsabilità della società di gestione per fatti commessi in relazione all'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari, e nel quale possono convivere profili tanto contrattuali, quanto extra-contrattuali. Proprio l'ammissione alle contrattazioni rappresenta, peraltro, un terreno nel quale il diritto amministrativo mantiene una sua possibile valenza, con esclusivo riferimento – però – ai mercati regolamentati: la "bipartizione" tra compiti spettanti alla società di gestione, da un lato, e alla Consob, dall'altro, in fase di ammissione alla

quotazione costituisce un terreno nel quale la responsabilità può riverberarsi su entrambi i piani, ed investire profili che interessano anche il diritto amministrativo. Il riferimento corre, naturalmente, alle note questioni che si pongono con riguardo all'eventuale responsabilità della Consob per omesso o insufficiente controllo in fase di approvazione del prospetto informativo e sulle quali esiste, come noto, da tempo un importante *corpus* giurisprudenziale, a partire dal celebre *leading case* del 2001. Con quella sentenza (Cass. 3 marzo 2001, n. 3132) venne meno – quantomeno nella materia di cui si discute – il dogma della irrisarcibilità dei danni recati ad interessi legittimi, e fu riconosciuta, per la prima volta, la tutela risarcitoria degli interessi lesi da un difetto di vigilanza da parte della Consob. Il dibattito conseguente alla sentenza del 2001 ha oscillato, tuttavia, proprio con riguardo alla qualificazione della situazione tutelata in capo agli investitori: da un lato, si è ricondotta la questione allo schema generale dell'art. 2043 c.c.; dall'altro, si è invece parlato di un diritto di protezione in capo ai singoli, la cui violazione darebbe luogo ad ipotesi di responsabilità contrattuale⁽²⁸⁾. Parimenti, si è discusso se, al fine di integrare gli estremi della responsabilità, la condotta dell'Autorità di vigilanza debba qualificarsi in termini (quantomeno) di colpa grave, o anche semplicemente di colpa⁽²⁹⁾. La questione è stata, infine, sostanzialmente chiarita dall'intervento del legislatore: l'art. 4, comma 3°, lett. *d* del decreto legislativo 29 dicembre 2006, n. 303 ha infatti modificato l'art. 24 della legge 28 dicembre 2005, n. 262, introducendo il comma 6°-*bis*, in base al quale “nell'esercizio delle proprie funzioni di controllo” la Consob risponde “dei danni cagionati da atti o comportamenti posti in essere con *dolo* o *colpa grave*”.

Orbene, è chiaro che tali conclusioni – non del tutto scevre dal porre, ancora oggi, questioni interpretative – non sono estendibili al ruolo eventualmente svolto dal gestore di un MTF o di un OTF, con riguardo alla fase o al processo di ammissione di strumenti finanziari alla negoziazione su tali sistemi. In questi casi, infatti, la Consob non svolge alcun ruolo, e i profili di responsabilità restano, pertanto, quelli che attengono al ruolo dei gestori delle *trading venues*, governati – come già si è ricordato – dal diritto privato.

(28) ROMAGNOLI, *La Consob e la sollecitazione all'investimento: esercizio di poteri ed obblighi verso gli investitori*, in *Giur. comm.*, 2002, p. 754 e ss.; SCOGNAMIGLIO, *Responsabilità dell'organo di vigilanza e danno meramente patrimoniale*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1995, p. 543 e ss.; CASTRONOVO, *Responsabilità civile per la pubblica amministrazione*, in *Jus*, 1998, p. 647 e ss. Ricostruisce la tesi in chiave critica ANDÒ, *Il problema della responsabilità delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari*, Milano, 2008, p. 151 e ss.

(29) V. per un'efficace sintesi del dibattito SARTORI, *La responsabilità da prospetto informativo*, in *Riv. dir. banc.*, 8, 2011.