

**UNIVERSITÀ COMMERCIALE “L. BOCCONI”**  
*Dottorato di ricerca in Diritto Commerciale*  
*XV Ciclo*

*LA SOCIETÀ DI GESTIONE DEL MERCATO*

Maurizio RAGNO

## Indice

### Introduzione

#### Capitolo 1: Il profilo storico

1.1	La disciplina della borsa valori nella l. n. 272/1913	1
1.2	La riforma del 1974	19
1.3	L'istituzione del Mercato ristretto	25
1.4	Le regole Consob per l'ammissione a quotazione	32
1.5	La l. 4 giugno 1985, n. 281	37
1.6	La creazione del Mercato Telematico dei Titoli di Stato (MTS)	41
1.7	La legge sulle Società di intermediazione mobiliare (SIM)	51
1.8	La "privatizzazione" dei mercati: il d. lgs. 23 luglio 1996, n. 415 ed il testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF)	60

#### Capitolo 2: I mercati, i mercati regolamentati ed i sistemi di scambi organizzati

2.1	La definizione "giuridica" di mercato	66
2.2	Il mercato "regolamentato" di strumenti finanziari e la borsa valori	70
2.3	I sistemi di scambi organizzati e l'obbligo di concentrazione delle negoziazioni	80
2.4	L'attività di negoziazione per conto proprio da parte degli intermediari	95

#### Capitolo 3: L'attività della società di gestione del mercato

3.1	Il contenuto dell'attività di organizzazione e gestione di mercati regolamentati di strumenti finanziari	103
3.2	La natura imprenditoriale dell'attività di organizzazione e gestione di mercati regolamentati di strumenti finanziari	105
3.3	Attività di organizzazione e gestione di mercati regolamentati di strumenti finanziari e servizi di investimento	110
3.4	Attività di organizzazione e gestione di mercati regolamentati di strumenti finanziari e contratto di mediazione	114
3.5	Le attività connesse e strumentali esercitabili dalla società di gestione del mercato	120
3.6	Le attività delegabili dalla Consob alla società di gestione del mercato	123

#### Capitolo 4: La società di gestione del mercato come società a "statuto" speciale

4.1	<i>Governance</i> dei mercati finanziari e strutture di tipo societario	129
4.2	La forma societaria	139
4.3	Il capitale sociale minimo	140
4.4	I requisiti di onorabilità e professionalità degli esponenti aziendali	142
4.5	I requisiti di onorabilità dei partecipanti al capitale sociale	152

#### Capitolo 5: Il regolamento del mercato e l'autorizzazione all'esercizio del mercato

5.1	Il contenuto del regolamento del mercato	164
5.2	L'approvazione del regolamento del mercato da parte della società di gestione	177
5.3	L'autorizzazione all'esercizio del mercato	178
5.4	Le modificazioni del regolamento del mercato	192
5.5	La natura del regolamento del mercato	194

<b>Capitolo 6:</b>	<b>La vigilanza sulla società di gestione del mercato</b>	
6.1	Il c.d. <i>two-tier system</i>	198
6.2	I poteri di controllo attribuiti alle Autorità di vigilanza	203
6.3	Lo scioglimento degli organi amministrativi e di controllo della società di gestione del mercato	217
6.4	La revoca dell'autorizzazione	221
<b>Capitolo 7:</b>	<b>L'organizzazione e la gestione di mercati regolamentati di strumenti finanziari come servizio pubblico</b>	
7.1	L'individuazione dei termini della questione	228
7.2	Prime ricostruzioni della nozione di servizio pubblico nella dottrina amministrativistica	238
7.3	Concezione oggettiva del servizio pubblico	238
7.4	Recenti tentativi di ricostruzione della nozione di servizio pubblico	242
7.5	Osservazioni in tema di giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo ai sensi dell'art. 33 del d. lgs. n. 80/1998	245
<b>Bibliografia</b>		255

## Introduzione

*In un sistema economico le attività finanziarie svolgono due funzioni principali: consentono infatti non solo di trasferire fondi da soggetti (persone fisiche, imprese, enti non profit) che hanno disponibilità di risorse finanziarie ad altri soggetti che invece necessitano di tali risorse, ma permettono altresì una redistribuzione del rischio associato ai suddetti trasferimenti.*

*Vari sono peraltro i meccanismi attraverso i quali le attività finanziarie possono essere scambiate: lo scambio può avvenire tra due soggetti a seguito di una negoziazione diretta tra loro, oppure può avere luogo per mezzo dell'intervento di un intermediario. Il più delle volte gli scambi di attività finanziarie avvengono tuttavia nell'ambito di mercati finanziari il cui funzionamento è disciplinato da regole specifiche.*

*Tali mercati svolgono varie funzioni: possono concorrere a determinare il prezzo, in un dato momento storico, delle attività che vengono scambiate (c.d. price discovery process); possono inoltre rendere più agevole per gli investitori il disinvestimento delle attività finanziarie; possono infine diminuire il costo delle transazioni, attraverso una riduzione sia dei costi associati alla ricerca di eventuali controparti interessate ad acquistare/cedere le attività finanziarie, sia dei costi connessi all'acquisizione delle informazioni concernenti la qualità delle attività stesse che sono negoziate sul mercato.*

*Il contributo che i mercati finanziari sono in grado di fornire alla formazione del capitale delle imprese e quindi alla crescita dell'economia dei singoli Paesi ed allo sviluppo economico internazionale è stato peraltro spesso messo in dubbio. Vi sono tuttavia numerosi studi che evidenziano l'importanza che tali mercati possono svolgere per la crescita del sistema economico ed anche il Piano d'Azione per i servizi finanziari (PASF), pubblicato dalla Commissione Europea in data 11 maggio 1999 ed approvato dai capi di Stato e di governo in occasione del Consiglio europeo di Lisbona del marzo 2000, riconosce esplicitamente il ruolo che mercati finanziari efficienti possono svolgere per ridurre il costo del capitale per le imprese ed i possibili benefici che ciò può comportare per gli investimenti e quindi anche per l'occupazione.*

*Nella determinazione del grado di efficienza dei mercati concorrono tuttavia una molteplicità di fattori, riconducibili fondamentalmente a tre macro-aree:*

- a) fattori di natura ambientale, tra i quali vanno ricompresi le condizioni macroeconomiche del Paese in cui il mercato finanziario si trova, nonché lo «stato di salute» delle imprese che vi operano;*
- b) fattori di natura istituzionale e quindi in primis l'insieme delle norme che disciplinano l'attività dei soggetti che, a vario titolo, operano sul mercato;*

c) i fattori tecnici, relativi all'organizzazione ed alle caratteristiche operative delle infrastrutture di mercato.

Tra queste macroaree vi è peraltro una influenza reciproca e bidirezionale: se è vero, infatti, che un quadro macroeconomico non brillante potrebbe indurre a modificare le regole istituzionali ed operative concernenti il funzionamento del mercato al fine di favorire gli investimenti relativi all'organizzazione del mercato stesso, è altresì plausibile ritenere che, ad esempio, una maggiore liquidità ed un più consistente spessore del mercato finanziario, dovuti all'introduzione di una disciplina volta ad aumentare l'efficienza del mercato, possono contribuire ad innescare una crescita dei corsi degli strumenti finanziari quotati che può avere ripercussioni positive sul quadro macroeconomico.

Per raggiungere un miglioramento nell'efficienza del mercato una precondizione essenziale può essere dunque rappresentata dalla cornice normativa che ne disciplina l'organizzazione ed il funzionamento, come dimostrato dall'esperienza italiana. Il dato storico relativo alla borsa italiana mostra infatti che solo a partire dal 1976, ossia solo a partire dagli anni immediatamente successivi alla mini-riforma del mercato di borsa, si è potuto assistere ad un incremento del saldo fra aumenti di capitale e dividendi, saldo che rappresenta un indicatore, seppur approssimativo, delle risorse finanziarie che le imprese quotate hanno potuto ottenere dagli investitori a seguito della quotazione.

Anche i recenti provvedimenti adottati negli Stati Uniti a seguito di gravi casi di frode finanziaria, nonché le ricordate iniziative intraprese a livello comunitario per aggiornare la disciplina dei mercati finanziari dell'Unione Europea, evidenziano la sempre maggiore rilevanza che viene riconosciuta alla regolamentazione dei mercati come fattore in grado di contribuire ad incrementarne l'efficienza.

Il raggiungimento di tale obiettivo richiede interventi su più aspetti: accanto a provvedimenti volti ad assicurare correttezza e tempestività delle informazioni sugli emittenti e sugli strumenti finanziari negoziati nei mercati finanziari, è infatti importante anche la repressione di fenomeni quali l'abuso di informazioni privilegiate e la disciplina delle offerte pubbliche di acquisto. Un ruolo fondamentale va tuttavia riconosciuto alla organizzazione ed alla gestione dei mercati e proprio l'analisi della vigente disciplina italiana di quei particolari mercati finanziari che sono i mercati regolamentati di strumenti finanziari è l'oggetto del presente lavoro.

## CAPITOLO 1: PROFILO STORICO

### 1.1 La disciplina della borsa valori nella l. n. 272/1913

Benché già nel XIV, XV e XVI secolo fossero presenti sul territorio di quello che diverrà nel 1918 lo Stato italiano organizzazioni stabili volte a facilitare ed a promuovere gli scambi di titoli e le operazioni di cambi<sup>1</sup>, fu soltanto all'inizio del XIX secolo che tali organizzazioni incominciarono ad essere istituzionalizzate: nel 1802 venne infatti istituita la Borsa di commercio di Torino, mentre il 16 gennaio 1808 venne costituita, con decreto del viceré Eugenio Napoleone di Francia, la Borsa di Milano<sup>2</sup> e lì a poco, il 10 marzo 1808, si ebbe la istituzione della Borsa di Napoli<sup>3</sup>.

Si dovette tuttavia attendere fino alla seconda metà degli anni Trenta del XIX secolo per notare, almeno nella Borsa di Milano, un'attività di qualche rilievo<sup>4</sup>, mentre né la Borsa di Torino, né quella di Napoli mostrarono scambi significativi fino alla metà dell'Ottocento<sup>5</sup>.

---

<sup>1</sup> G. PIVATO – C. SCOGNAMIGLIO, *Scorcio storico della Borsa valori di Milano (1808-1970)*, in Camera di Commercio di Milano, *La Borsa valori di Milano dal 1808 ad oggi*, Milano, 1972, p. 9, i quali riportano che "(n)el mercato veneziano di Rialto, ad esempio, come in altre città mercantili italiane, già fino dal XV secolo venivano largamente negoziati titoli del debito pubblico, dando luogo ad una relativamente continua rilevazione dei corsi. Un secolo più tardi ebbero grande sviluppo le «fiere dei cambi» organizzati dai genovesi a Besanzone (Besançon) e successivamente trasferite a Piacenza (1579) e Novi (1621)".

<sup>2</sup> Il 6 febbraio dello stesso anno venne emanato un ulteriore decreto vicereale, riportato in G. PIVATO – C. SCOGNAMIGLIO, *Scorcio storico della Borsa valori di Milano*, cit., tav. VII, con il quale venivano dettate le regole di funzionamento della borsa e si prevedeva, in particolare, che questa fosse "gestita" da un Sindaco e da quattro Aggiunti nominati dalla Camera di commercio per un anno tra le persone che attendevano ai diversi rami di negoziazione. Il Sindaco e gli Aggiunti avevano compiti di polizia interna, dovevano comporre, su richiesta delle parti, le contestazioni relative alle contrattazioni commerciali che avvenivano in borsa, nonché determinare "il corso de' cambi delle mercanzie, degli effetti pubblici e delle materie metalliche".

Il potere di sorveglianza sul funzionamento della borsa veniva attribuito al Ministro dell'Interno, al quale dovevano essere periodicamente consegnate le rilevazioni periodiche dei corsi dei cambi e degli effetti pubblici (così G. PIVATO – C. SCOGNAMIGLIO, *Scorcio storico della Borsa valori di Milano*, cit., p. 12, i quali osservano che "con la restaurazione, dopo il 1815, all'autorità del Ministro dell'Interno si sostituì la Delegazione Provinciale dell'Imperial-Regio Governo del Lombardo-Veneto; tale regime durò quindi fino all'arrivo dei Piemontesi nel 1859").

<sup>3</sup> Così C. MOTTI, *Il mercato come organizzazione*, in *Banca, impr., soc.*, 1991, p. 457, nota 6, la quale osserva che fu tuttavia con il successivo regolamento del 3 dicembre 1812 che la Borsa di Napoli fu compiutamente disciplinata.

<sup>4</sup> S. BAIÀ CURIONI, *Regolazione e competizione. Storia del mercato azionario in Italia (1808-1938)*, Bologna, 1995, p. 49, secondo il quale la creazione della Borsa di Milano rispose essenzialmente a quelle esigenze di riforma del sistema finanziario milanese rappresentate da una parte del ceto banchiere e

Fu infatti in tale periodo che si assistette ad un rinnovato interesse per le borse valori che si tradusse, nel Regno sabauda, nell'emanazione della l. 6 luglio 1862, n. 680, avente ad oggetto l'istituzione e l'ordinamento delle Camere di commercio, legge nella quale venne espressamente previsto che tali enti avevano "alle loro dipendenze le borse di commercio" e ne dovevano sostenere le spese di funzionamento.

---

mercantile e che si tradussero in vari progetti di riforma proposti, tra la fine del Settecento ed i primi anni dell'Ottocento, prima ai governanti austriaci e poi ai francesi. Secondo tale tesi la creazione della Borsa di Milano fu dunque la risposta del governo francese, volta a "mettere in opera, nella prospettiva di una progressiva integrazione dello spazio economico dell'impero, un sistema regolativo che (...) [consentisse] di rendere «pubblica» e quanto più trasparente l'attività di intermediazione mobiliare limitando l'attività speculativa", ad una domanda ben precisa di "potenziare le attività finanziarie locali migliorando la gestione della liquidità della piazza".

<sup>5</sup> Nel 1828 cessarono presso la Borsa di Torino anche quei modesti scambi che fino a quel momento avevano avuto luogo, in quanto il Governo non rinnovò l'autorizzazione all'istituto (G. PRATO, *Risparmio e credito in Piemonte nell'avvento dell'economia moderna*, in *La Cassa di Risparmio di Torino nel suo primo centenario*, Torino, 1927, pp. 175-180). La Borsa di Torino venne tuttavia successivamente rifondata con la legge 26 novembre 1850, ove si stabiliva che "la Borsa sarebbe stata aperta in «una sala appositamente preparata del nuovo locale del condizionamento delle sete». Per i servizi, le operazioni e l'amministrazione, la Camera di Commercio, che del resto sopportava le spese di impianto e di mantenimento della Borsa, doveva compilare un regolamento" [V. PAUTASSI, *Gli istituti di credito e assicurativi in Piemonte dal 1831 al 1861*, Torino, 1961, p. 345, il quale osserva nelle pagine seguenti che in tale regolamento, riportato nella Gazzetta Piemontese del 18 giugno 1851, n. 152, si prevedeva, tra l'altro, che "(1) la riunione della Borsa doveva avere per oggetto la sola negoziazione dei valori e delle merci «ammesse fra le operazioni della medesima». Alla Camera di Commercio spettava la sovrintendenza della Borsa. Essa avrebbe stabilito l'ora di apertura e quella di chiusura, mediante appositi manifesti da affiggersi alla porta della sala delle riunioni. La chiusura poi, sarebbe stata annunciata dal suono di un campanello. Per provvedere alle esigenze di carattere tecnico ogni anno, nel mese di dicembre, gli agenti di cambio ed i sensali dovevano radunarsi per eleggere il «Consiglio Sindacale». Siffatto «Consiglio» era composto da sette membri scelti tra gli stessi agenti di cambio e sensali. La nomina doveva avvenire a maggioranza assoluta di voti. La Camera di Commercio fra i sette eletti avrebbe designato il «sindaco». I rimanenti dei membri restavano «aggiunti». Al tocco della campana di chiusura, e cioè al termine di ogni riunione, il sindaco e gli aggiunti dovevano «tosto congregarsi al cancello sindacale» in numero di tre almeno. Per un'ora, a partire dalla chiusura delle contrattazioni, in tale formazione essi costituivano il «Consiglio Sindacale». Il principale ufficio di questo consiglio consisteva nella formazione «Del corso autentico giornaliero dei fondi pubblici dello Stato, dei fondi industriali nazionali, dei cambi e delle valute». (...) La «proclamazione dei corsi» doveva avvenire entro un'ora dalla chiusura della Borsa"].

Anche il codice di commercio per gli Stati di S.M. il re di Sardegna del 1842 conteneva peraltro, nel Libro I, Titolo IV, Sezione I, alcune disposizioni dedicate alla borsa: l'art. 71 definiva infatti quest'ultima come riunione dei commercianti, Capitani di bastimento, Agenti di cambio e Sensali che poteva aver luogo con autorizzazione del Re nelle città e con l'osservanza dei regolamenti regi, mentre gli artt. 72 e 73 stabilivano alcune, seppur succinte, norme in tema di accertamento dei corsi "del cambio, delle merci, delle assicurazioni, dei noli di bastimenti, dei prezzi di trasporti per terra e per acqua, degli effetti pubblici e di altri il cui corso è suscettibile di essere indicato nelle liste mercantili di piazza". L'art. 74, infine, precludeva l'accesso in borsa ai commercianti falliti, a meno che non fossero stati riabilitati (così V. PAUTASSI, *Gli istituti di credito e assicurativi in Piemonte*, cit., p. 345, nota 21).

Il codice di commercio, emanato nel 1865 a seguito della costituzione del Regno d'Italia, confermò il compito delle Camere di commercio di fornire le strutture ed i servizi necessari al funzionamento delle borse e riconobbe a tali enti, tra l'altro, le funzioni di vigilare sull'attività degli agenti di cambi, ai quali venne riconosciuta la riserva di stipulare i contratti che si potevano concludere in borsa<sup>6</sup>, nonché di determinare le tariffe che essi potevano applicare a fronte delle transazioni concluse con il loro intervento.

L'emanazione del codice di commercio non contribuì tuttavia ad accrescere in misura rilevante, almeno inizialmente, il volume degli scambi dei titoli negoziati nelle varie borse, anche per effetto dei seri problemi organizzativi nel funzionamento delle stesse che determinò, per alcune di esse ed in particolare per la Borsa di Milano<sup>7</sup>, l'entrata in vigore della nuova normativa.

Nel triennio 1870-1873 si registrò una prima importante fase di sviluppo delle istituzioni finanziarie e di creazione di nuove iniziative imprenditoriali che portò ad un forte rialzo dei corsi azionari<sup>8</sup>. Nell'ottobre 1873 la fase espansiva si concluse ed iniziò un periodo di decadenza dell'attività di borsa, dovuta anche ai vari fallimenti che interessarono più di un

---

<sup>6</sup> Gli agenti di cambio dovevano agire in nome proprio, ma non potevano operare in proprio, né riunirsi in società per svolgere le operazioni di negoziazione.

<sup>7</sup> S. BAIÀ CURIONI, *Regolazione e competizione*, cit., p. 96 ss.

<sup>8</sup> Così S. BAIÀ CURIONI, *Regolazione e competizione*, cit., p. 102, il quale nota che in quegli anni non solo vennero addirittura istituite nuove borse ufficiali [Cuneo (1871), Chieti (1872), Messina (1873)], ma anche che i titoli azionari trattati nel listino di Milano passarono dai due del 1860 (Banca Nazionale e Strade Ferrate Lombardo Venete) ai venti titoli (di cui tredici bancari) del 1873. A quest'ultimo riguardo va peraltro osservato che "(i) primi titoli di capitale di rischio il cui corso venne ufficialmente rilevato furono le azioni della Società Ferroviaria del Lombardo Veneto che compaiono regolarmente nel listino a partire dal 1858. Tuttavia, non sarebbe esatto ritenere che in precedenza nella Borsa non si scambiassero anche titoli azionari. Essendo la negoziazione dei titoli libera, non esistendo cioè alcuna norma che prevedesse una procedura di ammissione dei titoli alla negoziazione, e la compilazione di un listino ufficiale nel quale si riportassero i corsi di tutti i titoli negoziabili presso la Borsa, i bollettini si limitavano a quei valori che costituivano oggetto di scambi relativamente frequenti. E' anzi verosimile che anche prima del 1858 avvenissero scambi, per quanto sporadici, di azioni, se il Console austriaco di Genova si sentì in dovere, nel 1836, di mettere in guardia la Camera di Commercio di Milano per il rischio che anche su quest'ultima piazza comparissero titoli azionari di una società mineraria straniera risultati falsi" (G. PIVATO - C. SCOGNAMIGLIO, *Scorcio storico della Borsa valori di Milano*, cit., pp. 14-15). Nella seconda metà dell'Ottocento il mercato finanziario era comunque costituito in netta prevalenza da titoli del debito pubblico, come dimostrato dalla circostanza che "col succedersi degli anni la percentuale del valore di titoli azionari rispetto al valore dei titoli del debito decresca (con la sola eccezione del 1874) in maniera pressoché continua fino alla svolta industriale del 1887, e si mantenga poi relativamente stabile: 1864: 34%; 1868: 19%; 1870: 17%; 1874: 27%; 1878: 14%; 1883: 14%; 1890: 18%; 1896: 15%" (A. ALEOTTI, *Borsa e industria. 1861-1989: cento anni di rapporti difficili*, Milano, 1990, p. 27).



agente di cambio, che durò, seppur con qualche periodo di ripresa, sostanzialmente fino al 1896.

A partire dal 1° gennaio 1883 era peraltro entrato in vigore il codice di commercio del 1882, che introdusse alcune rilevanti modifiche alla disciplina delle borse. In tale codice si prevedeva infatti l'istituzione della Deputazione di borsa, la quotazione di diritto dei titoli del debito pubblico, nonché l'espressa qualificazione come commercianti dei mediatori, i quali persero quindi la qualità di funzionari pubblici in precedenza rivestita, ma acquisirono la possibilità sia di prestare attività di tipo consulenziale alla clientela<sup>9</sup>, sia di agire anche per conto proprio e non più, dunque, solo per conto terzi. Inoltre, veniva stabilito che le borse di commercio, assieme alle fiere ed ai mercati, ai magazzini generali, ai punti franchi ed agli altri istituti funzionali all'esercizio del commercio, dovevano essere governati da leggi speciali e da regolamenti.

In esecuzione di tale disposizione venne quindi emanato il r.d. 27 dicembre 1882, n. 1139, pubblicato nella G.U. del Regno del 28 dicembre 1882, n. 303, con il quale si stabilì, tra l'altro, che:

- (i) le borse di commercio dovevano essere autorizzate con regio decreto, su proposta della Camera di commercio nella cui circoscrizione esse si trovavano (art. 13);
- (ii) nelle borse in cui potevano essere svolte le contrattazioni su valori pubblici erano ammessi di diritto alla quotazione i titoli del debito pubblico dello Stato, i titoli di società private garantiti dallo Stato, le cartelle di credito fondiario italiano ed i titoli cambiari (art. 16, comma 1);
- (iii) i titoli delle società per azioni erano ammessi alla quotazione con deliberazione della Camera di commercio, sentita la Deputazione di borsa (art. 16, comma 2);
- (iv) l'ammissione a quotazione dei valori esteri poteva avvenire solo previa autorizzazione governativa (art. 16, comma 3);
- (v) il listino ufficiale doveva essere redatto dal Sindacato di borsa<sup>10</sup> ed essere depositato presso la Camera di commercio (artt. 17-20);

---

<sup>9</sup> Già nella relazione presentata nel 1872 dalla Commissione per lo studio delle borse valori istituita dal Ministero di l'agricoltura, industria e commercio si poneva l'accento sulla necessità che gli agenti di cambio potessero "indicare in buona fede alle persone che ad essi si rivolgono quali siano i modi di impiego dei fondi che offrono il maggior vantaggio" (il passo citato è riportato in S. BAIA CURIONI, *Regolazione e competizione*, cit., p. 112).

<sup>10</sup> Secondo quanto disposto dagli artt. 40, 41 e 45, il Sindacato di borsa era formato da mediatori iscritti, eletti a maggioranza assoluta di voti dall'assemblea generale dei mediatori iscritti. Il numero dei suoi

- (vi) alla Deputazione di borsa, organo composto da tre, cinque o sette membri nominati dalla Camera di commercio, era attribuito il compito di sorvegliare il funzionamento della borsa, di provvedere all'esecuzione dei regolamenti<sup>11</sup> ed all'amichevole componimento, su richiesta delle parti, delle questioni insorte in conseguenza di affari conclusi in borsa (artt. 21-22);
- (vii) la possibilità, per il presidente della Camera di commercio, di adottare provvedimenti straordinari ed urgenti per il regolare andamento della borsa, nel qual caso era necessario procedere entro tre giorni alla convocazione della Camera di commercio, cui doveva essere sottoposta una relazione sulle misure assunte (art. 23);
- (viii) l'esercizio della professione di mediatore era libero (art. 26, comma 1), anche se gli uffici pubblici<sup>12</sup>, per i quali veniva richiesta un'autorizzazione speciale, erano "riservati ai mediatori iscritti in un ruolo formato e conservato dalla Camera di commercio" (art. 26, comma 2);
- (ix) il ruolo dei mediatori doveva indicare la specie della mediazione per la quale ciascun mediatore era iscritto (art. 28, comma 1, precisando inoltre che erano qualificati agenti di cambio "i mediatori autorizzati alla negoziazione dei valori pubblici");
- (x) la Camera di commercio era tenuta a rilasciare ai mediatori un certificato di avvenuta iscrizione nel ruolo (art. 29), in base al quale essi era "ammessi ad esercitare il loro ufficio in borsa" (art. 30);
- (xi) sull'operato dei mediatori doveva vigilare il Sindacato di borsa (art. 46, comma 1), il quale doveva altresì "denunciare alla Deputazione di borsa i contravventori alle leggi ed ai regolamenti che riguarda(vano) l'esercizio del loro ufficio" (art. 46, comma 2).

Negli anni immediatamente successivi all'entrata in vigore del codice di commercio si registrò un aumento dei titoli quotati e delle emissioni azionarie, ma le negoziazioni avvenivano in un

---

componenti doveva essere determinato nel regolamento speciale di ciascuna borsa, ma non poteva comunque essere inferiore a sei e maggiore di diciotto. Il Sindacato di borsa, inoltre, eleggeva tra i suoi membri il presidente, il quale, a differenza degli altri membri che dovevano essere nominati annualmente dall'assemblea, rimaneva in carica due anni.

<sup>11</sup> Le Camere di commercio erano autorizzate a dare attuazione alle disposizioni contenute nel regio decreto "mediante regolamenti speciali approvati dal ministero di agricoltura, industria e commercio" (art. 25).

<sup>12</sup> Ai sensi del successivo art. 31, gli uffici pubblici riservati ai mediatori iscritti nel ruolo erano: la vendita all'incanto di valori o merci, l'esecuzione coattiva delle operazioni di borsa, l'accertamento del corso del cambio nei conti di ritorno ed ogni altro incarico commesso ai mediatori dal codice di commercio o da altre leggi.

clima di grande confusione per cui, nell'ottobre 1886, il Governo dovette intervenire, invitando formalmente le Camere di commercio e gli operatori a "garantire una sufficiente disciplina del mercato"<sup>13</sup>.

Tra la fine degli anni Ottanta e l'inizio degli anni Novanta, anche a seguito della crisi finanziaria e politica che colpì il Paese, venne avviato un radicale processo di ristrutturazione del sistema di intermediazione finanziaria che portò alla costituzione, tra il 1893 ed il 1894, delle grandi banche miste e della Banca d'Italia.

Le modifiche intervenute nel sistema bancario, ma soprattutto lo sviluppo dei collegamenti telegrafici fra le varie borse italiane<sup>14</sup>, la ripresa economica, che comportò un aumento nelle emissioni di azioni e la creazione di nuove società per azioni, l'aumento degli investimenti pubblici attraverso l'emissione di titoli del debito pubblico e la riduzione del tasso di sconto furono tutti fattori che consentirono al mercato mobiliare di registrare, tra il 1896 ed il 1900, una fase di considerevole sviluppo, che comportò anche un significativo incremento del numero e dell'importanza delle società quotate<sup>15</sup>.

Ad una breve fase di depressione nel 1901 seguì, tra la fine del 1902 ed il 1906, un'intensa attività speculativa<sup>16</sup> che incrementò notevolmente i corsi dei titoli azionari e che fu dovuta

---

<sup>13</sup> S. BAIA CURIONI, *Regolazione e competizione*, cit., pp. 130-131, il quale nota anche che "l'instabilità delle autorità di controllo e disciplina (...) facilita, soprattutto nei primi anni Ottanta, l'insorgere di manovre fraudolente (...). È emblematico a questo proposito il caso della Fabbrica Lombarda di Prodotti Chimici (...) che nell'autunno 1883 si quotò in Borsa per fallire otto mesi dopo con gravi perdite addossate ai sottoscrittori. Al di là della portata relativa del fallimento e delle modalità della sua successiva composizione, questo e altri casi non dissimili evidenziano come in questi anni il disordine regolativo del *parterre* sia associato a una grave assenza di controlli e a una bassa qualità delle informazioni disponibili" (pp. 146-147).

<sup>14</sup> Si veda sul punto S. BAIA CURIONI, *Regolazione e competizione*, cit., pp. 206-217.

<sup>15</sup> Nel 1895 vennero ammesse a quotazione le azioni della Terni e del Credito Italiano, nel 1896 quelle della Edison, nel 1897 quelle della Società Metallurgica Italiana e nel 1898 quelle della Banca Commerciale Italiana, mentre tra il 1899 ed il 1900 si ebbe l'ammissione a quotazione di altre 25 società.

<sup>16</sup> Proprio l'attività di speculazione al rialzo pare aver determinato l'insolvenza di un agente di cambio nel gennaio 1904 e le difficoltà che si registrarono nella liquidazione della Borsa di Genova nel febbraio dello stesso anno. A seguito di queste difficoltà, i Sindacati delle Borse d'Italia presentarono nell'aprile 1904 una proposta di modifica della regolamentazione di borsa volta, tra l'altro, a reintrodurre il monopolio a favore degli agenti di cambio della contrattazione a termine e alle grida, nonché a fissare nuove regole per l'accesso alla professione di agente di cambio (la pubblicazione della proposta fu peraltro fortemente criticata da A. SRAFFA, *Un progetto dei sindacati delle borse per una riforma delle borse*, in *Riv. dir. comm.*, 1904, I, p. 255). Nel febbraio 1905 il Ministero del Commercio, al fine di preparare un disegno di legge sulla riforma delle borse, incaricò le Camere di commercio del Regno di formulare le loro osservazioni al riguardo e nell'autunno 1905 venne elaborato un primo progetto di legge.

soprattutto alla crescita del settore industriale ed alle connesse esigenze di reperire il capitale di rischio necessario per finanziare gli investimenti, nonché “ad una politica espansiva dei riporti (in particolare da parte delle banche miste) a loro volta alimentati da un’accondiscendente applicazione del tasso di sconto da parte della Banca d’Italia”<sup>17</sup>.

Nella primavera del 1905 vi fu una brusca frenata nella crescita dei valori dei titoli quotati, alla quale non seguì tuttavia “un più ragionevole assestamento dei corsi”<sup>18</sup>, mentre nell’ottobre 1906, in un crescente clima di speculazione<sup>19</sup>, si verificò una prima crisi di liquidità, risolta nel giro di un paio di mesi. Tra aprile e maggio del 1907 vi fu invece un vero e proprio crollo nel corso dei titoli azionari<sup>20</sup>. Il *trend* negativo proseguì per tutto il 1907 e contribuì a determinare una situazione di sostanziale marginalizzazione del mercato azionario<sup>21</sup> che durò, complice anche il primo conflitto mondiale, sostanzialmente fino al 1920.

La crisi del 1907 ebbe tuttavia l’effetto di sollecitare una riorganizzazione delle borse valori, che si tradusse nella presentazione, già il 16 maggio 1908, di un progetto di legge di riforma<sup>22</sup>.

---

<sup>17</sup> S. BAIA CURIONI, *Regolazione e competizione*, cit., p. 256.

<sup>18</sup> F. BONELLI, *La crisi del 1907. Una tappa dello sviluppo industriale in Italia*, Torino, 1971, p. 19.

<sup>19</sup> In base a quanto riportato da F. BONELLI, *La crisi del 1907*, cit., p. 20, “(a)lcune grandi imprese, un po’ per l’illusione di avere maggiori possibilità di raccogliere capitali e un po’ per trarre vantaggio dalla speculazione borsistica, si dettero a costituire società «a catena» che approdarono al risultato – mediante scambi di pacchetti azionari – di moltiplicare fittiziamente i capitali sociali. Si arrivò al punto di collocare dei titoli privi di intrinseco valore e addirittura di imprese inesistenti”.

<sup>20</sup> Il ribasso dei corsi, dovuto anche ad un rialzo dei tassi di interesse conseguente ad una forte carenza di liquidità a livello internazionale, mise in fortissima difficoltà le principali banche miste; alla fine del 1907, infatti, quasi un terzo dei loro impieghi era rappresentato da riporti e partecipazioni in titoli quotati (F. BONELLI, *La crisi del 1907*, cit., p. 190, tabella n. 26), per cui la riduzione dei prezzi dei titoli non poteva che determinare seri problemi di liquidità e considerevoli perdite contabili [ad accentuare la crisi delle banche miste contribuirono peraltro anche i timori di eccessi di capacità produttiva in settori strategici, primo fra tutti quello siderurgico, verso il quale le banche erano fortemente esposte (S. BAIA CURIONI, *Regolazione e competizione*, cit., p. 291)]. Al fine di porre un argine alla discesa dei corsi azionari vennero così creati i c.d. consorzi per la difesa dei valori azionari (F. BONELLI, *La crisi del 1907*, cit., p. 107 ss.), mentre il Governo emanò nel 1908 un decreto con il quale venne introdotto il c.d. “diritto di sconto”, ossia la possibilità per l’acquirente delle azioni di “non rispettare il termine predefinito per la consegna dei titoli esponendo così colui che vendeva allo scoperto al rischio di doversi ricoprire in momenti meno favorevoli e a condizioni penalizzanti” (G. SICILIANO, *Cent’anni di borsa in Italia*, Bologna, 2001, p. 23).

<sup>21</sup> Secondo A.M. BISCAINI COTULA – P. CIOCCA, *Le strutture finanziarie: aspetti quantitativi di lungo periodo (1870-1970)*, in AA.VV., *Capitale industriale e capitale finanziario: il caso italiano*, a cura di F. Vicarelli, Bologna, 1979, p. 85, la crisi del 1907 rappresenterebbe addirittura “uno spartiacque al di là del quale i mercati dei capitali italiani cessano di svilupparsi in termini relativi e restano sottili, incompleti e quindi imperfetti”.

Tale progetto, benché con un considerevole ritardo<sup>23</sup> e con importanti modifiche introdotte nel corso dei lavori parlamentari, troverà il proprio punto di arrivo nella l. 20 marzo 1913, n. 272, pubblicata nella G.U. del 14 aprile 1913, n. 87, che costituisce, assieme al relativo regolamento di attuazione emanato con r.d. 4 agosto 1913, n. 1068<sup>24</sup>, il primo provvedimento organico di disciplina del mercato mobiliare.

Per quanto riguardava l'istituzione delle "borse valori", l'art. 1 disponeva che essa doveva avvenire con regio decreto, su proposta delle Camere di commercio interessate<sup>25</sup>, alle quali erano riconosciuti anche il potere di ammettere alla quotazione i titoli e di decidere la revoca della quotazione (art. 31, r.d. n. 1068/1913), nonché il compito di amministrare le borse valori<sup>26</sup>, adottando "tutti i provvedimenti necessari per il regolare andamento della borsa"<sup>27</sup>, ivi compresa l'emanazione di un regolamento speciale per ciascuna borsa esistente nelle circoscrizioni di competenza, regolamento che, tuttavia, doveva essere approvato dal Ministero di agricoltura, industria e commercio<sup>28</sup> (art. 67, l. n. 272/1913).

---

<sup>22</sup> Si veda sul punto S. BAIA CURIONI, *Regolazione e competizione*, cit., p. 276 ss.

<sup>23</sup> Tale ritardo fu determinato non solo dall'instabilità governativa, ma anche dalla circostanza che il Parlamento fu occupato in questioni ritenute prioritarie, quali l'intervento in Tripolitania, la riforma della legge elettorale, la creazione dell'INA (S. BAIA CURIONI, *Regolazione e competizione*, cit., p. 291).

<sup>24</sup> Il decreto venne a sua volta pubblicato nella G.U. del 19 settembre 1913, n. 219.

<sup>25</sup> Nel corso degli anni le Camere di commercio hanno avuto un'alternata fortuna: sopresse con la l. 18 aprile 1926, n. 731, che le trasformò prima in Consigli provinciali dell'economia corporativa e quindi in Consigli provinciali delle corporazioni, furono ricostituite con il d.l. lt. 21 settembre 1944, n. 315. Per ragioni di comodità espositiva si utilizzerà in ogni caso l'espressione "Camere di commercio" anche per fare riferimento agli enti che, nelle varie fasi storiche, hanno sostituito le medesime nell'esercizio delle funzioni ad esse attribuite dalla l. n. 272/1913 e dai relativi provvedimenti attuativi.

<sup>26</sup> Anche la copertura dei costi di funzionamento della borsa era posto a carico della locale Camera di commercio (cfr. art. 32, n. 4, r.d. 20 settembre 1934, n. 2011), la quale aveva comunque il potere di fissare tributi e di curarne la percezione.

<sup>27</sup> L. BIANCHI D'ESPINOSA, voce «Borsa valori (organizzazione)», in *Enc. del dir.*, V, Milano, 1959, p. 583, il quale sottolinea non solo che ai sensi dell'art. 3 della l. n. 272/1913 i provvedimenti adottati dalla Camera di commercio dovevano essere emanati previo parere obbligatorio, seppure generalmente non vincolante, della Deputazione di borsa e del Comitato direttivo degli agenti di cambio, ma altresì che, sebbene fosse dato riscontrare alcune deliberazioni che acquisivano efficacia solo a determinate condizioni (ad esempio: limitazione al solo contante delle contrattazioni), in linea di massima le deliberazioni acquisivano un'efficacia immediata, seppur provvisoriamente, divenendo esse definitivamente esecutive "solo dopo l'approvazione del ministro" (art. 3, l. n. 272/1913 e 14, r.d. n. 1068/1913).

<sup>28</sup> Dall'emanazione della l. n. 272/1913 numerosi sono stati i provvedimenti normativi che hanno comportato la soppressione di Ministeri, il loro accorpamento o la loro ristrutturazione. Ciò ha avuto, conseguentemente, rilevanti implicazioni anche in merito all'individuazione degli organi

Nel sistema disegnato dalla l. n. 272/1913 le Camere di commercio non erano l'unico organo<sup>29</sup> al quale venivano attribuiti compiti connessi al funzionamento delle borse valori: alle

---

dell'amministrazione centrale dello Stato cui dovevano riconoscersi competenze in materia di borse di commercio.

Al riguardo va infatti tenuto presente che in origine la l. n. 272/1913 attribuiva al Ministero di agricoltura, industria e commercio una serie di competenze relativamente alle borse valori. Con il r.d. 22 giugno 1916, n. 755, le competenze attribuite a tale ministero furono ripartite tra due ministeri, l'uno denominato Ministero dell'agricoltura e l'altro Ministero dell'industria, commercio e lavoro, al quale furono trasferite le attribuzioni in materia di borse di commercio in precedenza spettanti al Ministero di agricoltura, industria e commercio. Questa scissione fu destinata tuttavia a durare pochi anni in quanto, con il r.d. 5 luglio 1923, n. 1439, il Ministero dell'agricoltura ed il Ministero dell'industria, commercio e lavoro furono nuovamente riuniti nel Ministero dell'economia nazionale, al quale vennero pertanto devolute anche le competenze sulle borse valori del Ministero dell'industria, commercio e lavoro. Con il r.d. 31 dicembre 1922, n. 1700, era peraltro già stato abolito il Ministero del tesoro e le sue competenze in tema di borse di commercio erano state assegnate al Ministero delle finanze. Per mezzo del r.d. 29 luglio 1925, n. 1261, si attribuirono infine a quest'ultimo ministero anche le competenze sulle borse valori precedentemente riconosciute al Ministero dell'economia nazionale dal r.d. n. 1439/1923.

Con l'entrata in vigore della legge bancaria la ristrutturazione operata dal r.d. n. 1261/1925 fu però nuovamente rivista in quanto, con l'art. 43 del r.d.l. 12 marzo 1936, n. 375, le funzioni concernenti le borse valori attribuite al Ministero delle finanze avrebbero dovuto essere devolute, con apposito provvedimento, al Comitato dei Ministri (art. 105, r.d.l. n. 375/1936). Tale provvedimento di trasferimento non fu mai emanato e quindi le competenze in tema di borse valori rimasero di fatto al Ministero delle finanze. Con il r.d.l. n. 375/1936 furono invece effettivamente trasferiti all'Ispettorato per la difesa del risparmio e per l'esercizio del credito i compiti che la l. n. 272/1913, i relativi regolamenti di attuazione e il r.d.l. n. 815/1932 attribuivano all'Istituto di emissione.

A seguito dell'emanazione del d. lgs. lgt. 14 settembre 1944, n. 226, il Comitato dei Ministri e l'Ispettorato per la difesa del risparmio e per l'esercizio del credito furono soppressi e le loro funzioni in materia di borse valori passarono al Ministero del tesoro, il quale era stato nel frattempo ricostituito con il d. lgt. 22 giugno 1944, n. 154. Con il d.c.p.s. 2 febbraio 1947, n. 16, il Ministero del tesoro fu peraltro transitoriamente riunito al Ministero delle finanze, per essere poi da quest'ultimo nuovamente separato con il d.c.p.s. 4 giugno 1947, n. 406.

Con il d. lgs. 5 dicembre 1997, n. 430, il Ministero del tesoro ed il Ministero del bilancio e della programmazione economica furono riuniti nel Ministero del tesoro, del bilancio e della programmazione economica, mentre, da ultimo, con il d. lgs. 30 luglio 1999, n. 300, si è proceduto all'unificazione del Ministero del tesoro, del bilancio e della programmazione economica e del Ministero delle finanze nel Ministero dell'economia e delle finanze (sul nuovo assetto e sulle funzioni attribuite al Ministero dell'economia e delle finanze, sia consentito rinviare a M. DI BENEDETTO, *La riorganizzazione del Ministero delle finanze*, in *Giorn. dir. Amm.*, 2000, p. 867 ss.; L. FIORENTINO-A. PAJNO, *Il ministero dell'economia e delle finanze (articoli 23-26)*, in AA.VV., *La riforma del governo. Commento ai decreti legislativi n. 300 e 303 del 1999 sulla riorganizzazione della presidenza del consiglio e dei ministeri*, a cura di A. Pajno e L. Torchia, Bologna, 2000, p. 259 ss.; L. FIORENTINO, *La riforma del Ministero dell'economia e delle finanze*, in *Giorn. dir. amm.*, 2002, p. 701 ss.; G. VETRITTO, *La riforma dell'organizzazione dei Ministeri. Il Ministero del tesoro, del bilancio e della programmazione economica dopo la riorganizzazione del 1997/1999*, in *Giorn. dir. amm.*, 2000, p. 860 ss.).

Proprio in considerazione delle variazioni che, nel tempo, si sono avute con riferimento ai Ministeri competenti nella materia *de qua* si ritiene opportuno, per semplicità, fare riferimento al Ministero al quale originariamente era riconosciuta la competenza specifica su un certo aspetto e rinviare alle annotazioni che precedono l'individuazione del Ministro competente per l'emanazione del provvedimento in un dato momento storico.

<sup>29</sup> L'espressione "organo" è qui utilizzata in senso tecnico, come insieme di persone e mezzi che consentivano di porre in essere attività funzionali allo svolgimento delle negoziazioni che avvenivano nei

Deputazioni di borsa<sup>30</sup> venne infatti conservato il controllo e la vigilanza sul regolare funzionamento del mercato<sup>31</sup> e sul rispetto delle leggi e dei regolamenti<sup>32</sup>.

Alle Deputazioni vennero altresì assegnati i compiti di provvedere alla composizione delle controversie relative agli affari conclusi in borsa (art. 5, comma 1, l. n. 272/1913)<sup>33</sup>, di

---

locali della borsa valori e non, invece, come ufficio competente ad esercitare una funzione dell'ente borsa o come mezzo di imputazione di situazioni giuridiche all'ente borsa. Si concorda, infatti, con la tesi di chi ha sostenuto che nel sistema della l. n. 272/1913 la borsa non potesse essere considerata una persona giuridica né un centro di imputazione di situazioni giuridiche (cfr. *infra* nota 69).

<sup>30</sup> Tali organi erano composti da tre, cinque o sette membri nominati ora annualmente dal Ministro di agricoltura, industria e commercio. La determinazione del numero effettivo dei membri era lasciata al regolamento speciale delle singole borse, salvo per le borse più importanti, per le quali l'art. 4, comma 2, ne fissava il numero in sette.

La nomina ministeriale dei componenti della Deputazione doveva avvenire su proposta dei seguenti soggetti: un membro doveva essere designato dagli Istituti di emissione (in seguito dell'entrata in vigore dell'art. 1, r.d.l. 6 maggio 1926, n. 812, la Banca d'Italia divenne l'unico Istituto di emissione), un altro membro veniva scelto dal Ministro di agricoltura, industria e commercio di concerto con quello del tesoro ed i rimanenti dovevano essere indicati dalla Camera di commercio. Se i membri della Deputazione erano sette, un membro doveva essere altresì indicato dall'Istituto di emissione che esercitava il servizio della stanza di compensazione nel luogo dove si trovava la borsa (art. 4, comma 3, l. n. 272/1913). Oltre ai membri effettivi era prevista la nomina di due o tre supplenti.

<sup>31</sup> Nell'esercizio delle funzioni di vigilanza attribuite alla Deputazione erano comunque espressamente riconosciuti poteri disciplinari nei confronti sia dei frequentatori dei locali di borsa, sia degli agenti di cambio. Avverso tali provvedimenti disciplinari, che venivano affissi nei locali della borsa per tre giorni, gli interessati potevano proporre ricorso gerarchico improprio alla Camera di commercio *ex art.* 4, comma 5, della l. n. 272/1913, il quale stabiliva in via generale che contro le deliberazioni della Deputazione poteva essere proposto ricorso entro cinque giorni alla Camera di commercio. Contro le deliberazioni assunte da quest'ultima si poteva quindi ricorrere, entro 10 giorni dalla notifica, al Ministero di agricoltura, industria e commercio (art. 4, comma 6, l. n. 272/1913).

Inoltre, la Deputazione poteva irrogare sanzioni penali, con provvedimento impugnabile davanti all'Autorità giudiziaria, ai responsabili dei reati contravvenzionali individuati negli artt. 53-55, l. n. 272/1913, tra i quali rientravano l'ingresso abusivo nei locali di borsa, l'esercizio abusivo della mediazione, nonché la mancata osservanza da parte dei mediatori delle norme dettate in tema di tenuta dei libri contabili.

<sup>32</sup> Da tale previsione si era addirittura giunti a ravvisare in capo alla Deputazione la facoltà di ordinare, in casi straordinari ed urgenti, la chiusura della borsa (S. SOTGIA, *Borsa Valori - Disciplina giuridica*, Milano, 1961, p. 49).

<sup>33</sup> Vi era una competenza alternativa tra Deputazione di borsa e Comitato direttivo degli agenti di cambio in ordine alla risoluzione delle controversie insorte in dipendenza di affari conclusi in borsa, posto che l'art. 32, comma 1, n. 3), della l. n. 272/1913 attribuiva anche a quest'ultimo il potere di decidere, quale amichevole compositore, su tali questioni. Relativamente alla natura della decisione con cui la Deputazione di borsa (ed anche il Comitato) risolveva la controversia sottoposta alla sua attenzione si è sostenuto che essa non configurava sicuramente una sentenza e neppure un lodo arbitrale, ma poteva invece essere considerata un mero parere tecnico [R. CORRADO, voce «Borsa (borsa valori)», in *Noviss. Digesto it.*, II, Torino, 1968, p. 529]. Tale tesi non era tuttavia condivisa da chi, argomentando dall'assenza di norme relative alla procedura da seguire, era invece incline a ravvisare nell'art. 5 della l. n. 272/1913 un'ipotesi di arbitrato libero od irrituale (M. BONADUCE, *La deputazione di borsa*, Milano, 1981, p. 64; ma si veda già A. SCIALOJA, *Arbitrati liberi*, in *Riv. dir. comm.*, 1922, I, p. 496).

autorizzare il Comitato direttivo degli agenti di cambio<sup>34</sup> a procedere alla liquidazione immediata delle insolvenze notorie e formalmente accertate prima della liquidazione mensile (art. 17, comma 1, r.d. n. 1068/1913)<sup>35</sup>, nonché di espletare una serie di funzioni connesse allo svolgimento dell'attività di vigilanza, quali la denuncia al tribunale civile alla cui giurisdizione apparteneva la borsa di tutte le insolvenze verificatesi qualora il Comitato degli agenti non vi avesse provveduto e non fosse intervenuto un amichevole componimento con tutti gli interessati (art. 6, comma 1, l. n. 272/1913). Alle stesse fu devoluta inoltre la facoltà di proporre alla Camera di commercio la limitazione temporanea al solo contante delle negoziazioni (art. 14, comma 1, l. n. 272/1913), la comunicazione alla Camera di commercio di qualsiasi insolvenza verificatasi in borsa (art. 18, comma 1, r.d. n. 1068/1913), la compilazione dell'albo degli esclusi dalla borsa (art. 21, comma 1, r.d. n. 1068/1913), la partecipazione, per il tramite di almeno uno dei suoi membri, all'accertamento dei prezzi dei titoli e dei corsi dei cambi (art. 48, comma 2, r.d. n. 1068/1913).

Anche al Comitato direttivo degli agenti di cambio andava peraltro riconosciuta la qualifica di organo di borsa, dato che oltre alla suddetta competenza in tema di liquidazione delle insolvenze ed al generico potere di sostituirsi alla Deputazione di borsa nelle ipotesi in cui questa non fosse rappresentata in borsa da suoi membri delegati<sup>36</sup>, gli erano attribuite specifiche funzioni nell'ambito del funzionamento del mercato, quali la vigilanza sugli agenti di cambio<sup>37</sup>,

---

<sup>34</sup> Va precisato che la l. n. 272/1913 ed i relativi provvedimenti di attuazione utilizzavano in origine non il termine "Comitato direttivo degli agenti di cambio", bensì quello di "Sindacato degli agenti di cambio". Il cambio di denominazione avvenne con l'art. 4 del r.d.l. 30 giugno 1932, n. 815, e fu giustificato dall'esigenza di evitare che l'impiego del termine "sindacato" potesse ingenerare equivoci con le associazioni sindacali dell'ordinamento corporativo fascista.

In questo caso si è ritenuto opportuno far ricorso non al termine originariamente usato dal legislatore del 1913, bensì a quello successivamente introdotto, anche al fine di uniformare la terminologia impiegata a quella utilizzata dalla maggior parte della dottrina qui citata.

<sup>35</sup> La previsione dell'autorizzazione da parte della Deputazione rispondeva all'esigenza di evitare che, in mancanza dei riscontri precisi fissati nei regolamenti di borsa e nelle raccolte di usi di borsa, l'accertamento dello stato di insolvenza potesse basarsi su elementi sommari o non sufficientemente circostanziati (sul punto si vedano anche M. BONADUCE, *La deputazione di borsa*, cit., p. 75 ss.; N. GARRONE, *Le borse valori*, Milano, 1956, p. 461 ss.).

<sup>36</sup> In questi casi era fatto obbligo al Comitato di riferire alla Deputazione le decisioni assunte.

<sup>37</sup> L'art. 32, comma 1, nn. 1 e 2, della l. n. 272/1913 stabiliva che il Comitato era tenuto a vigilare affinché i mediatori iscritti non eccedessero i limiti delle facoltà loro riconosciute e a denunciare alla Deputazione quei mediatori che nell'esercizio del loro ufficio avessero violato leggi e regolamenti.

La vigilanza sugli agenti di cambio non era peraltro esercitata soltanto dal Comitato, posto che anche la Camera di commercio doveva controllare loro attività, sia mediante ispezione dei libri tenuti, al fine di



il compito di procedere all'esecuzione coattiva di borsa, il rilascio dei relativi certificati di credito ed il potere di decidere, quale amichevole compositore, le questioni insorte in dipendenza di affari conclusi in borsa<sup>38</sup>.

Parte della dottrina riteneva peraltro che, accanto alla Deputazione di borsa ed al Comitato direttivo degli agenti di cambio<sup>39</sup>, fossero da considerare organi di borsa anche gli stessi agenti di cambio<sup>40</sup>, ai quali già l'articolo unico del r.d.l. 9 giugno 1907, n. 299, aveva riservato le negoziazioni alle grida<sup>41</sup>.

---

verificare la regolarità delle dichiarazioni con cui dovevano rendere noto al Comitato stesso tutti i contratti eseguiti per il loro tramite (art. 30, l. n. 272/1913), sia attraverso il controllo sull'ammontare della cauzione che erano tenuti a versare ed eventualmente a reintegrare (art. 58, r.d. n. 1068/1913).

<sup>38</sup> Sulla competenza alternativa tra Deputazione di borsa e Comitato direttivo degli agenti di cambio in tema di risoluzione delle controversie relative ad affari conclusi in borsa si veda quanto osservato nella nota 33.

<sup>39</sup> Dibattuta era la tesi secondo cui ai Comitati direttivi degli agenti di cambio, così come del resto anche alle Deputazioni di borsa, doveva riconoscersi personalità giuridica, anche se limitata [in tal senso, L. BIANCHI D'ESPINOSA, *I contratti di borsa. Il riporto*, nel *Tratt. di dir. civ. e comm.*, diretto da A. Cicu e F. Messineo, Milano, 1969, v. XXXV, t. 2, p. 54; A. SERRA, voce «Borsa valori 1) Diritto commerciale», in *Enc. giur.*, Roma, 1988, V, p. 6]. Negava invece la possibilità di considerare persone giuridiche sia il Comitato direttivo degli agenti di cambio, sia la Deputazione di borsa R. CORRADO, voce «Borsa (borsa valori)», cit., p. 529.

<sup>40</sup> Nell'originario impianto normativo la qualifica di agente di cambio era subordinata unicamente all'accertamento da parte della Camera di commercio di determinati requisiti sia soggettivi (età, godimento dei diritti civili e politici, immunità da condanne penali, notoria moralità e correttezza professionale, idoneità professionale), sia oggettivi (domanda, versamento di un deposito cauzionale). In caso di esito positivo del predetto accertamento, la Camera di commercio provvedeva ad iscrivere l'interessato nel ruolo da essa tenuto, previo parere del Comitato direttivo degli agenti di cambio.

Il verificarsi di una serie di speculazioni avvenute nel 1924, rese possibili anche dall'ingresso, in quell'anno, nel ruolo degli agenti di cambio di un numero considerevole di nuovi intermediari (sul punto si veda la ricostruzione operata da S. BAIA CURIONI, *Regolazione e competizione*, cit., p. 331 ss.), indusse il Governo a modificare la disciplina.

Con il r.d.l. 7 marzo 1925, n. 222, vennero dichiarati decaduti tutti gli agenti di cambio iscritti nei ruoli delle Camere di commercio e si istituì il ruolo chiuso degli agenti di cambio, il cui numero, assieme all'importo della cauzione che essi dovevano versare, veniva fissato in relazione alle singole borse con decreto del Ministro delle finanze. Essi dovevano essere nominati con decreto reale su proposta del Ministro delle finanze di concerto con il Ministro per l'economia nazionale, sentiti la Camera di commercio, la Deputazione di borsa ed il Consiglio sindacale (tale procedura di nomina fu formalmente sostituita soltanto con l'art. 2 della l. 23 maggio 1956, n. 515).

Si stabilì infine che gli agenti di cambio dovevano svolgere l'attività professionale in regime di completa indipendenza e che presso le principali borse doveva essere costituita una Corporazione degli agenti di cambio, dotata di personalità giuridica, la quale era solidalmente responsabile delle obbligazioni di ciascuno dei suoi componenti fino alla concorrenza del fondo comune costituito da questi ultimi e, qualora tale fondo non fosse stato sufficiente, fino ad un importo pari al 25% del cumulo delle cauzioni prestate dai componenti stessi. Organo della Corporazione era il Consiglio sindacale, al quale venivano riconosciuti, tra l'altro, poteri disciplinari sui componenti della Corporazione stessa, il compito di amministrare il fondo comune e di proporre alle competenti Autorità le eventuali sanzioni previste dalle leggi e dai regolamenti contro i componenti della Corporazione, nonché tutte le attribuzioni demandate al

Tale conclusione veniva fondata sia sulla considerazione che l'art. 27 della l. n. 272/1913 definiva "uffici pubblici" le attività riservate agli agenti di cambio, sia sulle circostanze che, da un lato, l'art. 24 della l. n. 272/1913 poneva all'agente di cambio, analogamente a quanto accadeva per i pubblici funzionari, il divieto di compiere operazioni in borsa in proprio e, dall'altro, la l. n. 222/1925 attribuiva loro la qualifica di pubblici ufficiali, riservandone la nomina al Capo dello Stato. Si riteneva che in tal modo lo Stato avesse inteso riconoscere come rientranti tra i propri compiti istituzionali le attività svolte dagli agenti di cambio<sup>42</sup>.

---

Comitato direttivo degli agenti di cambio dalla l. n. 272/1913 e dal r.d. n. 1068/1913. L'art. 4 del r.d.l. 26 giugno 1925, n. 1047, fissò il 1° ottobre 1925 come termine per la costituzione delle Corporazioni e dei Consigli sindacali, ma tale data fu successivamente prorogata una prima volta fino al 1° gennaio 1926 dall'art. 2 del r.d.l. 11 ottobre 1925, n. 1748, e poi fino al 1° aprile 1926 dal r.d.l. 31 dicembre 1925, n. 2468. Con il r.d.l. 7 marzo 1926, n. 373, il termine fu oggetto di un'ulteriore proroga "sino a nuova disposizione", disposizione che non venne tuttavia mai emanata, giacché con l'emanazione del r.d.l. n. 815/1932 le norme relative alla costituzione delle Corporazioni e dei Consigli sindacali furono, ancorché soltanto tacitamente, abrogate.

<sup>41</sup> Dal combinato disposto degli artt. 21 e 27 della l. n. 272/1913 risultava altresì che, oltre alla negoziazione alle grida, erano riservate agli agenti di cambio anche le seguenti attività: vendita all'incanto dei titoli trattati in borsa, disposta per legge o dall'Autorità giudiziaria o richiesta da privati; esecuzione coattiva delle operazioni di borsa; accertamento del corso dei cambi; esecuzione di ogni altro incarico commesso dalla legge ai mediatori, purché non implicante la negoziazione di valori pubblici.

Come è stato rilevato, la riserva di attività andava intesa "non in senso assoluto, ma con riferimento ad altri intermediari di titoli trattati nella borsa valori", dato che altri soggetti, diversi dagli agenti di cambio e dagli altri intermediari di titoli, erano legittimati a compiere attività "riservate" agli agenti di cambio, "o in base ad una competenza generica (es., quella degli ufficiali giudiziari rispetto alle vendite all'incanto di titoli da compiersi anche in borsa in esecuzione di decisioni dell'Autorità giudiziaria) o in base alla concessione di una competenza concorrente (es., quella relativa all'autenticazione delle firme nelle girate dei titoli nominativi (...)) [attribuita anche] ai funzionari di banca a ciò autorizzati" (R. CORRADO, voce «Borsa (borsa valori)», cit., p. 530).

Per quanto concerneva la negoziazione alle grida, l'art. 17, commi 2 e 3, della l. n. 272/1913 ribadiva che le negoziazioni alle grida dei titoli indicati negli artt. 11-13 della medesima legge dovevano avvenire in appositi "recinti", ai quali potevano accedere soltanto gli agenti di cambio "iscritti" per offrire, ma il successivo art. 64, comma 1, concedeva alle Camere di commercio la possibilità di "ammettere a negoziare alle grida per un periodo di cinque anni (...) quelle persone che, esercitando la professione di banchiere, di commissionario o di cambiavalute, avessero fatto uso di tale facoltà prima del 15 maggio 1908, a condizione che essi (...) [fossero in possesso dei] requisiti indicati ai nn. 2 e 3 dell'art. 22 e [avessero prestato] la cauzione (...) richiesta per gli agenti di cambio". Il termine di cinque anni poteva inoltre essere prorogato, sulla base del disposto dell'art. 64, comma 4, "per un eventuale periodo di tempo", e venne effettivamente più volte prorogato (da ultimo con il r. d. l. 23 giugno 1923, n. 1428) fino alla riforma attuata con il r.d.l. n. 222/1925, il cui art. 6 prevedeva la data del 1° giugno 1925 come termine ultimo per la facoltà di negoziare alle grida da parte di soggetti diversi dagli agenti di cambio. Con l'art. 4 del r.d.l. n. 1047/1925 venne tuttavia stabilito che il citato art. 6 sarebbe entrato in vigore non il 1° giugno 1925, ma dalla data di effettiva costituzione delle Corporazioni degli agenti di cambio e dei Consigli sindacali, costituzione che tuttavia non fu mai attuata (si veda *supra* nota 40).

<sup>42</sup> R. CORRADO, voce «Borsa (borsa valori)», cit., pp. 531-532, per il quale si poteva tuttavia escludere che nello svolgimento dell'attività di intermediazione l'agente di cambio assumesse la qualifica di pubblico ufficiale.

Passando a considerare la procedura di ammissione a quotazione delineata dalla l. n. 272/1913, va subito osservato che venivano previsti e disciplinati due tipi di quotazione:

- a) la quotazione di diritto, nelle borse in cui si contrattavano valori pubblici, dei titoli del debito pubblico e di quelli garantiti dallo Stato, delle cartelle di credito fondiario italiano, dei titoli emessi dalle province e dai comuni, nonché dei titoli cambiari (art. 11, l. n. 272/1913)<sup>43</sup>;
- b) la quotazione su domanda dell'emittente (art. 12, l. n. 272/1913).

Con specifico riguardo a quest'ultimo tipo di quotazione, il combinato disposto dell'art. 12, comma 3, della l. n. 272/1913 e dell'art. 27 del r.d. n. 1068/1913 imponeva in primo luogo che il procedimento di ammissione dovesse prendere avvio con la trasmissione alla Camera di commercio competente della domanda di ammissione<sup>44</sup>, trasmissione che doveva avere luogo a cura del presidente del consiglio di amministrazione dell'emittente.

Si prevedeva poi che la domanda dovesse contenere l'impegno dell'emittente ad inviare alla Camera di commercio copia del bilancio, del rendiconto finanziario, nonché un congruo elenco dei titoli estratti, ed a comunicare, sempre ad essa, le modificazioni dello statuto approvate dalla società, ferma comunque restando la possibilità per la Camera di commercio di richiedere all'emittente, in ogni momento, informazioni sul suo "ordinamento legale" e sulla sua situazione finanziaria.

In allegato alla domanda doveva essere inoltre presentata una copia autenticata dal notaio dello statuto sociale, dei bilanci e del conto profitti e perdite degli ultimi due esercizi, nonché della relazione del consiglio di amministrazione e dei sindaci<sup>45</sup>, il *fac-simile* dei titoli azionari

---

<sup>43</sup> Ai sensi dell'art. 26, comma 1, r.d. n. 1068/1913, la quotazione dei titoli del debito pubblico e di quelli garantiti dallo Stato poteva essere oggetto di una regolamentazione specifica emanata con decreto del Ministro del tesoro di concerto con il Ministro di agricoltura, industria e commercio.

I titoli delle province e dei comuni venivano invece ammessi a quotazione, ex art. 26, comma 2, del r.d. n. 1068/1913, con decreto del Ministro del tesoro "d'accordo coi Ministri di agricoltura, industria e commercio, e dell'interno, sentite la Camera di commercio e la Commissione reale per il credito comunale e provinciale" (quest'ultima venne soppressa con il r.d. 4 febbraio 1923, n. 253, che attribuì le relative competenze alla Giunta provinciale amministrativa), mentre per i titoli di debito emessi da Stati esteri si disponeva che la quotazione potesse avvenire solo previa autorizzazione governativa, da concedere "con regio decreto promosso dal Ministro del tesoro di concerto con quelli di agricoltura, industria e commercio, e degli affari esteri" (art. 13, comma 1, l. n. 272/1913 e 31, r.d. n. 1068/1913).

<sup>44</sup> L'art. 12, comma 3, della l. n. 272/1913 stabiliva che la domanda di ammissione doveva essere deliberata dal consiglio di amministrazione dell'emittente.

<sup>45</sup> Per gli enti morali l'art. 27, comma 1, n. 2, del r.d. n. 1068/1913 riteneva sufficiente "l'invio degli ultimi due bilanci".

ed una relazione particolareggiata contenente la storia finanziaria dell'emittente o del titolo. Quali requisiti specifici per l'ammissione a quotazione l'art. 12 della l. n. 272/1913, individuava inoltre:

- a) la regolarità della costituzione della società;
- b) la sussistenza di un capitale versato non inferiore a Lit. 600.000<sup>46</sup>;
- c) l'approvazione e la regolare pubblicazione dei bilanci di due esercizi annuali<sup>47</sup>;
- d) la nomina di un rappresentante dell'emittente, incaricato del servizio dei titoli, nella città sede della borsa in cui le azioni dovevano essere ammesse a quotazione<sup>48</sup>.

Una volta ricevuta la domanda di ammissione a quotazione, la Camera di commercio doveva darne notizia nel Bollettino degli annunci legali della provincia ed in sei tra i più diffusi giornali del Regno di città diverse, dei quali almeno uno della città sede della borsa<sup>49</sup>, entro cinque giorni dalla presentazione della domanda stessa e a spese dell'emittente.

Sempre entro cinque giorni dal giorno di ricevimento della domanda, la Camera di commercio era tenuta ad informare il Ministro di agricoltura, industria e commercio; l'art. 12, comma 1, n. 2, della l. n. 272/1913 stabiliva infatti che il provvedimento di ammissione a quotazione dovesse essere adottato con deliberazione motivata della Camera di commercio, previo parere favorevole della Deputazione di borsa e del Comitato degli agenti di cambio<sup>50</sup>, purché fosse intervenuta l'approvazione della deliberazione da parte del predetto Ministro<sup>51</sup> <sup>52</sup>. La

---

<sup>46</sup> A seguito dell'entrata in vigore dell'art. 2327 c.c., il capitale versato minimo doveva ritenersi fissato in Lit. 1.000.000.

<sup>47</sup> Tale condizione non era richiesta nel caso di società risultante da fusione di più altre, ciascuna delle quali avesse per suo conto adempiuto all'obbligo di regolare redazione e pubblicazione dei bilanci di due esercizi annuali.

<sup>48</sup> Per i titoli stranieri veniva altresì richiesto che essi fossero già ammessi alla quotazione di borsa nel Paese dove aveva sede l'emittente.

<sup>49</sup> Così l'art. 28 del r.d. n. 1068/1913, il quale stabiliva anche che l'annuncio doveva indicare "l'epoca della fondazione [dell'emittente], il capitale effettivamente versato, il valore nominale e quello venale dei titoli al momento della domanda, risultante da certificato peritale del Comitato direttivo degli agenti di cambio".

<sup>50</sup> Tale parere era quindi "parzialmente vincolante", in quanto i titoli non potevano essere ammessi a quotazione se la Deputazione di borsa ed il Comitato direttivo degli agenti di cambio si fossero espressi in senso contrario [L. BIANCHI D'ESPINOSA, voce «Borsa valori (organizzazione)», cit., p. 590].

<sup>51</sup> L'approvazione si intendeva concessa anche allorché nei cinque giorni successivi alla comunicazione al Ministro, effettuata dal presidente della Camera di commercio, della deliberazione favorevole all'ammissione alla quotazione adottata da quest'ultima, il Ministro non avesse espresso la propria contrarietà alla quotazione. Nell'eventualità in cui la deliberazione della Camera di commercio fosse

comunicazione da parte della Camera di commercio al Ministro della presentazione della domanda rispondeva dunque alla finalità di rendere edotto quest'ultimo dell'avvio della procedura di quotazione<sup>53</sup>.

Né la l. n. 272/1913, né i relativi provvedimenti di attuazione stabilivano invece specifiche regole alle quali i soggetti cui era riconosciuto il potere di intervenire, a vario titolo, nella procedura di ammissione (Camera di commercio, Deputazione di borsa, Comitato direttivo degli agenti di cambio, Ministro) dovevano attenersi per esprimere la loro valutazione sulla domanda di ammissione<sup>54</sup>.

Se è fuori dubbio che essi erano sicuramente tenuti a verificare la sussistenza dei requisiti sopra ricordati, nulla veniva però previsto circa l'eventuale necessità di un accertamento delle condizioni economiche, finanziarie e patrimoniali dell'emittente e neppure circa la diffusione del titolo tra i risparmiatori. Fu infatti soltanto con la delibera della Camera di commercio di Milano del 20 maggio 1960 che si introdusse la previsione secondo cui la società emittente era tenuta, al momento della presentazione della domanda di ammissione a quotazione, a fornire

---

stata assunta con il parere favorevole della Deputazione di borsa e del Comitato direttivo degli agenti di cambio, la predetta deliberazione doveva essere considerata provvisoriamente esecutiva, ancorché fosse "invalso l'uso, anche a seguito di raccomandazioni ministeriali, di attendere la conferma esplicita del ministero" (S. SOTGIA, *Quotabilità presso la borsa valori delle azioni di società - Ammissione e ritiro*, Milano, 1959, p. 12, testo e nota 1).

<sup>52</sup> Con riferimento al procedimento con cui si disponeva l'ammissione a quotazione si è ritenuto che avesse "natura, contenuto e portata amministrativa", ma si è escluso che tale procedimento potesse essere considerato un atto complesso, dato che solo con la delibera ministeriale di approvazione si produceva l'atto di ammissione a quotazione [S. SOTGIA, *Quotabilità presso la borsa valori*, cit., p. 10, secondo il quale l'approvazione ministeriale non esplicava alcuna influenza sulla regolarità della deliberazione della Camera di commercio, per cui se l'atto era illegittimo doveva "essere annullato, e in sede amministrativa e in sede giurisdizionale". Ciò in quanto nei confronti sia della deliberazione della Camera di commercio, sia del provvedimento ministeriale, potevano trovare applicazione, "in quanto compatibili con tali atti, (...) tutti (...) i principi operanti secondo il nostro sistema in ordine alla validità, efficacia, invalidità ed annullamento e revocabilità degli atti amministrativi" (p. 46)].

<sup>53</sup> L'iter procedurale ora delineato trovava una espressa deroga laddove si prevedeva che la Camera di commercio, su propria iniziativa, sentita la Deputazione di borsa, o su iniziativa di quest'ultima, udito in tale caso il Comitato direttivo, poteva deliberare che l'ammissione fosse limitata, seppur per un periodo di tempo circoscritto, alla negoziazione soltanto per contante (c.d. deliberazione di ammissione con effetti ristretti), sempreché fosse successivamente intervenuta, entro 5 giorni, l'approvazione del Ministro di agricoltura, industria e commercio e del Ministero del tesoro. Nell'eventualità in cui la deliberazione fosse stata adottata con il voto favorevole della Deputazione di borsa, essa era provvisoriamente esecutiva (art. 14, comma 5, l. n. 272/1913).

<sup>54</sup> La deliberazione della Camera di commercio, che doveva intervenire entro un mese dal ricevimento della domanda di ammissione, doveva essere motivata, mentre poteva anche non essere motivata la decisione di rigettare la domanda di ammissione a quotazione.

tutte le informazioni necessarie ad accertare un sufficiente grado di diffusione tra il pubblico dei titoli quotandi<sup>55 56</sup>.

Ulteriori lacune del complesso normativo introdotto con la l. n. 272/1913 riguardavano anche l'assenza di mezzi di tutela delle minoranze nella fase successiva all'ammissione<sup>57</sup>, anche in considerazione della possibilità per la Camera di commercio di adottare in via pienamente discrezionale il provvedimento di revoca dalla quotazione, ai sensi dell'art. 32 della l. n. 272/1913<sup>58</sup>. Norme dettagliate venivano invece dettate in tema di negoziazione dei titoli quotati

---

<sup>55</sup> Quest'ultima condizione si presumeva realizzata se, in base alle annotazioni riportate nel libro soci, risultava che i titoli quotandi erano stati offerti in pubblica sottoscrizione o vendita oppure se il 20% del capitale sociale era diffuso tra un congruo numero di azionisti.

<sup>56</sup> Va osservato che con la delibera della Camera di commercio di Milano del 20 maggio 1960 si stabilì anche che:

- la società emittente doveva essere costituita nella forma di società per azioni o di società in accomandita per azioni;
- la società emittente doveva avere un capitale sociale non inferiore a 500 milioni di lire ed un patrimonio netto risultante dal bilancio di almeno 1.500 milioni di lire;
- i bilanci degli ultimi due esercizi annuali dovevano aver registrato risultati positivi ed aver consentito la remunerazione del capitale.

Relativamente alla procedura di ammissione la delibera in esame disponeva inoltre che il Comitato direttivo degli agenti di cambio doveva certificare il valore venale unitario dei titoli di cui veniva richiesta la quotazione e che l'emittente doveva provvedere alla pubblicazione sul Foglio degli annunci legali della provincia in cui ha sede la borsa e su sei fra i più diffusi giornali nazionali di un avviso in cui dovevano essere riportati "i principali dati e le più importanti notizie relative alla società in generale, alla sua attività, all'importo del capitale sociale e del patrimonio, alla composizione del gruppo di maggioranza e/o di controllo, al valore nominale e venale del titolo azionario al momento della presentazione della domanda di ammissione alla quotazione, alla situazione finanziaria e ai risultati economici della società, all'amministrazione della stessa".

Va notato che, benché la delibera riguardasse la sola Borsa di Milano, si è sostenuto che, ciò nonostante, "essa, per l'autorevolezza della Borsa che la esprimeva, ha instaurato una prassi ed ha costituito un riferimento utile per i comportamenti di tutte le Borse del Paese" (A. ROSATI, *L'ammissione a quotazione ufficiale in borsa*, Milano, 1995, p. 6).

<sup>57</sup> Si vedano sul punto i rilievi di T. ASCARELLI, *Saggi di Diritto Commerciale*, Milano, 1955, p. 188; S. SOTGIA, *Quotabilità presso la borsa valori*, cit., p. 22.

<sup>58</sup> Sulla base della qualificazione della deliberazione della Camera di commercio come atto amministrativo si era tentato di limitare la discrezionalità della medesima, osservando che "in relazione al principio di *autotutela*, che certamente compete anche alle autorità amministrative che sono esplicitamente e positivamente incaricate della gestione delle Borse valori e degli atti ad essa riferite, consegue che sotto l'espressione generica di revoca possono comprendersi i provvedimenti di vera e propria «*eliminazione di ufficio*» sia per iniziativa dell'autorità, sia per iniziativa dell'ente sociale. Cause che possono portare alla revoca, intesa questa come annullamento per l'eliminazione dell'atto, potranno essere soprattutto quei difetti o vizi che portano ad una sua carenza di legittimità. Si avrà invece, che cause della revoca in senso tecnico, quale (...) cessazione della efficacia e operatività dell'atto, saranno soprattutto quelle consistenti in un vizio o difetto in ordine all'opportunità e convenienza dell'atto (S. SOTGIA, *Quotabilità presso la borsa valori*, cit., pp. 50-51).

nelle borse valori<sup>59</sup> e di formazione del listino di borsa (artt. 18-20, l. n. 272/1913 ed artt. 44-51, r.d. n. 1068/1913)<sup>60</sup>.

Per quanto concerne la vigilanza sul rispetto della disciplina legislativa, tale compito veniva attribuito non solo agli organi locali della borsa, ai quali, come si è visto, erano assegnate varie funzioni di controllo sul regolare svolgimento delle contrattazioni, ma anche ai Ministri di agricoltura, industria e commercio e del tesoro, i quali potevano ordinare "in ogni tempo di concerto ispezioni alle Borse di commercio e, sentita la Camera di Commercio, emanare i provvedimenti reputati di volta in volta necessari, secondo le speciali condizioni del mercato per assicurare il regolare andamento degli affari nelle singole Borse" (art. 2, l. n. 272/1913)<sup>61</sup>, nonché procedere, sentita la Camera di commercio, allo scioglimento sia della Deputazione di borsa che del Comitato direttivo degli agenti di cambio (art. 7, l. n. 272/1913)<sup>62</sup>.

L'assetto dei controlli sulle borse ora delineato venne tuttavia rivisto con il r. d. l. 30 giugno 1932, n. 815<sup>63</sup>, il cui art. 1<sup>64</sup>, adeguando la terminologia ai mutamenti che avevano interessato i vari soggetti coinvolti nell'attività di controllo sulle borse, attribuì formalmente il compito di vigilanza sulle borse valori al Ministro delle finanze<sup>65</sup>, ai Consigli provinciali dell'economia corporativa<sup>66</sup>, alle Deputazioni di borsa ed ai Comitati degli agenti di cambio. Oltre

---

<sup>59</sup> Gli artt. 14-17 della l. n. 272/1913 e gli artt. 19-33 del r.d. 1068/1913 dettavano disposizioni specifiche relativamente all'ingresso ed all'esclusione dalla borsa, all'orario ed alle modalità delle negoziazioni.

<sup>60</sup> Sul procedimento di formazione del listino si veda L. BIANCHI D'ESPINOSA, *I contratti di borsa. Il rapporto*, cit., p. 102 ss.

<sup>61</sup> La finalità della vigilanza sulle borse valori, così come delineata dalla l. n. 272/1913, sarebbe stata non tanto la tutela dell'interesse pubblico dei risparmiatori, quanto soprattutto la repressione dei comportamenti illeciti in grado di turbare il regolare andamento del mercato ufficiale (N. MARZONA, *L'amministrazione pubblica del mercato mobiliare*, Padova, 1988, pp. 159-164; L. TORCHIA, *Il controllo pubblico della finanza privata*, Padova, 1992, pp. 56-59).

<sup>62</sup> Con il decreto di scioglimento si disponeva la nomina di un commissario, il quale restava in carica per un periodo massimo di due mesi dalla data del decreto stesso, dato che entro tale termine si doveva procedere alla ricostituzione dell'ente disciolto.

<sup>63</sup> Pubblicato nella G.U. 18 luglio 1932, n. 164 e convertito in legge dalla l. 5 gennaio 1933, n. 118.

<sup>64</sup> Tale articolo è stato formalmente abrogato dall'art. 214, comma 1, lett. k), d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (c.d. Testo unico delle disposizioni in materia finanziaria, in seguito, per brevità, "TUF").

<sup>65</sup> Per l'esame dei trasferimenti di competenze in materia di borse valori che si sono avuti nel corso del tempo si rinvia a quanto osservato in precedenza nella nota 28.

<sup>66</sup> Come si è già avuto modo di osservare, le Camere di commercio furono dapprima soppresse con la l. 18 aprile 1926, n. 731, che le trasformò in un primo momento nei Consigli provinciali dell'economia corporativa, per essere quindi ricostituite con il d.l. lt. 21 settembre 1944, n. 315.

all'intervento formale, l'art. 1 introdusse, invero, anche disposizioni di carattere sostanziale, riconoscendo espressamente al Ministero delle finanze il potere di "ordinare ispezioni"<sup>67</sup> ed emanare i provvedimenti necessari per assicurare il regolare andamento del mercato dei valori", nonché la facoltà "di delegare presso le singole borse un proprio funzionario"<sup>68</sup>.

L'attribuzione ad organismi pubblici, quali erano le Camere di commercio, delle funzioni di promozione dell'istituzione di nuove borse valori, di ammissione alla quotazione e di revoca dalla quotazione, di gestione ed organizzazione delle negoziazioni, nonché il riconoscimento all'Esecutivo, operato dal sopra citato art. 1 del r.d.l. n. 815/1932, del potere di adottare i provvedimenti ritenuti opportuni per il regolare andamento delle negoziazioni nelle singole borse, contribuirono a diffondere il convincimento che il modello di mercato disegnato dal legislatore del 1913 fosse caratterizzato in senso fortemente pubblicistico<sup>69</sup>.

### 1.2 La riforma del 1974

Il modello "pubblicistico" accolto dalla l. n. 272/1913 non pare essere stato peraltro

---

<sup>67</sup> Nel quarto comma del medesimo art. 1 si precisava, inoltre, che i funzionari del Ministero delle finanze incaricati delle ispezioni e della vigilanza potevano, se ne riconoscevano l'opportunità, eseguire indagini e verifiche presso istituti o ditte che effettuavano normalmente operazioni di borsa "allo scopo di accertare la regolarità delle operazioni stesse".

<sup>68</sup> Il delegato poteva a sua volta intervenire alle riunioni di borsa, presiedere la commissione incaricata della formazione dei listini, assistere alle sedute della Deputazione di borsa e del Comitato degli agenti di cambio senza voto deliberativo, nonché esercitare facoltà ispettive sull'operato degli agenti di cambio (art. 1, comma 3, r.d.l. n. 815/1932).

<sup>69</sup> Sostanzialmente isolata è rimasta la tesi che riconosceva alle singole borse la personalità giuridica (così M. ROTONDI, *La borsa valori ed i suoi organi*, in *Riv. dir. comm.*, 1949, I, p. 417), anche in considerazione del fatto che essa non trovava alcuna rispondenza nelle norme, nelle quali non era dato rinvenire alcuna disposizione che "consentisse di riferire direttamente alla borsa rapporti giuridici, poteri, facoltà, ecc." [L. BIANCHI D'ESPINOSA, voce «Borsa valori (organizzazione)», cit., p. 587, il quale osservava inoltre che sarebbe stato quanto meno singolare che un ente istituzionalmente deputato all'organizzazione di un mercato fosse poi amministrato da un altro soggetto (la Camera di commercio) che doveva avere come compito istituzionale l'organizzazione di un mercato].

La tesi che negava la possibilità di qualificare come persona giuridica della borsa era condivisa, tra gli altri, anche da A. SIERRA, voce «Borsa valori I) Diritto commerciale», cit., p. 3, nonché da R. CORRADO, voce «Borsa (borsa valori)», cit., p. 528, il quale riteneva tuttavia possibile riconoscere nelle borse valori "situazioni giuridiche autonome".

Anche quest'ultima tesi fu oggetto di critiche, le quali facevano perno essenzialmente sulla circostanza che "le autorità preposte alle borse (agenti di cambio, deputazione, comitato direttivo), chiamati soltanto impropriamente «organi della borsa», (...) [agivano] sempre in proprio ed (...) [avevano] poteri ed attribuzioni proprie, non riferibili in alcun modo ad un ente «borsa»" [L. BIANCHI D'ESPINOSA, voce «Borsa valori (organizzazione)», cit., p. 590].



abbandonato neppure dalle importanti modifiche introdotte dal d. l. 8 aprile 1974, n. 95, così come convertito in legge dalla l. 7 giugno 1974, n. 216, e dalle relative norme di attuazione, rappresentate in particolare dal d.p.r. 31 marzo 1975, n. 138<sup>70</sup>.

A differenza delle variazioni che pur erano state apportate negli anni successivi all'emanazione della l. n. 272/1913, le modifiche introdotte nel 1974 non riguardarono singoli profili della disciplina delle borse valori, ma interessarono l'organizzazione e la vigilanza dei mercati mobiliari, ossia la struttura portante del sistema normativo<sup>71</sup>.

Con l'emanazione della l. n. 216/1974 venne istituita la Commissione nazionale per le società e la borsa (Consob), cui furono assegnate le "competenze relative al funzionamento delle borse finora attribuite al Ministero del tesoro<sup>72</sup>".

---

<sup>70</sup> Tale decreto fu emanato in attuazione della delega contenuta nell'art. 2, lettere c) e d) della l. n. 216/1974, la quale consentiva al Governo di emanare entro il 31 marzo 1975 uno o più decreti, su proposta del Presidente del consiglio dei Ministri di concerto con i Ministri per la grazia e la giustizia, per il tesoro, per le finanze, per il bilancio e la programmazione economica e per l'industria, il commercio e l'artigianato, sentito il parere, da esprimersi entro il 45° giorno successivo alla richiesta, di una Commissione parlamentare composta da 15 deputati e 15 senatori, nominati entro un mese dalla data di pubblicazione della legge nella Gazzetta Ufficiale dai Presidenti delle rispettive assemblee. In particolare, l'art. 2, comma 1, lett. c) e d) consentiva l'emanazione di disposizioni dirette a:

- a) "coordinare con le attribuzioni della Commissione le norme concernenti l'organizzazione e il funzionamento delle borse valori e l'ammissione dei titoli a quotazione, provvedendo a trasferire alla Commissione la titolarità dei poteri e correlative facoltà di decentramento, delle attribuzioni (...) spettanti in materia alle camere di commercio e alle autorità locali di borsa, dettando le relative norme di attuazione";
- b) "coordinare con le forme di controllo ed ispezione previste dal decreto-legge 8 aprile 1974, n. 95, nel testo risultante dall'art. 1 della presente legge, quelle della legislazione vigente, in modo da evitare, in particolare, duplicazioni ed interferenze con le disposizioni per la difesa del risparmio e l'esercizio della funzione creditizia, nonché quelle relative alle attribuzioni del Ministero delle partecipazioni statali".

<sup>71</sup> L'esigenza di una profonda rimeditazione della disciplina dei mercati finanziari era dettata essenzialmente dall'introduzione di nuovi prodotti finanziari (F. MERUSI, *Considerazioni generali sulle autorità indipendenti*, in AA.VV., *Mercati e amministrazioni indipendenti*, a cura di F. Bassi e F. Merusi, Milano, 1993, p. 155), nonché dal progressivo riconoscimento, anche alla luce del disposto dell'art. 47 Cost., del ruolo fondamentale svolto dal risparmio per il corretto funzionamento del sistema economico, riconoscimento che ha comportato la necessità di procedere ad una rilettura delle norme concernenti la disciplina dei mercati finanziari (F. FRANCARIO, *Sub art. 74*, in AA.VV., *Testo Unico della Finanza (d. lg. 24 febbraio 1998, n. 58)*, a cura di G.F. Campobasso, vol. I, Torino, 2002, p. 627).

<sup>72</sup> Va osservato che l'art. 2, lett. h), del d.l. n. 95/1974 attribuiva alla Consob le competenze riconosciute in precedenza al Ministro del tesoro in ordine al funzionamento dell'intero mercato mobiliare, mentre con l'art. 1/3 della l. n. 216/1974 il trasferimento alla Consob delle attribuzioni spettanti allo stesso venne limitato alle competenze inerenti al funzionamento delle borse.

La modifica operata dalla legge di conversione rispetto all'impostazione iniziale contenuta nel decreto legge, volta a non privare il Ministro del tesoro di qualsiasi potere di ingerenza nella disciplina del mercato mobiliare, trovava peraltro un'esplicita conferma non solo nell'art. 7, comma 3, del d.p.r. n. 138/1975, il quale manteneva ferma la competenza del Ministro del tesoro ad emanare, con riferimento al mercato nazionale dei valori mobiliari, i provvedimenti ritenuti necessari per finalità di politica

Alla Consob vennero inoltre riconosciuti sia compiti concernenti l'organizzazione<sup>73</sup> ed il controllo sul funzionamento delle singole borse [art. 1/3, lett. e), f), g), l. n. 216/1974], sia il potere di disporre "l'ammissione d'ufficio alla quotazione in una o più borse di titoli abitualmente e largamente negoziati emessi da società ed enti che abbiano i requisiti prescritti" [art. 1/3, lett. d)], nonché il potere di proporre al Ministro per il tesoro, sentita la Camera di commercio competente per territorio ed il Consiglio nazionale degli ordini degli agenti di cambio, l'istituzione delle borse valori<sup>74</sup>.

---

economica (su quest'ultimo punto si veda G. ROSSI, *Strutture di governo e di garanzia del mercato borsistico*, in *Rass. parl.*, 1982, p. 22), ma anche in varie altre disposizioni del medesimo decreto presidenziale (ad esempio, nell'art. 12, il quale conferiva al Ministro del tesoro il potere di nominare i componenti della Deputazione di borsa e di promuoverne lo scioglimento, e nell'art. 13, che gli riconosceva compiti in ordine alla determinazione numerica per ciascuna borsa, nonché poteri per l'adozione di provvedimenti nei confronti degli agenti di cambio in caso di irregolarità da questi compiute o in caso di situazioni di incompatibilità professionale).

L'originario art. 1/3, comma 2, della l. n. 216/1974 disponeva inoltre che gli atti amministrativi mediante i quali la Consob esercitava i compiti di ammissione alla quotazione d'ufficio dei titoli abitualmente e largamente negoziati [art. 1/3, comma 1, lett. d), l. n. 216/1974], di determinazione del calendario di borsa unico per tutte le borse valori [art. 1/3, comma 1, lett. e), l. n. 216/1974] e di individuazione, in via generale o per singole borse, dei requisiti per l'ammissione alla quotazione in borsa [art. 1/3, comma 1, lett. f), l. n. 216/1974], dovevano essere resi esecutivi con decreto del Ministro del tesoro, al quale veniva in tal modo riconosciuto il potere di verificare la legittimità di tali atti (così G. LANDI, *Consob*, in *Riv. soc.*, 1975, p. 14). Tale previsione venne tuttavia abrogata dalla l. n. 281/1985.

<sup>73</sup> L'art. 1/3, comma 1, lett. f), della l. n. 216/1974 e l'art. 9 del d.p.r. n. 138/1975 attribuivano in particolare alla Consob il potere di individuare, anche per singole borse, i tipi di contratti ammessi. A tale riguardo la relazione della Commissione parlamentare alla l. n. 216/1974 precisava, peraltro, che tale potere non poteva comunque essere interpretato nel senso di riconoscere in capo all'Autorità di vigilanza la facoltà di "stabilire nuove e diverse forme di contrattazione nelle negoziazioni di borsa, immutando disposizioni ed istituti regolati dalla legislazione vigente". La Consob poteva quindi soltanto limitarsi ad "individuare, tra i tipi di contratto in atto regolati dalla legge, quelli (...) ammessi in via generale, cioè in tutte le Borse, o in particolare in alcune di esse".

<sup>74</sup> L'istituzione delle borse valori doveva essere comunque disposta con decreto del Presidente della Repubblica, su proposta del Ministro del tesoro (art. 5, d.p.r. n. 138/1975).

Il terzo comma di tale articolo prevedeva per la revoca del decreto istitutivo delle borse una procedura analoga a quella disposta per l'istituzione; anche la revoca doveva quindi essere disposta mediante emanazione di un decreto del Presidente della Repubblica, adottato su proposta del Ministro del tesoro, previo parere non obbligatorio della Camera di commercio e del Comitato direttivo degli agenti di cambio, se tale parere era richiesto per l'istituzione della borsa.

Presupposto per l'emanazione del decreto di revoca era la circostanza che non fosse "più ravvisata l'utilità in relazione alle esigenze del mercato mobiliare nazionale" e, proprio movendo da quest'ultima norma, autorevole dottrina era giunta alla conclusione che il provvedimento con cui si poteva procedere all'istituzione di una nuova borsa, ai sensi dell'art. 5, commi 1 e 2, del d.p.r. n. 138/1975, avrebbe dovuto essere adottato "tenendo conto delle esigenze economiche del mercato mobiliare nazionale, ossia sulla base di un bisogno del sistema finanziario valutato alla stregua di un controllo strutturale del mercato stesso" (R. COSTI, *Verso la riforma dei mercati regolamentati*, in *Banca, impr., soc.*, 1996, p. 206).

Con l'art. 1 del d.p.r. n. 138/1975 si operò poi il trasferimento, sempre alla Consob, "della titolarità dei poteri e delle attribuzioni relativi all'organizzazione ed al funzionamento delle borse valori nonché all'ammissione dei titoli a quotazione spettanti alle Camere di commercio, industria, artigianato e agricoltura, alle deputazioni di borsa, ai comitati direttivi degli agenti di cambio e ai loro presidenti". In tal modo le Camere di commercio vennero private non solo dei poteri relativi alla formulazione delle proposte in ordine all'istituzione di nuove borse valori, ma anche delle competenze concernenti l'ammissione dei titoli alla quotazione, la revoca della quotazione e la regolamentazione delle singole borse.

Con riferimento all'attività di organizzazione delle borse, l'art. 2, comma 1, del d.p.r. n. 138/1975 mantenne tuttavia a carico delle Camere di commercio il dovere di provvedere, d'intesa con la Deputazione di borsa, al locale delle riunioni e a tutto il personale occorrente per il funzionamento sia di quest'ultima, sia del Comitato direttivo degli agenti di cambio, nonché, l'attribuzione, sempre alle Camere di commercio, di particolari compiti amministrativi di cui esse erano già in precedenza titolari, quali la conservazione di documenti<sup>75</sup>, il rilascio delle tessere personali di ingresso in borsa e degli estratti o dei certificati autentici relativi ai listini dei prezzi, la richiesta al competente ufficio giudiziario dei certificati di cui all'art. 8, ultimo comma, l. n. 272/1913<sup>76</sup>.

Anche le competenze delle Deputazioni di borsa vennero ad essere profondamente modificate<sup>77</sup>: ad esse furono infatti sottratti i compiti di vigilanza e di polizia sul regolare funzionamento della borsa, mentre vennero conservate alcune funzioni minori, come il potere di procedere all'amichevole composizione, su concorde richiesta delle parti, delle controversie insorte in conseguenza di affari conclusi in borsa (art. 3, comma 1, n. 1, d.p.r. n. 138/1975<sup>78</sup>) o

---

<sup>75</sup> L'art. 2, comma 1, nn. 2, 3 e 6, del d.p.r. n. 138/1975 stabiliva che fossero le Camere di commercio a provvedere, rispettivamente, alla conservazione dei libri degli agenti defunti, interdetti o cancellati dal ruolo, alla conservazione delle procure speciali dei rappresentanti degli agenti di cambio ed alla conservazione dei listini originali dei prezzi.

<sup>76</sup> Si trattava dei certificati penali relativi ai soggetti che non potevano entrare in borsa (falliti, condannati per delitti contro la fede pubblica o contro la proprietà, per peculato, concussione, corruzione, sottrazione da luoghi di pubblico deposito, falsa testimonianza e calunnia; coloro che erano stati esclusi dai locali di borsa dalla Deputazione ai sensi dell'art. 9 della l. n. 272/1913).

<sup>77</sup> L'art. 12, comma 1, del d.p.r. n. 138/1975 modificò altresì la procedura di nomina dei membri della Deputazione, prevedendo che spettasse alla Consob, sentita la Camera di commercio, proporre al Ministro per il tesoro la nomina dei membri titolari e supplenti, in precedenza proposti dalla Camera di commercio.

<sup>78</sup> La disposizione stabiliva che la Deputazione di borsa dovesse provvedere in materia di amichevole componimento di tali controversie, salvo che, sempre su concorde richiesta delle parti, l'amichevole

il compito di autorizzare il Comitato direttivo degli agenti di cambio in ordine alla liquidazione immediata delle insolvenze notorie od accertate prima della liquidazione mensile (art. 3, comma 1, n. 4, d.p.r. n. 138/1975).

Restarono inoltre a carico delle Deputazioni, seppur con alcune modifiche, il potere di denunciare al tribunale competente le insolvenze, a norma dell'art. 6 della l. n. 272/1913<sup>79</sup>, e di comunicare le stesse alla Consob, comprese quelle per le quali fosse intervenuto amichevole componimento<sup>80</sup> (art. 3, comma 1, n. 2, d.p.r. n. 138/1975), nonché i compiti di tenere l'albo degli esclusi dalla borsa previsto dall'art. 21 del r.d. 1068/1913<sup>81</sup> e di comunicare l'albo stesso a tutte le borse (art. 3, comma 1, n. 3, d.p.r. n. 138/1975).

Variazioni si ebbero pure relativamente ai compiti del Comitato direttivo degli agenti di cambio, le cui competenze, individuate dall'art. 4 del d.p.r. n. 138/1975, riguardarono essenzialmente l'amministrazione dei fondi individuali e del fondo comune degli agenti di cambio; la liquidazione immediata delle insolvenze notorie o formalmente accertate prima della liquidazione mensile; l'esecuzione degli atti e degli adempimenti relativi al procedimento di liquidazione coattiva dei contratti di borsa ex art. 12 del r.d.l. n. 815/1932; la comunicazione giornaliera delle quotazioni dei consolidati e dei cambi al Ministero del tesoro e alla Consob; il deposito presso la Camera di commercio dei libri degli agenti di cambio cessati.

---

componimento fosse stato deferito al Comitato direttivo degli agenti di cambio a norma dell'art. 32 della l. n. 272/1913, e quindi riconosceva una competenza alternativa e concorrente ai due organi di borsa. Come è stato osservato (M. BONADUCE, *La deputazione di borsa*, cit., p. 62), veniva in tal modo definitivamente superata ogni questione relativa alla priorità dei due organi nell'esercizio delle funzioni arbitrali ed alla possibilità di conflitti tra di essi che erano state sollevate in sede di esegesi degli artt. 5 e 32, comma 1, n. 3, della l. n. 272/1913.

<sup>79</sup> Si trattava più precisamente della denuncia al tribunale competente delle insolvenze verificatesi in borsa relativamente alle quali, entro quattro giorni dal loro manifestarsi, non fosse intervenuto un amichevole componimento con tutti i creditori. Con la suddetta denuncia si consentiva dunque al tribunale di venire a conoscenza del fatto che un operatore di borsa non aveva fatto fronte ai propri obblighi contrattuali e quindi di promuovere, ricorrendone i presupposti, la dichiarazione di fallimento.

<sup>80</sup> Rispetto all'obbligo di denuncia al tribunale di cui alla prima parte del medesimo art. 3, comma 1, n. 2, del d.p.r. n. 138/1975, il dovere di comunicazione nei confronti della Consob rispondeva all'esigenza di permettere a quest'ultima di esercitare le funzioni di vigilanza che le erano attribuite [così A. SERRA, voce «Borsa valori 1) Diritto commerciale», cit., p. 7].

<sup>81</sup> La tenuta dell'albo degli esclusi era, nel sistema normativo originario, da porre in relazione con i poteri che la l. n. 272/1913 riconosceva alla Deputazione in tema di ordinato svolgimento delle operazioni in borsa (c.d. poteri di polizia di borsa). Tra tali poteri era ricompresa anche la facoltà di escludere e riammettere i soggetti menzionati nell'art. 9 della l. n. 272/1913, ma, a seguito delle modifiche introdotte dalla l. n. 216/1974, si è ritenuto che la competenza della Deputazione in ordine all'ammissione od alla riammissione dei suddetti soggetti potesse trovare il proprio fondamento soltanto in una delega di poteri da parte della Consob, ai sensi dell'art. 1, comma 4, del d.p.r. n. 138/1975.

Passando ad esaminare i requisiti e la procedura di ammissione alla quotazione, va osservato che, a differenza della maggior parte dei progetti che nel corso della seconda metà degli anni Sessanta e nei primi anni Settanta furono predisposti per la riforma delle società per azioni e del mercato mobiliare, la normativa primaria non conteneva alcuna disposizione specifica al riguardo.

L'art. 8, comma 2, del d.p.r. n. 138/1975 stabiliva infatti che fosse la Consob a determinare "in via generale o per singole borse, sentiti in quest'ultimo caso la deputazione di borsa e il comitato direttivo degli agenti di cambio, i requisiti per l'ammissione su domanda e d'ufficio, anche per categorie di titoli o di emittenti, con particolare riguardo al minimo di capitale o di patrimonio netto richiesto, al grado di diffusione dei titoli fra il pubblico ed alla loro redditività"<sup>82 83</sup>.

L'art. 8, comma 3, del d.p.r. n. 138/1975 demandava inoltre alla Consob anche l'incarico di determinare "in via generale le modalità di presentazione delle domande e le relative forme di pubblicità, i documenti e gli elementi informativi che (...) [dovevano] essere forniti dagli enti richiedenti in allegato alla domanda e quelli che (...) [avrebbero dovuto] essere resi pubblici prima delle negoziazioni di borsa, fissando le modalità della trasmissione e quelle della pubblicazione".

Sulla domanda di ammissione la Commissione era tenuta a pronunciarsi con provvedimento motivato, previo parere della Deputazione di borsa e del Comitato direttivo degli agenti di cambio competenti, una volta accertata "la ricorrenza delle condizioni di legge, la sussistenza dei requisiti richiesti e l'osservanza degli adempimenti previsti" nei regolamenti emanati dalla stessa Consob (art. 8, comma 4, d.p.r. n. 138/1975).

Dal raffronto tra la disciplina delle borse valori contenuta nella l. n. 272/1913 e quella risultante dalla l. n. 216/1974 emerge peraltro chiaramente che, sia per quanto riguardava la regole inerenti all'ammissione a quotazione, sia per ciò che atteneva, più in generale, all'organizzazione ed al funzionamento delle borse valori, le innovazioni introdotte dalla

---

<sup>82</sup> Nell'esercizio di tale potere regolamentare veniva riconosciuta la facoltà alla Consob "di stabilire che, ai fini dell'ammissione a quotazione, il bilancio almeno dell'ultimo esercizio annuale della società emittente (...) [fosse] certificato a norma dell'art. 4, comma 2, del decreto del presidente della repubblica 31 marzo 1975, n. 136".

<sup>83</sup> Sulla potestà riconosciuta alla Consob di emanare regolamenti si vedano, tra gli altri, M.S. GIANNINI, *Consob*, in AA.VV., *Consob. L'istituzione e la legge penale*, Milano, 1987, p. 57 ss.; S. NICODEMO, *Gli atti normativi delle autorità indipendenti*, Padova, 2002; A. PEDRIERI, *La posizione della Consob nell'apparato amministrativo*, in AA.VV., *Consob. L'istituzione e la legge penale*, cit., p. 214 ss.

riforma del 1974 furono indubbiamente rilevanti, così come sicuramente ancor più importante fu l'introduzione di disposizioni specifiche per le società quotate<sup>84</sup>, in tema sia di informazione al pubblico anche post-quotazione, sia di norme specifiche per le società le cui azioni erano ammesse a quotazione in borsa.

A livello strutturale le modifiche ora ricordate hanno tuttavia determinato soltanto il mutamento della "architettura degli organi pubblici preposti al controllo della borsa", non incidendo sull'impostazione di fondo delle regole di funzionamento dei mercati azionari e fornendo solo parziale soluzione ai principali problemi che, come aveva dimostrato l'esperienza di quegli anni, affliggevano i mercati mobiliari italiani, ovvero la fuga dalla borsa ed il monopolio degli agenti di cambio<sup>85</sup>.

Non a caso neppure tre anni dopo l'emanazione della l. n. 216/1974 il legislatore fu chiamato ad intervenire nuovamente in materia di mercati mobiliari con la l. 23 febbraio 1977, n. 49.

### 1.3 L'istituzione del Mercato ristretto

Nel corso degli anni Sessanta e nella prima metà degli anni Settanta del XX secolo, accanto al mercato ufficiale di borsa si erano andati sviluppando mercati non ufficiali nei quali venivano trattati titoli non ammessi alla quotazione ufficiale (i c.d. mercatini).

La presenza di tali sistemi di negoziazione diede luogo ad una serie di problemi riguardanti, tra l'altro, la stessa legittimità degli scambi che vi avvenivano, nonché la possibilità per gli agenti di cambio di svolgervi attività di intermediazione<sup>86</sup>.

---

<sup>84</sup> Con la l. n. 216/1974 vennero attribuiti alla Consob anche rilevanti poteri volti a favorire l'informazione del pubblico circa dati e notizie relativi ad enti e società quotate: con l'art. 3, lett. a), si riconobbe alla Commissione il potere di richiedere ad enti e società quotate in borsa la diffusione "nei modi e nei termini da essa stabiliti, [di] dati e notizie necessari per l'informazione del pubblico e, in caso di inottemperanza, di provvedervi direttamente a spese dell'emittente", nonché di rendere pubblico l'inadempimento, da parte dell'emittente, di qualsiasi obbligo derivante "dall'ammissione di propri titoli alla quotazione ufficiale di borsa" [art. 3, lett. b)]. Al fine di consentire la verifica della correttezza dei dati forniti al mercato si introdusse inoltre la facoltà per la Consob di richiedere ad enti e società quotate in borsa la comunicazione e la trasmissione, anche periodica, di dati e notizie, di atti e documenti e di disporre ispezioni [art. 3, lett. c)].

<sup>85</sup> G. CASTELLANO, *Relazione* presentata alla tavola rotonda sui Problemi attuali delle borse valori, organizzata presso l'Università statale di Milano nei giorni 4 e 5 aprile 1975, in *Giur. comm.*, 1975, I, p. 648.

<sup>86</sup> Benché la l. n. 272/1913 ed i relativi provvedimenti di attuazione non prevedessero, almeno espressamente, obblighi di concentrazione delle negoziazioni relative a strumenti finanziari nelle borse di commercio, né siffatti obblighi fossero contenuti nella l. n. 216/1974, nella l. n. 49/1977 o in altre

disposizioni normative, la Corte di Cassazione, sez. VI pen., con la sentenza del 7 marzo 1975, n. 578, riportata in *Giur. comm.*, 1976, II, p. 17 ss., con nota di G. INSOLERA, *Profili di responsabilità penale del Presidente del Comitato direttivo degli agenti di cambio*, aveva sostenuto che doveva essere considerata "vietata la creazione di qualsiasi libera istituzione diversa dalla Borsa ed avente - al pari di questa - lo scopo di negoziare titoli e valori".

A tale conclusione la Corte era arrivata partendo innanzi tutto dal combinato disposto degli artt. 9, comma 1, della l. n. 272/1913 e 20, comma 2, del r. d. n. 1068/1913, che imponeva alla Deputazione di borsa di escludere dai locali di borsa sia coloro che partecipavano a riunioni fuori borsa per la negoziazione di titoli e valori, sia gli agenti di cambio che partecipavano alle predette riunioni o facevano operazioni per conto delle persone che partecipavano a riunioni fuori borsa per la negoziazione di titoli e valori.

Inoltre, secondo il S.C., l'esistenza del divieto di istituire mercati finanziari diversi dalla borsa era confermata dalla norma contenuta nell'art. 1 del r. d. n. 1068/1913, a tenore del quale non solo si doveva riservare la denominazione di "Borsa di commercio", "Borsa valori", "Mercato dei valori" od altra analoga alle borse istituite ai sensi dell'art. 1 della l. n. 272/1913, ma si doveva altresì ritenere vietata la formazione di listini di prezzi.

L'interpretazione dell'estensione di questo divieto era tutt'altro che univoca; secondo un primo orientamento, invero, tale norma era volta a precludere "la formazione di una quotazione potenzialmente capace di attenuare l'interesse alla quotazione ufficiale e di creare, così, un minore incentivo all'ammissione alle quotazioni ufficiali e, alla fine, un fattore di diserzione e discredito del mercato ufficiale", per cui sarebbe stato da escludere che il suddetto divieto potesse essere limitato alla formazione dei listini dei prezzi dei titoli quotati in borsa (A. DALMARTELLO, *Gli agenti di cambio e i cosiddetti «mercantini»*, in *Giur. comm.*, 1975, I, pp. 157-158).

A tale conclusione si era obiettato che essa avrebbe comportato "effetti decisamente eccessivi, sol che si consideri che la normativa del 1913 si applica (almeno in parte) anche alle borse merci (v. la legge 30 maggio 1950, n. 374; l'art. 2 della legge 21 marzo 1958, n. 253 e gli artt. 23, 27, 29 ecc. della legge n. 272/1913) (...); dall'adesione alla stessa discenderebbe l'anacronistica conseguenza che sarebbe interdotta la pubblicazione dei prezzi di qualsiasi bene, anche non trattato nel mercato ufficiale (autoveicoli, francobolli, ecc.)" (V. MEZZACAPO, *Il mercato secondario organizzato dei titoli emessi o garantiti dallo Stato*, Quaderno n. 18 della Consulenza legale della Banca d'Italia, Roma, 1988, p. 14).

Anche in dottrina si era peraltro giunti al risultato di considerare riservata quantomeno l'istituzione di nuovi mercati. Si era infatti rilevato che mentre "la negoziazione è sostanzialmente libera (e trova invero limitazioni - meramente estrinseche - qualora avvenga in mercati regolamentati), ciò non può sempre affermarsi con riguardo alla prestazione dei servizi di mediazione. Nell'ordinamento vigente non c'è in verità una norma di legge che consideri espressamente la mediazione su valori mobiliari. Nondimeno particolari e complessi sistemi di mediazione detti «borse» e «mercati ristretti» trovano apposita disciplina di legge (rispettivamente l. 272/1913 e l. 49/1977) quanto ad istituzione (e soppressione), amministrazione e vigilanza. L'attribuzione all'autorità pubblica della decisione circa l'inizio o la cessazione dell'attività di mediazione organizzata svolgentesi attraverso i mercati ufficiali e della gestione dei servizi relativi al funzionamento del mercato pare escludere dalla disponibilità dell'autonomia privata la creazione di borse e di mercati ristretti. Posto però che la legge non definisce «borse» e «mercato ristretto», ossia l'oggetto della riserva, e pone invece cogenti norme circa le modalità di svolgimento delle relative riunioni ufficiali, rimane alla lettera oscuro l'ambito della riserva e in particolare se la suddetta tipologia di mercati ufficiali sia esclusiva di altri sistemi di mediazione, magari realizzati in modo tecnicamente diverso. A ben vedere, il silenzio del legislatore del 1913 circa il significato di «borsa» non può che rinviare alla legislazione precedente. Il codice di commercio del 1882 (r.d. 31 ottobre 1882) non definiva né disciplinava le borse, limitandosi invero nell'art. 2 a rinviare per la disciplina di esso e degli altri «istituti che servono al commercio» a leggi e regolamenti. E d'altronde neppure il regolamento per l'esecuzione del codice di commercio 1882, pur ponendo la disciplina delle borse di commercio (rimasta in vigore fino alla legge 272/1913), ne forniva una definizione. Tali normative presupponevano la definizione data dal codice di commercio del 1865 [sulla quale vedi *supra* par. 1.1]. Oggetto della riserva è quindi la riunione: la legge riserva allo Stato l'istituzione di riunioni, ossia il diritto di organizzare riunioni per mettere in relazione acquirenti e venditori di valori mobiliari.

La l. n. 216/1974, come si è avuto modo di rilevare, non affrontava tali aspetti ed il compito di dare una risposta alle predette problematiche fu affidato alla l. n. 49/1977, con la quale venne prevista la possibilità per la Consob di autorizzare, con apposito regolamento, "lo svolgimento in pubbliche riunioni del mercato ristretto per la negoziazione dei titoli non ammessi alla quotazione ufficiale presso le borse valori, sentiti la camera di commercio, industria, agricoltura e artigianato e il Consiglio nazionale degli ordini degli agenti di cambio" (art. 1, comma 1, l. n. 49/1977)<sup>87</sup>, nonché di stabilire, nel medesimo regolamento, "le disposizioni necessarie per il funzionamento delle riunioni e per la relativa vigilanza" (art. 2, comma 1, l. n. 49/1977)<sup>88</sup>.

---

L'attività riservata è la mediazione volta alla conclusione di un numero indeterminato di affari su valori mobiliari, a tal fine svolta con professionalità ed in forma organizzata. Le regole previste dalla legge per lo svolgimento delle riunioni organizzate dallo Stato non escludono dall'ambito della riserva riunioni realizzate tramite diversi strumenti tecnici o svolgentisi secondo diverse modalità di negoziazione. Le norme riguardanti le modalità di negoziazione sembrano invece di tipo organizzatorio, fissano cioè modalità cogenti di svolgimento dell'attività riservata: posto che l'attività considerata è riservata al potere pubblico, essa deve svolgersi secondo le regole fissate dalla legge. L'asta (o la negoziazione multilaterale) non è oggetto di riserva, ma è la regola tecnica che la legge indica per l'organizzazione dell'attività riservata. Ogni altra interpretazione svuoterebbe il potere pubblico di istituzione e disciplina dei mercati ufficiali. Ciò vale anche per le regole per l'ammissione dei titoli alla quotazione, le quali servono solo a selezionare i valori mobiliari che possono essere negoziati con le modalità previste dalla legge per le riunioni ufficiali, non a delimitare l'oggetto della riserva. Per i valori mobiliari non quotati in borsa, sui quali altrimenti sarebbe vietato organizzare riunioni, è ammessa la riunione organizzata solo nel mercato ristretto secondo la disciplina posta dalla l. 49/1977 e del relativo regolamento applicativo" (V. VULPETTI, *Profili istituzionali del c.d. "Mercato secondario dei Titoli di Stato"*, Quaderni CERADI Serie «Ricerche» n. 27, Roma, 1991, pp. 32-39; ma vedasi già, in termini molto simili, C. MOTTI,  *Mercati fuori borsa, nuovi mercati: il caso del mercato secondario dei titoli di stato*, in AA.VV., *Le attività finanziarie. I controlli*, a cura di G. Minervini, Bologna, 1990, p. 330 ss.).

Altra parte della dottrina era dell'avviso che la possibilità di negoziare i titoli al di fuori della borsa dovesse essere considerata una conseguenza necessaria del "principio generale del nostro ordinamento in materia di libertà di iniziativa privata, sulla quale lo Stato può intervenire per limitarla, solo in casi espressamente previsti dalla legge, per lo più dettati da esigenze generali di tutela dei contraenti e di governo del mercato (art. 41 Cost. e art. 1322 c.c.)" (così S. SCOTTI CAMUZZI, *Liceità di terzi mercati di valori mobiliari*, in *Riv. soc.*, 1988, p. 349; V. MEZZACAPO, *Il mercato secondario organizzato*, cit., p. 10).

Secondo una tesi intermedia, infine, si doveva distinguere tra strumenti finanziari quotati e strumenti finanziari non quotati, posto che solo per i primi potevano ritenersi operanti il divieto di formazione dei listini di prezzi ed il divieto posto a carico degli agenti di cambio di partecipare o di eseguire operazioni per conto di soggetti che partecipavano a tali riunioni, previsti dalle ricordate norme del r. d. n. 1068/1913 [P. SCHLESINGER, *Se gli agenti di cambio possano partecipare alle contrattazioni nei cosiddetti «mercatini»*, in *Giur. comm.*, 1975, I, p. 591, secondo il quale la ratio di tali norme doveva essere individuata nell'esigenza di vietare la formazione di mercati paralleli a quello di borsa, senza peraltro giungere ad imporre che tutte le negoziazioni aventi ad oggetto titoli quotati dovessero necessariamente transitare in borsa].

<sup>87</sup> L'art. 1 del regolamento emanato dalla Consob con deliberazione 24 giugno 1977, n. 233, sulla base dei poteri che le erano stati riconosciuti dagli artt. 1, comma 1, e 2, commi 1 e 2, della l. n. 49/1977, precisava non solo che l'autorizzazione allo svolgimento delle negoziazioni nel mercato ristretto doveva essere concessa dalla Consob solo "previo accertamento della sussistenza di condizioni idonee all'istituzione del mercato", ma anche che l'autorizzazione poteva essere sospesa o revocata "per il



L'impronta pubblicistica propria della l. n. 216/1974 connotava dunque anche l'istituzione e l'organizzazione del mercato ristretto, come confermato dall'art. 3 della l. n. 49/1977, che attribuiva espressamente alla Consob il compito di vigilare "sul regolare andamento delle riunioni"<sup>89</sup>, anche attraverso l'esercizio dei poteri attribuiti dalla l. n. 216/1974 e dal d.p.r. n. 138/1975.

Per quanto riguardava l'organizzazione ed il funzionamento del mercato, i commi 2 e 3 dell'art. 1 della l. n. 49/1977 stabilivano, rispettivamente, che la negoziazione dei titoli dovesse avvenire "per contanti"<sup>90</sup> e per l'esclusivo tramite degli operatori autorizzati a negoziare alle grida", nel corso di riunioni che dovevano avere luogo "negli stessi locali adibiti alle attività di borsa, ma in ore diverse da quelle destinate alla negoziazione dei titoli ammessi alla quotazione ufficiale".

Il primo comma dell'art. 2 della l. n. 49/1977 demandava inoltre ad un regolamento della Consob la determinazione delle regole "in ordine alle condizioni e alla procedura per l'ammissione, anche d'ufficio, dei titoli alla negoziazione, nonché per la sospensione o revoca

---

venire meno dei presupposti, per gravi disfunzioni nello svolgimento delle riunioni o per altri motivi di particolare gravità".

<sup>88</sup> In relazione alla formazione del listino l'art. 2, comma 2, della l. n. 49/1977 stabiliva che dovevano essere oggetto di evidenziazione nel listino dei prezzi "le particolari condizioni di legge o di statuto relative alla circolazione di determinati titoli". Veniva in tal modo reso palese che eventuali limiti o vincoli alla trasferibilità dei titoli non precludevano la possibilità per l'emittente di richiedere la quotazione del titolo al mercato ristretto.

Va inoltre osservato che il terzo comma del medesimo articolo prevedeva il divieto di "formare e pubblicare listini dei prezzi diversi da quelli previsti dal secondo comma". In tale disposizione si è ravvisata una conferma dell'interpretazione secondo cui il divieto di formare listini di prezzi contemplato dall'art. 1 del r.d. n. 1068/1913, doveva intendersi limitato alla rilevazione dei prezzi dei soli titoli quotati in borsa; ciò in quanto, altrimenti, la norma contenuta nell'art. 1 del r.d. n. 1068/1913 "sarebbe già stata sufficiente a proibire la formazione dei listini dei prezzi anche dei titoli quotati al «ristretto»" (V. MEZZACAPO, *Il mercato secondario organizzato*, cit., pp. 14-15).

<sup>89</sup> L'art. 3, comma 2, della l. n. 49/1977 consentiva peraltro alla Consob di "delegare, in via generale o per singole borse, l'esercizio dei poteri e delle attribuzioni relativi alla vigilanza".

<sup>90</sup> L'interpretazione prevalente in dottrina era nel senso di riconoscere nell'utilizzo dell'espressione negoziazione "per contanti" l'intenzione del legislatore di imporre la liquidazione delle operazioni di compravendita avvenute sul mercato entro il giorno di borsa aperta successivo a quello di stipulazione (A. SERRA, voce «Borsa valori I» *Diritto commerciale*, cit., p. 14).

Dibattuta era la sorte dei contratti eventualmente conclusi in violazione della norma che prevedeva la negoziazione "per contanti" (ad esempio, contratti a termine, a premio): accanto a chi riconosceva natura imperativa alla suddetta norma e, quindi, riteneva nulle le compravendite che non avvenivano per contanti, vi era infatti chi considerava la norma meramente dispositiva, per cui la sua violazione avrebbe potuto comportare l'applicazione di sanzioni disciplinari, ma non già l'invalidità del contratto.

dell'ammissione stessa; alle modalità di formazione dei listini prezzi, (...) e al calendario delle riunioni".

In tale regolamento, approvato con deliberazione della Consob del 24 giugno 1977, n. 233 (in seguito, il "regolamento n. 233/1977"), venne stabilito in primo luogo che l'organizzazione ed il funzionamento del mercato ristretto dovevano essere affidati al Comitato del mercato ristretto (art. 2, comma 1), composto da un commissario di borsa, da due membri del Comitato direttivo degli agenti di cambio<sup>91</sup>, da un rappresentante della Camera di commercio e da un rappresentante delle aziende di credito<sup>92</sup>.

A tale Comitato venivano in particolare riconosciuti i compiti di regolare lo svolgimento delle riunioni e delle contrattazioni, di esercitare le funzioni di polizia, di accertare i prezzi fatti ed i quantitativi scambiati e di formare il listino, mentre alla Camera di commercio era affidato il compito sia di provvedere, "d'intesa con il comitato del mercato ristretto, al personale e a tutti i servizi necessari al funzionamento delle riunioni", sia di occuparsi dell'applicazione.

Il regolamento n. 233/1977 individuava inoltre i titoli che potevano essere oggetto di scambi sul mercato ristretto, prevedendo che potessero esservi negoziate azioni (con esclusione delle azioni di risparmio)<sup>93</sup>, obbligazioni ed obbligazioni convertibili in azioni, emesse da società

---

<sup>91</sup> In assenza del Comitato direttivo, si disponeva la sostituzione con due agenti di cambio che facevano parte della Commissione per il listino.

<sup>92</sup> Ex art. 2, comma 2, del regolamento n. 233/1977 il Comitato del mercato ristretto doveva assumere le proprie deliberazioni "con la partecipazione di almeno tre componenti e a maggioranza dei voti dei presenti". Il successivo comma 3 prevedeva che la carica di componente del Comitato avesse una durata di due anni, salvo scioglimento del Comitato stesso, per gravi motivi, da parte della Consob.

<sup>93</sup> Per quanto concerneva i requisiti di ammissione a quotazione delle azioni, l'art. 5 del citato regolamento disponeva che:

- a) la società emittente avesse un patrimonio netto, per tale intendendosi "l'ammontare complessivo, risultante dal bilancio, del capitale versato e delle riserve, escluse quelle costituite per la copertura di specifici oneri e passività, diminuito delle perdite di esercizi anteriori riportate a nuovo", non inferiore a 1.000 milioni di lire;
- b) i bilanci dei due esercizi, approvati e pubblicati, dovessero "aver registrato un utile";
- c) i titoli fossero diffusi tra il pubblico in misura non inferiore al 20% dell'ammontare complessivo della categoria di appartenenza.

Era comunque riconosciuta alla Consob, ex art. 5, ultimo comma, del regolamento, la possibilità di ammettere a quotazione titoli anche in deroga alle condizioni ora ricordate, purché fossero abitualmente e largamente negoziati e purché fosse comunque sufficientemente garantita la tutela del pubblico risparmio.

italiane<sup>94</sup> (art. 5), la cui ammissione a quotazione poteva avvenire sia su domanda della società emittente, sia d'ufficio<sup>95</sup> (art. 7).

Il regolamento definiva anche la procedura per l'ammissione alle negoziazioni su domanda stabilendo che, contestualmente alla presentazione alla Consob<sup>96</sup>, "la domanda doveva essere pubblicata, a cura della società richiedente, su almeno due quotidiani, di cui uno della località sede del mercato ristretto presso cui (...) [era] richiesta la ammissione a quotazione ed uno economico a diffusione nazionale" (art. 6, comma 3).

Analogamente a quanto stabilito per l'ammissione a quotazione nelle borse valori, l'art. 6, comma 4, del regolamento in esame prevedeva inoltre l'obbligo per l'emittente di far certificare dal Comitato direttivo degli agenti di cambio il valore venale dei titoli azionari non largamente ed abitualmente negoziati<sup>97</sup>.

L'ammissione a quotazione su domanda avveniva a seguito di un'apposita deliberazione della Consob, adottata con provvedimento motivato entro tre mesi dalla presentazione della richiesta di ammissione<sup>98</sup>, sulla base non solo della documentazione allegata dall'emittente, ma anche

---

<sup>94</sup> A differenza di quanto avveniva nella borsa valori, in cui potevano essere quotati, come si è in precedenza rilevato, anche titoli emessi da società estere (art. 13, l. n. 272/1913; art. 30 ss., r.d. n. 1068/1913; art. 8, comma 1, d.p.r. n. 138/1975).

<sup>95</sup> L'ammissione d'ufficio alla negoziazione nel mercato ristretto, che non era peraltro prevista nell'originario disegno di legge (Atti Senato, VII legislatura, disegno di legge n. 109 del 6 agosto 1976), fu considerata "priva di coerenza con il sistema", anche in ragione del fatto che un tale tipo di quotazione appariva giustificata "solo per titoli largamente e abitualmente negoziati", per i quali tuttavia era già prevista l'ammissione d'ufficio a quotazione nella borsa valori".

A tali rilievi si era comunque obiettato che l'ammissione d'ufficio alle negoziazioni al mercato ristretto poteva riguardare quei titoli che, pur essendo oggetto "di frequenti transazioni con ricorrenti tendenze fortemente speculative", erano però privi di quei requisiti di certa, stabile e larga diffusione che avrebbero potuto comportare la loro quotazione d'ufficio in borsa (P. MARCHETTI, *Commento alla l. n. 49/1977*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1978, p. 497).

<sup>96</sup> Nulla si disponeva in merito all'organo societario che doveva decidere in ordine alla presentazione della domanda di ammissione alle negoziazioni.

<sup>97</sup> Il comma 5 del medesimo articolo 6 introduceva invece alcune novità rispetto alla previsione dell'art. 12 della l. n. 272/1913, statuendo il dovere per la società emittente di nominare "un rappresentante incaricato del servizio titoli nelle località sedi di mercato ristretto ove la stanza di compensazione (...) [effettuava] la liquidazione", laddove il citato art. 12 della l. n. 272/1913 faceva riferimento alla nomina di un rappresentante dell'emittente, incaricato del servizio dei titoli, nella città sede della borsa in cui le azioni dovevano essere ammesse a quotazione.

<sup>98</sup> Le modalità di presentazione delle domande di ammissione alla quotazione nel mercato ristretto furono fissate dalla Consob con la ricordata deliberazione del 12 luglio 1977, n. 240, con la quale venne tra l'altro precisato che, ad eccezione del caso in cui l'emittente avesse richiesto l'estensione ad altro mercato ristretto di titoli ammessi già alla negoziazione nelle riunioni di un mercato ristretto, alla

delle notizie e dei dati forniti o resi pubblici tramite la pubblicazione del prospetto informativo previsto dall'art. 6, comma 5, del regolamento.

Al pari di quanto previsto per le società quotate in borsa, in conseguenza dell'ammissione alle negoziazioni nel mercato ristretto, l'emittente veniva assoggettato al controllo della Consob; pertanto, l'art. 4 della l. n. 49/1977 legittimava l'Autorità di vigilanza a richiedere alle società emittenti<sup>99</sup> i titoli quotati al mercato ristretto "la comunicazione di dati e notizie e la trasmissione di atti e documenti, fissando i relativi termini", nonché ad "eseguire, presso le stesse società, ispezioni ed assumere notizie e chiarimenti dagli amministratori, dai sindaci e dai direttori generali, al fine di accertare l'esattezza e la completezza dei dati". Il secondo comma del medesimo art. 4 consentiva inoltre alla Consob, seguendo l'impostazione della l. n. 216/1974, di disporre, sentiti gli amministratori, che le società emittenti rendessero disponibili al pubblico, nei modi e nei termini stabiliti dalla stessa, "dati e notizie necessarie per l'informazione del pubblico, con l'esclusione di quelli la cui divulgazione (...) [potesse] essere di pregiudizio alla società".

---

domanda di ammissione, sottoscritta dal legale rappresentante della società, doveva essere unita la seguente documentazione:

- a) copia autentica dello statuto sociale, corredata dal certificato del tribunale competente che ne attestava la vigenza;
- b) copia autentica dei bilanci approvati degli ultimi due esercizi con il conto dei profitti e delle perdite, corredati dalle relazioni del consiglio di amministrazione e del collegio sindacale e degli allegati previsti dall'art. 2424, ultimo comma, c.c.;
- c) breve relazione sulla storia economico-patrimoniale e finanziaria della società;
- d) elenco dei componenti del collegio sindacale e nominativi dei direttori generali;
- e) copia autentica del verbale della riunione in cui il competente organo sociale aveva deliberato di richiedere l'ammissione dei titoli alle negoziazioni;
- f) copia delle particolari autorizzazioni eventualmente necessarie per l'ammissione a negoziazione di determinati titoli;
- g) *fac-simile* dei titoli con dichiarazione che gli stessi erano già emessi in forma definitiva;
- h) certificato peritale attestante il valore venale dei titoli, rilasciato dal Comitato direttivo degli agenti di cambio competente per territorio con riguardo alla sede legale della società (tale certificato non era necessario nel caso di titoli già largamente ed abitualmente negoziati e se la società emittente forniva idonee indicazioni sul valore venale attribuibile ai titoli stessi);
- i) idonea documentazione sulla diffusione del titolo tra il pubblico desunta dal libro soci e da altri adeguati indicatori;
- j) indicazione dei quotidiani sui quali doveva essere pubblicata la domanda di ammissione alle negoziazioni.

Contestualmente alla presentazione alla Consob, la domanda doveva essere altresì trasmessa, con la documentazione ora elencata, al Comitato del mercato ristretto presso cui veniva richiesta l'ammissione dei titoli alle negoziazioni.

<sup>99</sup> Dall'esplicito riferimento contenuto nell'art. 4 della l. n. 49/1977 alle sole società emittenti, si era ritenuto precluso l'accesso al mercato ristretto agli enti che non avevano forma societaria (così P. MARCHETTI, *Commento alla l. n. 49/1977*, cit., p. 496).

I poteri della Consob ora ricordati cessavano peraltro a partire dal momento della revoca della quotazione, revoca che poteva essere disposta dall'Autorità di vigilanza, ex art. 8 del regolamento n. 233/1977, in presenza di gravi irregolarità o anomalie nella contrattazione o nella formazione dei prezzi o quando lo richiedeva la tutela del risparmio, nonché al venire meno di uno dei requisiti previsti dall'art. 5 per l'ammissione a negoziazione.

Quest'ultima previsione costituiva un ulteriore elemento di differenziazione tra la disciplina relativa al mercato ristretto e quella prevista per i titoli quotati in borsa, dato che per questi ultimi l'art. 8, comma 6, del d.p.r. n. 138/1975 non contemplava il venire meno di uno dei criteri per l'ammissione a quotazione quale condizione per la revoca o la sospensione dalla stessa<sup>100</sup>.

Peculiare della disciplina del mercato ristretto era altresì la disposizione secondo cui l'ammissione alle negoziazioni poteva essere revocata se sul mercato il titolo non era oggetto di contrattazioni per un periodo di sei mesi.

#### 1.4 Le regole Consob per l'ammissione a quotazione

Se il regolamento n. 233/1977 di attuazione della l. n. 49/1977 venne emanato pochi mesi dopo l'entrata in vigore di tale legge, fu invece soltanto con la delibera del 19 dicembre 1984, n. 1622, che la Consob approvò le condizioni per l'ammissione a quotazione ufficiale nelle borse valori di titoli azionari ed obbligazionari emessi da società ed enti nazionali ed esteri (in seguito, il "regolamento n. 1622/1984")<sup>101</sup>, confermando quella distinzione tra requisiti di

---

<sup>100</sup> Si è così rilevato che nel decidere la revoca o la sospensione dalla quotazione la Consob aveva dunque un ampio margine di discrezionalità, anche in virtù del fatto che essa non risultava obbligata a sospendere o revocare la quotazione del titolo qualora fosse venuto meno uno dei requisiti per l'ammissione a quotazione e neppure in assenza di contrattazioni sul titolo stesso per un periodo di 6 mesi (A. SERRA, voce «Borsa valori I) Diritto commerciale», cit., p. 14).

<sup>101</sup> La decisione della Consob di stabilire i requisiti di ammissione alla quotazione solo relativamente ad alcune categorie di titoli (azioni ed obbligazioni) non consentiva di derivare automaticamente la conclusione che i titoli non ricompresi in quelle categorie non potevano essere ammessi a quotazione, ciò in quanto la legge attribuiva alla Consob il compito di fissare le condizioni per l'ammissione a quotazione e non invece quello di determinare quali titoli potevano essere ammessi alla quotazione in borsa. Per questi ultimi l'ammissione a quotazione avrebbe quindi dovuto essere disposta sulla base "di una valutazione operata, caso per caso, dalla Commissione", se non fosse che, sulla base del sistema delineato dalla l. n. 216/1974 e dal d.p.r. n. 138/1975, era da considerare illegittimo qualsiasi provvedimento di ammissione a quotazione di un titolo i cui requisiti di ammissione non erano stati "deliberati in via generale e preventiva" (G. MUCCIARELLI, *La disciplina dell'ammissione a quotazione di borsa: problemi e prospettive*, in AA.VV., *L'ammissione alla quotazione in borsa*,

ammissione concernenti l'emittente e requisiti di ammissione relativi ai titoli già prevista dalla l. n. 272/1913 e dal regolamento n. 233/1977, ma introducendo nel contempo alcune rilevanti modificazioni sul contenuto dei suddetti requisiti.

Con riferimento alle condizioni stabilite per l'emittente l'art. 2 del regolamento n. 1622/1984 stabiliva che:

- a) l'emittente dovesse avere un patrimonio netto<sup>102</sup> pari ad almeno 10 miliardi di lire<sup>103</sup>;
- b) i bilanci degli ultimi tre esercizi dell'emittente dovessero essere in utile<sup>104</sup>;
- c) almeno l'ultimo bilancio di esercizio fosse certificato ai sensi dell'art. 4 d.p.r. n. 138/1975.

Si prevedeva poi, ai sensi dell'art. 3, che i titoli quotandi dovessero essere liberamente trasferibili<sup>105</sup> e sufficientemente diffusi tra il pubblico<sup>106</sup>, presumendosi realizzata quest'ultima

---

*Un'analisi interdisciplinare*, a cura di M. Cattaneo, F. Cesarini, G.E. Colombo, P. Marchetti, R. Ruozi, Milano, 1988, pp. 175-176).

Le motivazioni della scelta della Consob di limitare ad azioni ed obbligazioni la quotazione furono esplicitate nella relazione accompagnatoria al regolamento, in cui venne precisato che le azioni e le obbligazioni erano i soli titoli per i quali vigeva "una disciplina legale (...) nonché una prassi anche consolidata di quotazione ed una regolamentazione anche a livello internazionale", come si rilevava dalla Direttiva n. 79/279/CEE. Tale limitazione venne tuttavia criticata da P. JOVENITTI, *Il regolamento per l'ammissione dei titoli azionari ed obbligazionari alla quotazione ufficiale nelle borse valori*, in *Riv. soc.*, 1984, p. 737 ss.

Con la delibera Consob 12 marzo 1986, n. 2035, l'ambito applicativo del regolamento n. 1622/1984 venne esteso anche ai titoli rappresentativi delle quote di capitale, mentre per i *warrants* venne introdotto l'obbligo di rilevazione dei prezzi da parte del Comitato direttivo degli agenti di cambio, il quale doveva, a tal fine, osservare le modalità previste per la rilevazione dei prezzi dei diritti di opzione.

<sup>102</sup> Per patrimonio netto si intendeva l'ammontare complessivo, risultante dall'ultimo bilancio approvato, del capitale versato o del patrimonio conferito e delle riserve, escluse quelle costituite per la copertura di specifici oneri, passività e rischi, diminuito delle perdite di esercizi anteriori riportate a nuovo, nonché del valore di carico delle azioni proprie in portafoglio e aumentato degli utili di esercizio non distribuiti.

<sup>103</sup> Per le banche e le assicurazioni il patrimonio netto doveva essere pari ad almeno 50 miliardi di lire.

<sup>104</sup> Come è stato osservato, con la previsione secondo cui gli ultimi tre bilanci dovevano mostrare un utile di esercizio il regolamento esplicitava il requisito della redditività del contenuto nell'art. 8 del d.p.r. n. 138/1975 (A. ROSATI, *L'ammissione a quotazione ufficiale in borsa*, cit., p. 59). La relazione accompagnatoria al regolamento precisava peraltro che la scelta di non fare riferimento alcuno alla remunerazione del capitale trovava la propria giustificazione nella circostanza che l'esperienza pratica dimostrava che sovente società a ristretta base azionaria preferivano, per scelte gestionali, non distribuire dividendi pur in presenza di utili di esercizio anche consistenti.

Se tale opzione poteva essere effettivamente condivisa, maggiori perplessità vennero manifestate in ordine alla presunzione assoluta di redditività che veniva derivata dalla presenza, in tre esercizi consecutivi, di risultati contabili positivi, posto che il ricorso a politiche di bilancio avrebbe comunque potuto consentire di raggiungere rappresentazioni, mentre gli indicatori caratteristici della redditività dovevano essere considerati altri (indice di rendimento, *pay-out ratio*, *earning per share*, ecc.) (così P. JOVENITTI, *Il regolamento per l'ammissione*, cit., p. 750).

<sup>105</sup> La previsione espressa della libera trasferibilità del titolo quale condizione per l'ammissione a quotazione implicava per le società i cui statuti prevedevano clausole che limitavano la circolazione delle

condizione qualora un titolo fosse ripartito tra il pubblico per almeno il 25% del capitale rappresentato dalla categoria di appartenenza<sup>107</sup>.

Alla Consob era tuttavia riconosciuta la possibilità di concedere deroghe con riferimento alla maggior parte delle condizioni di ammissione ora esaminate: così, per quanto concerneva l'importo minimo del patrimonio netto, veniva precisato che si poteva ritenere sufficiente un importo inferiore a quello fissato in via generale se il patrimonio netto dell'emittente fosse stato comunque ritenuto dalla Consob adeguato rispetto alle esigenze di regolare svolgimento delle contrattazioni sul titolo quotando. All'Autorità di vigilanza si consentiva inoltre di ammettere la certificazione del solo stato patrimoniale anziché dell'intero bilancio e di accettare un solo bilancio in utile, purché l'emittente fosse di recente costituzione ovvero avesse subito modificazioni strutturali tali da rendere scarsamente significativo il confronto con i dati riportati nei bilanci precedenti. Relativamente al requisito della sufficiente diffusione dei titoli, veniva attribuita alla Consob la facoltà di valutare se, anche in presenza di una percentuale di ripartizione del titolo tra il pubblico inferiore al 25%, esso potesse comunque essere considerato diffuso sulla base di valutazioni afferenti il numero dei titoli complessivamente in circolazione e dell'ampiezza della loro diffusione tra il pubblico.

La relazione accompagnatoria precisava che il mantenimento dei requisiti previsti per l'ammissione a quotazione doveva essere considerato quale presupposto per la permanenza a quotazione. Tale affermazione è di sicuro rilievo, in quanto, non essendovi nel regolamento alcuna norma dedicata alla revoca o alla sospensione dalla quotazione<sup>108</sup>, indicava comunque al mercato il parametro al quale la Consob intendeva fare riferimento.

---

azioni (esempio: clausole di gradimento, clausole di prelazione) l'impossibilità di essere quotate in borsa (Circ. ASSONIME, 1985, n. 28 in *Riv. soc.*, 1985). La condizione concernente la libera trasferibilità delle azioni era l'elemento che valeva a differenziare maggiormente la disciplina prevista dal regolamento n. 1622/1984 da quella introdotta dal regolamento n. 233/1977 per l'ammissione a quotazione nel mercato ristretto, dato che quest'ultimo, come si è notato, non prevedeva il suddetto requisito tra le condizioni per l'ammissione a quotazione.

<sup>106</sup> Il comma 3 dell'art. 3 consentiva che la sufficiente diffusione del titolo potesse essere raggiunta anche "mediante offerta pubblica in borsa", che la società emittente e/o l'offerente potevano effettuare direttamente o per il tramite di intermediari finanziari.

<sup>107</sup> Il riferimento generico alla quota percentuale del 25% del capitale della categoria quale elemento da cui inferire la diffusione del titolo tra il pubblico venne, correttamente, criticato, in quanto un'elevata percentuale del capitale poteva essere detenuta da un numero limitato di azionisti (P. JOVENITTI, // *regolamento per l'ammissione*, cit., p. 750).

<sup>108</sup> La relazione accompagnatoria specificava esplicitamente che tale omissione era dovuta ai limiti che l'art. 8, commi 2 e 3, d.p.r. n. 138/1975, poneva alla potestà regolamentare della Consob.

Il regolamento n. 1622/1984 conteneva, oltre ai requisiti che gli emittenti ed i titoli dovevano possedere per potere essere ammessi a quotazione, dettagliate regole sulla procedura per l'ammissione a quotazione.

Relativamente alla quotazione su domanda, l'art. 5 del regolamento disponeva che l'istanza di ammissione doveva essere presentata alla Consob e contenere, a pena di irricevibilità, gli allegati di cui allo schema A del medesimo regolamento<sup>109</sup>. La domanda doveva essere preceduta da una apposita deliberazione in tal senso adottata dall'assemblea dell'emittente.

Nel periodo compreso tra il 15° ed il 30° giorno successivo alla data di presentazione della domanda la società richiedente doveva pubblicare su tre quotidiani a diffusione nazionale un avviso, redatto secondo lo schema riportato nell'allegato B del regolamento, con cui si portava a conoscenza del pubblico la notizia dell'avvenuta presentazione della domanda (art. 7, comma 1).

Entro sei mesi dalla data di presentazione la Consob doveva deliberare sulla richiesta di ammissione (art. 8, comma 1); tale termine non veniva interrotto dalle eventuali richieste fatte dalla stessa all'emittente nel corso dell'istruttoria (art. 8, comma 2).

---

<sup>109</sup> Alla domanda doveva essere allegata, a pena di irricevibilità, la seguente documentazione:

- a) copia dichiarata conforme all'originale dal presidente del collegio sindacale della delibera dell'assemblea della società che aveva approvato la richiesta di ammissione a quotazione;
- b) statuto sociale, in copia autenticata dal notaio, unitamente al certificato del tribunale territorialmente competente che ne attestava la vigenza;
- c) copie dichiarate conformi agli originali dal presidente del collegio sindacale del libro delle assemblee degli ultimi 3 anni corredate da tutti gli allegati previsti per legge e del libro degli inventari degli ultimi 3 anni e dal riepilogo, approvato dal consiglio di amministrazione e dichiarato rispondente a verità dal presidente del collegio sindacale, delle fidejussioni e degli impegni di firma assunti dalla società;
- d) *fac-simile* dei titoli con allegata dichiarazione che gli stessi erano già emessi in forma definitiva e che erano liberamente trasferibili;
- e) elenco dei possessori azionari, come risultavano dal libro soci, dalle comunicazioni ricevute, da altri dati a disposizione, ripartiti per classi di azionariato e territorialmente (per regioni);
- f) certificato peritale, di data non anteriore a 30 giorni dalla domanda attestante, il valore venale dei titoli, rilasciato dal Comitato direttivo degli agenti di cambio o dalla Commissione per il listino della borsa valori dove è stata richiesta la quotazione. Il certificato peritale doveva essere corredato da una dettagliata relazione nella quale andavano illustrati analiticamente i metodi seguiti per la determinazione del valore venale attribuito. In caso di contemporanea richiesta di ammissione a quotazione in più borse valori il certificato doveva essere redatto dal Comitato direttivo degli agenti di cambio o dalla Commissione per il listino della borsa valori competente per territorio con riguardo alla sede legale della società;
- g) dichiarazione di accettazione da parte del rappresentante incaricato del servizio titoli-mandatario su tutte le piazze sedi di borsa, ai sensi della l. 9 febbraio 1942, n. 96;
- h) bozza di prospetto informativo redatto secondo le prescrizioni contenute nell'allegato C del regolamento n. 1622/1984.

Se la società emittente era estera doveva inoltre essere allegato ogni documento atto a valutare la sussistenza dei requisiti previsti nel regolamento suddetto.



Una volta deliberata l'ammissione a quotazione del titolo, la Consob individuava, con una successiva delibera, pubblicata nel proprio bollettino, la data di inizio delle negoziazioni<sup>110</sup> (art. 9, comma 1). La delibera poteva essere adottata soltanto se vi era stata la pubblicazione su tre quotidiani a diffusione nazionale, di cui uno economico, di un avviso con cui si rendeva noto che veniva messo a disposizione del pubblico un prospetto informativo redatto secondo lo schema riportato nell'allegato C del regolamento n. 1622/1984, nonché l'avvenuto conferimento dell'incarico ad una società di revisione ai sensi dell'art. 2 del d.p.r. 31 marzo 1975, n. 136.

La procedura ora delineata si applicava anche alla quotazione d'ufficio prevista dall'art. 3, comma 1, lett. d), della l. n. 216/1974, il quale consentiva alla Consob di disporre, "sentiti gli amministratori della società o dell'ente emittente e previo parere delle deputazioni di borsa e dei comitati direttivi degli agenti di cambio competenti, l'ammissione d'ufficio alla quotazione in una o più borse di titoli abitualmente e largamente negoziati emessi da società ed enti" in possesso dei requisiti prescritti.

Con riferimento a tale tipo di quotazione, che rappresentava una novità assoluta nel panorama normativo italiano, il regolamento non conteneva alcuna disposizione in ordine ai requisiti che l'emittente o lo strumento finanziario dovevano possedere affinché fosse consentito alla Consob di disporre l'ammissione a quotazione.

Se tale omissione poteva essere spiegata con la considerazione che l'originaria versione dell'art. 8 del d.p.r. n. 138/1975 non dettava alcuna norma in relazione alla quotazione d'ufficio, che doveva pertanto intendersi interamente disciplinata dal ricordato art. 3, comma 1, lett. d), della l. n. 216/1974<sup>111</sup>, il quale comunque faceva riferimento alla diffusione tra il pubblico degli strumenti finanziari quale condizione per la quotazione d'ufficio, maggiori difficoltà sono state incontrate nel giustificare l'assoluta mancanza nel regolamento *de quo* di ogni riferimento alla terza forma di quotazione prevista dalla l. n. 216/1974, ossia della quotazione di diritto. Quanto meno in relazione all'ammissione a quotazione delle azioni di

---

<sup>110</sup> Dalla data di pubblicazione della domanda di ammissione e, fino alla pubblicazione nel bollettino Consob della delibera con cui veniva fissata la data di inizio delle negoziazioni, l'emittente doveva astenersi "dal fornire qualsiasi notizia in merito al corso dell'istruttoria" (art. 7, comma 2).

<sup>111</sup> Così G. FERRARINI, *Sollecitazione del risparmio e quotazione in borsa*, nel *Trattato delle soc. per az.*, diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, 10\*\*, Torino, 1993, p. 197.

risparmio<sup>112</sup> tale lacuna si poneva in aperto contrasto con la direttiva n. 79/279/CEE, la quale stabiliva "condizioni minime per ogni caso di ammissione a quotazione"<sup>113</sup>.

### 1.5 La l. 4 giugno 1985, n. 281

La disciplina delineata dalla l. n. 216/1974 fu oggetto di un primo intervento di correzione ad opera della l. 4 giugno 1985, n. 281<sup>114</sup>, con la quale si provvide, tra l'altro, a riformulare l'art. 8 del d.p.r. n. 138/1975 e ad introdurre nell'art. 1/3, comma 1, lett. f), della l. n. 216/1974 la previsione in forza della quale la Consob era legittimata a "determinare in via generale o per singole borse i requisiti per l'ammissione a quotazione in borsa, anche con riguardo alle diverse categorie di titoli ed emittenti", nonché a stabilire "i contenuti e le modalità di pubblicazione del prospetto informativo per l'ammissione a quotazione"<sup>115</sup>.

---

<sup>112</sup> Oltre alle azioni di risparmio, la quotazione di diritto doveva essere disposta anche per i titoli del debito pubblico, per i titoli garantiti dallo Stato, per le cartelle di credito fondiario, per i titoli emessi dalle regioni, dalle province e dai comuni e per i titoli cambiari.

<sup>113</sup> S. FORTUNATO, *Primo commento sulla direttiva comunitaria in tema di ammissione alla quotazione in borsa*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1980, I, p. 299 ss.; G. FERRARJINI, *Sollecitazione del risparmio e quotazione in borsa*, cit., p. 197.

<sup>114</sup> Va rilevato che in precedenza, con l'emanazione della l. 23 marzo 1983, n. 77, era stato inserito un ulteriore, importante, tassello nella disciplina del mercato finanziario italiano. Con questo provvedimento legislativo venne infatti regolamentata l'istituzione dei Fondi comuni di investimento mobiliare aperti, ma soprattutto si dettò un quadro normativo di riferimento per le operazioni di raccolta del pubblico risparmio mediante l'emissione di valori mobiliari.

<sup>115</sup> Con la l. n. 281/1985 il legislatore attuò significativi interventi con riferimento sia alla disciplina della Consob, sia alla disciplina delle società quotate. Per quanto concerne il primo aspetto venne sancita la natura di autorità indipendente della Consob, alla quale si riconobbe la personalità di diritto pubblico, la piena autonomia, anche organizzativa, seppur nei limiti stabiliti dalla legge, nonché un'ampia potestà normativa sui rapporti interprivati (così R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2000, p. 30).

Relativamente alle società quotate si introdussero obblighi di comunicazione alla Consob ed al mercato aventi ad oggetto sia le partecipazioni rilevanti detenute in società quotate, sia le partecipazioni rilevanti detenute dalle società quotate in altre società quotate o in società per azioni o a responsabilità limitata non quotate.

Venne inoltre prevista l'autorizzazione del Ministro del tesoro, sentita la Banca d'Italia, per gli aumenti di capitale superiori a dieci miliardi. Nella concessione di tale autorizzazione il Ministro doveva verificare unicamente la compatibilità dell'operazione con le esigenze di stabilità del mercato dei valori mobiliari, per cui veniva esclusa la possibilità di ravvisare nel suddetto provvedimento autorizzativo una forma di controllo "politico" sulle emissioni azionarie già prevista dal r.d. n. 1613/1935 (R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., pp. 30-31, il quale nota altresì che l'autorizzazione *de qua* veniva ad affiancarsi a quella prevista dalla l. n. 77/1983 in tema di emissione di valori mobiliari diversi dalle azioni. L'intera materia delle emissioni di valori mobiliari venne peraltro profondamente rivista una prima volta con l'emanazione del d. lgs. 1 settembre 1993, n. 385 e successivamente dal d. lgs. 15 luglio 1996, n. 415).

Per quanto concerne le principali variazioni cui fu oggetto l'art. 8 del d.p.r. 138/1975, esse riguardarono:

- l'introduzione della possibilità per la Consob di subordinare l'ammissione a quotazione alla sussistenza di "condizioni particolari" che dovevano essere comunicate al richiedente;
- la facoltà della Consob di respingere la domanda di ammissione se la quotazione del titolo poteva essere ritenuta contraria all'interesse pubblico<sup>116</sup> ;
- il potere della Consob di ammettere a quotazione, sulla base della semplice domanda, anche i titoli negoziati al mercato ristretto e di richiedere, nel caso di domanda di ammissione a quotazione avente ad oggetto tali titoli, una documentazione e informazioni "più ridotte"<sup>117</sup>;
- l'attribuzione alla Consob del compito di fissare con proprio regolamento le condizioni per l'ammissione su domanda dell'emittente e d'ufficio;
- il riconoscimento del potere della Consob di ammettere a quotazione titoli azionari quotati di diritto;
- la possibilità da parte della Consob di sospendere o revocare titoli azionari quotati di diritto;
- l'esplicita previsione, a livello normativo, dell'obbligo dell'emittente di procedere alla redazione di un prospetto di quotazione, con conseguente attribuzione alla Consob del potere di determinare il relativo contenuto;
- l'obbligo per la Consob di assumere le determinazioni di propria competenza entro sei mesi<sup>118</sup>, decorsi i quali operava il meccanismo del silenzio-rifiuto<sup>119</sup>.

---

<sup>116</sup> Tale disposizione trovava il proprio antecedente nell'art. 9, par. 3, della direttiva n. 79/279/CEE, dal quale tuttavia si differenziava per il fatto di non contenere alcun riferimento alla situazione dell'emittente che nella norma comunitaria era, invece, l'unica possibile fonte di contrarietà all'interesse pubblico dell'ammissione a quotazione.

<sup>117</sup> La nuova formulazione dell'art. 8, comma 3, così come risultante dalle modifiche apportate con l'art. 20 della l. n. 281/1985, andava compresa anche tenendo conto "della tendenziale equivalenza del sistema informativo predisposto per l'accesso (e non solo per l'accesso) alle negoziazioni nel mercato ristretto e, più in generale, della funzione «propedeutica» che il secondo mercato (...) [avrebbe dovuto] svolgere rispetto alla quotazione ufficiale" (G. MUCCIARELLI, *La disciplina dell'ammissione a quotazione di borsa: problemi e prospettive*, cit., p. 181, secondo il quale se vi era una certa uniformità tra le regole in tema di informazione al pubblico che valevano per l'ammissione a quotazione in borsa e quelle previste per l'ammissione alle negoziazioni nel mercato ristretto, tale uniformità non era comunque ravvisabile una volta che l'ammissione a quotazione fosse intervenuta).

<sup>118</sup> Tale termine non veniva interrotto da eventuali richieste di chiarimenti, dati e informazioni aggiuntive (art. 8, comma 9, il quale riprendeva sostanzialmente quanto disposto dall'art. 15, direttiva 79/279/CEE).

<sup>119</sup> Così C. COLTRO CAMPI, *Alcune postille sul regolamento per l'ammissione dei titoli alla quotazione di borsa, anche alla luce della legge 4 giugno 1985, n. 281*, in *Riv. soc.*, 1985, p. 530; G.

A seguito delle modifiche intervenute con la l. n. 281/1985, la Consob sottopose a revisione le regole in tema di ammissione a quotazione da essa dettate con il regolamento n. 1622/1984 e, con la deliberazione n. 4088 del 24 maggio 1989, approvò un nuovo regolamento per l'ammissione di titoli alla quotazione ufficiale nelle borse valori (in seguito, il "regolamento n. 4088/1989")<sup>120</sup>.

Con tale regolamento si disciplinarono in particolare alcuni aspetti dell'ammissione a quotazione che in precedenza non erano stati oggetto di regolamentazione specifica: vennero infatti introdotte disposizioni *ad hoc* in tema di ammissione d'ufficio, in materia di ammissione alla quotazione di diritto delle azioni di risparmio e di sospensione e revoca dalla quotazione.

Oltre a queste innovazioni, il regolamento in esame conteneva quindi alcune modifiche rispetto al regolamento previgente per quanto concerneva sia l'ambito di applicazione delle disposizioni in tema di ammissione a quotazione, che venne esteso anche ai titoli rappresentativi di quote di capitale emessi da enti esercenti l'attività bancaria ed ai buoni di acquisto e di sottoscrizione di titoli (i c.d. *warrants*)<sup>121</sup>, sia i requisiti e la procedura di ammissione.

Per quanto concerneva le modificazioni delle condizioni di ammissione, esse riguardarono in primo luogo la definizione di patrimonio netto adottata nel regolamento. L'art. 6, comma 1, lett. a), stabiliva che per patrimonio netto doveva intendersi l'ammontare complessivo, risultante dall'ultimo bilancio approvato e dalle eventuali operazioni intervenute ed eseguite dopo l'approvazione di tale bilancio, del capitale versato o del patrimonio conferito e delle riserve, diminuito delle perdite degli esercizi anteriori riportate a nuovo ed aumentato degli utili di

---

MUCCIARELLI, *La disciplina dell'ammissione a quotazione di borsa: problemi e prospettive*, cit., p. 181, per il quale contro il silenzio-rifiuto si poteva proporre immediato ricorso al giudice amministrativo.

<sup>120</sup> Come evidenziato dalla stessa relazione accompagnatoria, l'adozione del nuovo regolamento trovava giustificazione, oltre che nell'esigenza di dare attuazione alle disposizioni introdotte nell'art. 8 del d.p.r. n. 138/1975 dall'art. 20 della l. n. 281/1985, nella volontà "di rendere il procedimento di ammissione più aderente alla realtà operativa" in considerazione dell'esperienza maturata nel periodo di vigenza del regolamento n. 1622/1984, nonché nella "necessità di recepire in maniera organica", per gli aspetti di competenza della Consob, le direttive n. 79/279/CEE, n. 80/390/CEE e n. 87/345/CEE.

<sup>121</sup> La relazione al regolamento n. 4088/1989 precisava sul punto che il tipo di titoli che potevano essere quotati era tassativamente limitato a quelli indicati nel regolamento medesimo, posto che "titoli diversi da quelli espressamente considerati (...) [avrebbero potuto] formare oggetto di ammissione a quotazione solo attraverso provvedimenti di estensione dell'ambito di applicazione del regolamento". L'opzione, accolta dalla Consob, di indicare analiticamente i titoli "quotabili" aveva invece essenzialmente lo scopo di "evitare - dopo il fenomeno dei titoli 'atipici' - l'ammissione a quotazione di titoli 'indesiderati'" (A. ROSATI, *L'ammissione a quotazione ufficiale in borsa*, cit., p. 80).

esercizio non distribuiti. Raffrontando questa definizione con quella contenuta nella previgente regolamentazione risulta che le modifiche introdotte dalla Consob con il nuovo regolamento riguardavano, da un lato, la riconosciuta rilevanza delle operazioni di ricapitalizzazione effettuate nel corso dell'anno e, dall'altro, l'irrelevanza, ai fini della determinazione dell'aggregato in questione, delle riserve costituite per la copertura di specifici oneri, passività e rischi che in precedenza rilevavano ai fini del calcolo del patrimonio netto.

Alcune modifiche furono apportate anche agli importi minimi di patrimonio netto rilevanti ai fini dell'ammissione a quotazione, dato che venne previsto pure per i soggetti che controllavano società ed enti esercenti attività bancaria ed assicurativa un limite di patrimonio netto non inferiore ai 50 miliardi di lire.

Sicuramente rilevanti furono altresì le variazioni apportate al requisito della redditività dell'emittente. Sul punto il nuovo regolamento definiva la redditività come "capacità dell'impresa di produrre reddito", venendosi così ad attribuire rilievo non già al mero risultato contabile, bensì all'attitudine dell'emittente a generare reddito in via stabile e non episodica. Parametro rilevante a tal fine veniva considerata dall'art. 6 la presenza non solo di un utile negli ultimi tre bilanci di esercizio annuali dell'emittente, ma anche di un risultato positivo della gestione ordinaria prima dei componenti positivi di reddito, sempre negli ultimi tre esercizi annuali<sup>122</sup>. Inoltre, si stabiliva che il requisito della redditività doveva essere oggetto di accertamento anche a livello consolidato e tenendo conto dei rapporti (finanziari, commerciali, ecc.) intercorrenti tra l'emittente (o le altre società del gruppo) con altre società del gruppo di cui l'emittente è parte<sup>123</sup>.

Nel corso degli anni Novanta il regolamento in esame fu, peraltro, oggetto di numerosi emendamenti. Ad una prima serie di modifiche, operate dalla Consob con la delibera del 20 febbraio 1991, n. 5208<sup>124</sup>, con cui si procedette, per i profili che qui interessano, ad armonizzare la disciplina interna in tema di prospetti al mutato quadro normativo comunitario<sup>125</sup> ed a ridurre

---

<sup>122</sup> Rispetto ad un'analisi sulla redditività prospettica di un'impresa basata solo sull'utile di esercizio di anni passati, la considerazione anche del risultato operativo al netto delle componenti straordinarie può condurre ad un giudizio più affidabile sulle dinamiche future della redditività di un'impresa.

<sup>123</sup> Già con riferimento al patrimonio netto, invero, la relazione accompagnatoria al regolamento precisava che, sebbene l'accertamento di tale requisito dovesse essere effettuato sulla base del bilancio civilistico dell'emittente, la Consob avrebbe comunque dovuto tenere in debita considerazione anche il patrimonio netto consolidato del gruppo di cui l'emittente era capogruppo o faceva parte.

<sup>124</sup> L. DE ANGELIS, *L'ammissione di titoli alla quotazione ufficiale*, in *Società*, 1991, p. 1025 ss.

<sup>125</sup> Alla fine degli anni Ottanta furono infatti emanate le direttive n. 89/298/CEE e n. 90/211/CEE.

il lasso di tempo tra l'offerta degli strumenti finanziari e l'inizio delle negoziazioni in borsa, fecero infatti seguito le variazioni apportate con la delibera del 16 giugno 1992 e rese necessarie per effetto dell'emanazione del d. lgs. 27 gennaio 1992, n. 87, il quale aveva modificato l'art. 8, comma 8, del d.p.r. n. 138/1975, nonché i commi 11 e 12 del medesimo articolo, relativi all'ammissione di titoli emessi da Stati, da enti locali e da enti internazionali di carattere pubblico.

### 1.6 La creazione del Mercato telematico dei titoli di Stato (MTS)

Negli anni immediatamente precedenti la riforma che ha interessato nel 1988 il mercato secondario dei titoli di Stato<sup>126</sup>, questi ultimi, che pur erano ammessi di diritto alla quotazione in borsa, venivano "per lo più negoziati in segmenti di mercato fuori borsa, spontaneamente e senza alcuna regolamentazione"<sup>127</sup>, mentre solo una minima parte delle negoziazioni avveniva sul mercato ufficiale<sup>128</sup>.

Tale circostanza comportava una scarsa trasparenza delle negoziazioni, la quale aveva a sua volta un impatto notevole sull'efficienza del mercato.

Nella seconda metà degli anni Ottanta, in un contesto caratterizzato da un crescente indebitamento dello Stato, le Autorità competenti iniziarono a dedicare sempre maggiore attenzione alle problematiche legate alla regolamentazione delle negoziazioni aventi ad oggetto i titoli del debito pubblico. Tre furono in particolare le argomentazioni che contribuirono a

---

<sup>126</sup> Tale mercato è stato definito come "l'insieme delle negoziazioni sui titoli di siffatta specie già emessi e collocati dal Ministero del tesoro tramite apposite vendite ad asta (c.d. mercato primario)" da V. VULPETTI, *Profili istituzionali del c.d. "Mercato secondario dei Titoli di Stato"*, cit., p. 2.

<sup>127</sup> V. VULPETTI, *Profili istituzionali del c.d. "Mercato secondario dei Titoli di Stato"*, cit., p. 3. In proposito si veda anche L. TORCHIA, *Il mercato secondario dei titoli di Stato*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 1990, p. 712 ss.

<sup>128</sup> Secondo i dati riportati da E. CERVONE, *Il mercato secondario dei titoli di Stato*, in *Bancaria*, 1988, n. 5, p. 77, nel "dicembre 1980 su quasi 40 mila miliardi di Cct e Btp quotati presso la Borsa di Milano solo 39 miliardi venivano scambiati alle grida presso le corbeilles (0,10 per cento)", mentre "nel mese di dicembre 1987 gli scambi di borsa sono saliti allo 0,49% dei titoli quotati, ma si è trattato solo di 1850 miliardi su quasi 380 mila di titoli della specie quotati".

Ciò comportava una scarsa significatività dei prezzi che si formavano in borsa, prezzi che peraltro "venivano applicati dai grandi operatori nei rapporti con i piccoli investitori" (V. VULPETTI, *Profili istituzionali del c.d. "Mercato secondario dei Titoli di Stato"*, cit., p. 4).

rendere non più procrastinabile la ricerca di soluzioni regolamentari in grado di aumentare l'efficienza del mercato secondario dei titoli di Stato<sup>129</sup>:

- a) la considerazione del fatto che una maggiore efficienza di tale mercato avrebbe potuto rendere "più appetibili, a parità di rendimento, i titoli di Stato", così contribuendo "ad alleviare l'onere dell'indebitamento";
- b) la riconosciuta importanza che un mercato secondario dei titoli pubblici efficiente avrebbe potuto svolgere nell'ambito del perseguimento degli obiettivi di politica monetaria<sup>130</sup>;
- c) il convincimento che la creazione di un mercato efficiente dei titoli di Stato avrebbe potuto contribuire al "perseguimento della liberalizzazione valutaria"; ciò in quanto l'efficienza del mercato avrebbe favorito l'afflusso di investimenti di portafoglio esteri, afflusso che avrebbe potuto a sua volta attenuare, in condizioni normali, "l'effetto sulla bilancia dei pagamenti del processo di diversificazione dei portafogli finanziari dei residenti".

Da un punto di vista formale, il processo di regolamentazione del mercato secondario dei titoli di Stato prese avvio con la richiesta del Ministro del tesoro al Consiglio di Stato di un parere in

---

<sup>129</sup> Documento del Ministero del tesoro, in *Bancaria*, 1988, n. 5, p. 69.

<sup>130</sup> Già nel Rapporto della Commissione di studio istituita presso il Ministero del tesoro su "Ricchezza finanziaria, debito pubblico e politica monetaria nella prospettiva dell'integrazione internazionale", Roma, Ist. Poligrafico e Zecca dello Stato, 1987, veniva evidenziato che il "mercato secondario sta diventando sempre più la componente fondamentale del meccanismo di trasmissione della politica monetaria in tutti i paesi avanzati. In Italia lo sviluppo degli intermediari finanziari non bancari, l'instaurarsi graduale di una concorrenza tra le istituzioni finanziarie, un aumento del grado di efficienza dei mercati monetari e dei capitali hanno avviato lo spostamento del baricentro del settore finanziario dalle banche al mercato. In tale contesto, le autorità monetarie sono indotte ad allargare la loro azione dagli intermediari bancari al più ampio mercato creditizio e soprattutto a quello finanziario, per raggiungere gli obiettivi a loro affidati. L'esistenza di un debito pubblico articolato negli strumenti, ampio nel volume e diffuso tra tutte le categorie di investitori contribuirebbe a dare un maggior ruolo al mercato secondario, perché attraverso di esso la banca centrale sarebbe in grado di esercitare un'azione di controllo su tutti gli operatori, compresi quelli non finanziari e sull'intera gamma dei tassi di interesse. Se si considerano i principali strumenti d'intervento, si ha che variazioni del tasso di sconto servono soprattutto come annuncio di mutamenti della politica monetaria o delle condizioni economiche generali: quelle del coefficiente di riserva obbligatoria sono volte, influenzando sul moltiplicatore, a modificare il comportamento del sistema bancario; ambedue non permettono di controllare, se non in maniera troppo indiretta, gli altri operatori e gli altri segmenti del mercato dove non agiscono le banche. Le operazioni di mercato aperto influenzano, invece, tutte le scadenze allo stesso tempo e con maggiore flessibilità e precisione, servono a segnalare tempestivamente mutamenti nella politica monetaria perché un mercato efficiente è il migliore mezzo d'informazione, contribuiscono a fare raggiungere gli obiettivi con interventi immediati e simmetrici, producono con una trasmissione graduata, ma più rapida, risultati in tutti i comparti del sistema economico".

ordine all'individuazione degli eventuali ostacoli normativi che la allora vigente legislazione poteva porre alla creazione di mercati organizzati diversi dalla borsa<sup>131</sup>.

Il parere richiesto venne reso il 17 dicembre 1987, in esso il Consiglio di Stato evidenziava come la l. n. 272/1913 non contemplasse in realtà alcun divieto di contrattare fuori borsa, né prevedesse alcuna sanzione per le transazioni così effettuate<sup>132</sup>. Essendo inoltre il divieto di formazione di listini di prezzi diversi da quelli ufficiali di borsa contenuto non nella ricordata legge, bensì nel r.d. n. 1068/1913, esso avrebbe potuto essere superato, secondo il Consiglio di Stato, con una modifica di tale regolamento, modifica di quest'ultimo provvedimento legislativo, che venne effettivamente apportata con gli artt. 1 e 2 del d.p.r. 29 dicembre 1987, n. 556<sup>133</sup>.

Con tali articoli si dispose, più precisamente, l'inapplicabilità alle negoziazioni dei titoli emessi o garantiti dallo Stato, effettuate in forme organizzate e con rilevazione e pubblicazione dei relativi prezzi da parte di operatori finanziari, nei casi e secondo modalità stabilite con decreto del Ministro del tesoro:

- a) delle disposizioni contenute nell'art. 1 del r.d. n. 1068/1913, che prevedevano il divieto sia di utilizzare la denominazione di borsa per mercati non istituiti con l'osservanza dell'art. 1 della l. n. 272/1913, sia di formare listini di prezzi diversi dal listino di borsa;

---

<sup>131</sup> Tale processo ebbe un impulso probabilmente decisivo a seguito del manifestarsi nella seconda metà del 1987 di una seria crisi del mercato interbancario dei titoli pubblici (sul punto si veda Banca d'Italia, *Relazione annuale*, 1987, pp. 190-193; Banca d'Italia, *Bollettino economico*, n. 10, febbraio, 1988, pp. 40-41 e 43-45; G. CRISTINI, *Ancora lontana la stabilizzazione nel travagliato mercato del CCT*, in *Bancaria*, 1988, n. 9; R. ROVELLI, *Sulla riforma del mercato secondario dei titoli di Stato*, in *Rivista Milanese di Economia*, 1988, n. 25, pp. 72-73).

<sup>132</sup> Nel parere, riportato in V. MEZZACAPO, *Il mercato secondario organizzato*, cit., pp. 25-29, si ha infatti modo di leggere che la "legge 20 marzo 1913, n. 272 si limita ad istituire e disciplinare le Borse di commercio e, seppure sia implicito nell'istituzione delle Borse che esse sono la sola fonte ufficiale dei prezzi dei titoli ivi trattati, non commina nessun divieto di contrattazioni fuori borsa e nessuna sanzione, né penale, né civile, per le transazioni effettuate fuori borsa che rimangono pienamente libere e lecite".

<sup>133</sup> Pubblicato nella G.U. del 20 gennaio 1988, n. 15. La legittimità del d.p.r. n. 556/1987 venne posta in dubbio dall'Associazione degli agenti di cambio, i quali adirono il tribunale regionale amministrativo del Lazio sostenendo, tra l'altro, che con l'entrata in vigore del r.d. n. 1068/1913 il potere di emanare regolamenti di esecuzione della l. n. 272/1913 doveva ritenersi esaurito e che l'attribuzione al Ministro del tesoro del potere di emanazione del decreto con cui si doveva dare attuazione alle previsioni del decreto presidenziale impugnato costituiva atto illegittimo, in quanto rappresentava una interferenza rispetto alle competenze attribuite alla Consob. Tali rilievi non sono stati accolti dal giudice amministrativo (TAR Lazio, 1° febbraio 1989, n. 121, in *Foro it.*, 1990, III, c. 435 ss.).



b) della norma prevista dall'art. 20 del r.d. n. 1068/1913, che sanzionava con l'esclusione dai locali di borsa coloro i quali partecipavano a riunioni fuori borsa per la negoziazione di titoli e valori.

Fu tuttavia con l'emanazione del decreto del Ministro del tesoro dell'8 febbraio 1988<sup>134</sup> che venne ad essere introdotta nel nostro ordinamento una disciplina organica di quello che è stato definito il "segmento maggiore" del mercato secondario dei titoli di Stato<sup>135</sup>, ossia il mercato all'ingrosso.

Tale disciplina, che doveva, peraltro, essere integrata da una apposita convenzione sottoscritta dagli operatori aderenti al mercato per quanto concerneva l'organizzazione ed il funzionamento dello stesso, prevedeva in primo luogo che alle negoziazioni potevano partecipare soltanto determinati intermediari, suddivisi in due categorie:

a) gli operatori principali (c.d. *primary dealers*)<sup>136</sup>, iscritti su domanda in un apposito elenco tenuto dalla Banca d'Italia, alla quale era riconosciuto anche il potere di decidere in ordine all'accettazione della domanda. Con l'iscrizione nell'elenco gli operatori principali assumevano l'impegno, e nel contempo il diritto, di formulare in via continuativa offerte di acquisto e di vendita per almeno cinque<sup>137</sup> specie di titoli di Stato opportunamente differenziate per caratteristiche;

---

<sup>134</sup> Il decreto fu pubblicato nella G.U. del 15 marzo 1988, n. 62.

<sup>135</sup> V. VULPETTI, *Profili istituzionali del c.d. "Mercato secondario dei Titoli di Stato"*, cit., p. 6, il quale rileva che rimaneva invece sostanzialmente immodificata "la disciplina riguardante la trattazione in borsa dei titoli di Stato".

<sup>136</sup> Ai sensi dell'art. 2, comma 1, del decreto del Ministro del tesoro dell'8 febbraio 1988 potevano essere iscritti nell'elenco degli operatori principali soltanto:

- la Banca d'Italia;
- le aziende e gli istituti di credito;
- le commissionarie ammesse agli antirecinti alle grida delle borse valori;
- le società finanziarie ammesse a partecipare alle aste dei Buoni ordinari del Tesoro ai sensi dell'art. 6 del decreto del Ministro del tesoro del 29 dicembre 1987, purché svolgenti di fatto, quale attività esclusiva o principale, la compravendita, il possesso o la gestione o il collocamento di titoli pubblici o privati.

Ulteriori condizioni per l'iscrizione nel suddetto elenco erano costituite dal possesso da parte degli esponenti aziendali degli operatori principali di particolari requisiti di professionalità ed onorabilità, dall'esistenza di un patrimonio netto superiore a 20 miliardi di lire e dall'avvenuta stipulazione, nell'anno precedente la richiesta di iscrizione, di contratti di vendita di titoli emessi o garantiti dallo Stato per un controvalore non inferiore a 5.000 miliardi di lire.

<sup>137</sup> Il numero fu aumentato a sette a partire dal 24 ottobre 1988.

b) gli altri operatori, i quali potevano unicamente accettare le proposte formulate dai *primary dealers*<sup>138</sup>.

Il decreto ministeriale prevedeva inoltre che le negoziazioni dovessero avvenire attraverso circuito telematico (art. 1, comma 1), nel quale gli operatori principali erano tenuti ad immettere le offerte di acquisto o di vendita dei titoli da essi formulate, che potevano essere accettate esclusivamente dagli altri *primary dealers* e/o dai *dealers* ammessi a partecipare alle negoziazioni (art. 3, comma 1)<sup>139</sup>.

Per quanto concerneva i caratteri principali dell'organizzazione di tale mercato, un ruolo centrale veniva attribuito, come si è anticipato, alla convenzione stipulata dagli operatori<sup>140</sup>, la quale doveva essere sottoposta all'approvazione del Ministero del tesoro, sentita la Banca d'Italia<sup>141</sup>.

---

<sup>138</sup> In base al decreto del Ministro del tesoro dell'8 febbraio 1988 potevano operare solo come semplici *dealer*: le compagnie di assicurazione, le società di gestione dei fondi comuni di investimento mobiliare, limitatamente alla gestione stessa; le altre società finanziarie di cui all'art. 6, comma 1, del decreto del Ministro del tesoro del 29 dicembre 1987. Anche per i *dealers* veniva previsto un patrimonio netto minimo di almeno 5 miliardi di lire.

<sup>139</sup> Le negoziazioni dovevano essere effettuate in nome e per conto proprio.

<sup>140</sup> L'art. 4, comma 1, del decreto del Ministro del tesoro dell'8 febbraio 1988 stabiliva che la convenzione doveva indicare le modalità per:

- a) l'accertamento dei requisiti per l'adesione alla convenzione dei nuovi partecipanti;
- b) la fissazione di un termine di durata, comunque non inferiore a tre mesi, dell'impegno assunto dagli operatori principali di formulare in via continuativa offerte di acquisto e di vendita, per almeno cinque specie di titoli di Stato, opportunamente differenziate per caratteristiche e di partecipare attivamente al mercato;
- c) lo svolgimento delle negoziazioni e la determinazione dei meccanismi di formulazione delle offerte, con la fissazione, tra l'altro, del lotto minimo di contrattazione che non potrà essere comunque inferiore a 5 miliardi di lire;
- d) la redazione dell'elenco dei titoli oggetto di negoziazione attraverso il circuito telematico;
- e) la verifica dell'adempimento degli obblighi dei partecipanti e la sospensione o l'esclusione dei soggetti dalle negoziazioni a domanda o in caso di comportamenti non compatibili con la funzionalità delle negoziazioni;
- f) la modifica della convenzione, con l'indicazione delle maggioranze necessarie, ed il suo rinnovo alla scadenza;
- g) il riparto tra i partecipanti alla convenzione delle eventuali spese.

<sup>141</sup> La convenzione si rinnovava tacitamente di anno in anno (art. 16 della convenzione) ed era riconosciuto a ciascun partecipante il diritto di non aderire al rinnovo previa apposita comunicazione al comitato di gestione nei termini fissati dall'art. 17, comma 2, della convenzione. L'art. 4, comma 2, del decreto del Ministro del tesoro dell'8 febbraio 1988 stabiliva che il rinnovo della convenzione doveva essere comunque approvato dal Ministro del tesoro, approvazione che peraltro si doveva intendere tacitamente concessa, salvo emanazione da parte del Ministro di diverso provvedimento entro il 30 novembre di ciascun anno.

Tale convenzione, sottoscritta l'11 aprile 1988, prevedeva la creazione di una struttura composta da operatori professionali e non aperta al pubblico, che permettesse agli aderenti di effettuare transazioni aventi ad oggetto titoli emessi o garantiti dallo Stato, il cui controvalore non poteva essere inferiore a 5 miliardi di lire di valore facciale dei titoli scambiati.

Con specifico riferimento all'organizzazione del sistema di negoziazione la convenzione prevedeva l'obbligo dei partecipanti di apportare quanto necessario per l'esercizio dell'attività di coordinamento e disciplina delle negoziazioni, nonché per la predisposizione delle strutture necessarie per lo svolgimento delle contrattazioni. Veniva inoltre prevista la costituzione di tre organi: l'assemblea degli aderenti<sup>142</sup>, il comitato di gestione<sup>143</sup> ed il collegio dei revisori dei conti<sup>144</sup>.

---

Agli operatori principali veniva inoltre consentito di richiedere almeno quindici giorni prima della fine di ciascun trimestre la cancellazione dall'elenco, cancellazione che permetteva comunque all'operatore di continuare a far parte dell'organizzazione.

<sup>142</sup> L'assemblea aveva varie funzioni ed in particolare ad essa competeva ai sensi dell'art. 10 della convenzione:

- l'elezione dei c.d. operatori principali, ai quali spettava la designazione di parte dei componenti del comitato di gestione, e degli aderenti ai quali spettava la nomina del collegio dei revisori;
- l'approvazione del rendiconto annuale redatto dal comitato di gestione;
- la decisione in ordine alle modifiche della convenzione stessa ;
- la scelta del soggetto cui affidare la gestione del circuito telematico che doveva consentire la negoziazione dei titoli.

Con riferimento alle ipotesi di modifica della convenzione veniva previsto, in conformità a quanto disposto dall'art. 4, comma 3, del decreto del Ministro del tesoro dell'8 febbraio 1988, non solo che le modifiche potessero avvenire anche con provvedimento del Ministro del tesoro, il cui contenuto era considerato come automaticamente recepito nella convenzione, ma anche che ai partecipanti assenti o dissenzienti fosse riconosciuto il diritto di recesso in ogni momento (art. 11, commi 4 e 5, della convenzione).

<sup>143</sup> Ai sensi dell'art. 8 della convenzione il comitato di gestione era formato da un membro designato dall'Associazione Bancaria Italiana (ABI), al quale spettava la presidenza del comitato, da un membro nominato dall'Associazione Operatori Bancari in Titoli (ASSOBAT), un membro designato dall'Associazione Tesorieri Istituzioni Creditizie (ATIC) e da quattro membri eletti in rappresentanza degli operatori principali, di cui almeno uno doveva essere espressione degli operatori principali non bancari, "con rotazione semestrale".

Al comitato di gestione veniva riconosciuto un ruolo operativo, essendo incaricato, ai sensi dell'art. 9 della convenzione, di attuare gli scopi della stessa attraverso, tra l'altro:

- il coordinamento e la gestione delle questioni e delle problematiche "di carattere tecnico ed operativo connesse con il funzionamento del sistema";
- la gestione dei rapporti con la società alla quale veniva affidata la gestione del circuito telematico;
- l'istruttoria delle domande di iscrizione nell'elenco degli operatori principali, nonché, una volta raccolti gli elementi necessari, la trasmissione di tali domande alla Banca d'Italia per la decisione in ordine all'iscrizione;
- l'individuazione, su indicazione degli operatori principali, dei titoli da ammettere alla negoziazione;
- l'accertamento degli usi del mercato finanziario;
- la determinazione del luogo e del momento in cui i contratti relativi alle operazioni di negoziazione dovevano considerarsi conclusi.

Proprio tali disposizioni hanno indotto a qualificare la convenzione come "contratto a comunione di scopo, aperto a successive adesioni, destinato ad assolvere anche una funzione normativa", avente come effetto la creazione di "un ente associativo per l'esercizio di un'attività economica a scopo non lucrativo e ad esclusivo beneficio degli associati"<sup>145</sup>.

Passando ad esaminare il contenuto dell'attività svolta dal gestore del mercato va in primo luogo rilevato che essa poteva avere indubbiamente rilevanza esterna, in ragione sia dei rapporti intercorrenti tra il gestore e la società di gestione del circuito telematico espressamente contemplati dall'art. 9 della convenzione, sia delle relazioni tra il gestore stesso e le Autorità preposte alla vigilanza sul mercato, mentre non poteva essere altresì esclusa la possibilità di ravvisare nell'attività di gestione del mercato il carattere imprenditoriale<sup>146</sup>. Da un punto di vista prettamente operativo, la convenzione prevedeva che:

---

L'art. 9 della convenzione riconosceva inoltre al comitato di gestione il compito di ricevere ed esaminare le domande di adesione alla stessa, nonché, dopo la verifica dell'esistenza dei requisiti prescritti, di deliberare in merito. Al riguardo si è ritenuto che gli intermediari in possesso dei requisiti previsti dalla convenzione avessero un vero e proprio diritto soggettivo all'ammissione alle negoziazioni (V. MEZZACAPO, *Il mercato secondario organizzato*, cit., p. 20, il quale giungeva a conclusioni diverse in ordine all'iscrizione da parte della Banca d'Italia degli intermediari nell'elenco speciale degli operatori principali; sul punto vedasi anche C. MOTTI, *Mercati fuori borsa, nuovi mercati*, cit., p. 326).

Infine, l'art. 12, comma 3, della convenzione individuava nel comitato di gestione l'organo competente a decidere in ordine alla sospensione, esclusione e decadenza degli aderenti in presenza di violazioni degli impegni e delle modalità operative derivanti dall'applicazione della convenzione. In tali casi la decisione di sospendere, escludere e/o ritenere decaduto un aderente doveva essere assunta con il voto favorevole di almeno 5 componenti.

<sup>144</sup> Ai sensi del combinato disposto degli artt. 10-bis e 10, comma 1, lett. f), della convenzione, i revisori venivano designati dagli aderenti alla convenzione a tal fine eletti dall'assemblea ordinaria. Ai revisori, il cui incarico aveva una durata annuale, l'art. 10-bis, comma 2, attribuiva il compito di controllare la gestione contabile ed i rendiconti semestrali del comitato di gestione e di riferire annualmente all'assemblea.

<sup>145</sup> C. MOTTI, *Mercati fuori borsa, nuovi mercati*, cit., p. 308, la quale ha posto in dubbio la possibilità di qualificare tale ente come consorzio, in quanto il servizio prestato dall'ente associativo difficilmente poteva essere ricompreso nella nozione di "fase" delle attività delle imprese esercitate dagli associati, costituendo l'organizzazione delle operazioni di negoziazione non uno strumento per ottimizzare le attività degli aderenti alla convenzione, bensì l'unica modalità attraverso la quale svolgere l'attività di negoziazione. Tale conclusione, espressa peraltro dall'A. in termini dubitativi, non sembra essere convincente. Le negoziazioni potevano infatti essere effettuate, senza aderire alla convenzione, anche al di fuori del mercato, per cui l'organizzazione del mercato ben poteva essere considerata una modalità che permetteva il miglior svolgimento di una delle attività degli aderenti alla convenzione.

<sup>146</sup> C. MOTTI, *Mercati fuori borsa, nuovi mercati*, cit., pp. 309-310, la quale ha ritenuto non potesse assumere rilevanza decisiva il sistema di contribuzione ai costi previsto nella convenzione mediante la ripartizione degli stessi sulla base del rendiconto annuale indipendentemente dall'effettivo utilizzo.

In realtà, se a tale sistema di copertura dei costi si aggiunge la circostanza che non era previsto il pagamento di diritti agli emittenti dei titoli ammessi alla negoziazione, né la possibilità di cedere a pagamento i dati relativi alle informazioni concernenti le negoziazioni che avvenivano sul mercato, e, se

- le proposte dovevano essere formulate tutti i giorni di borsa aperta dalle ore 10 alle ore 13 e dalle ore 15 alle ore 16 (art. 4, comma 3, della convenzione). Tali proposte potevano essere modificate in qualsiasi momento, fermo restando l'obbligo dell'operatore principale di concludere almeno un contratto per il quantitativo minimo ed al prezzo proposto se la proposta di negoziazione era giunta al *primary dealer* prima della cancellazione della propria proposta. Inoltre, veniva previsto che le modifiche dei prezzi dovevano avvenire entro il termine massimo di cinque minuti dalla cancellazione della proposta antecedente (tale termine veniva elevato a quindici minuti per tutti i titoli quotati se era stata effettuata almeno una transazione al prezzo precedente) (art. 4, comma 5, della convenzione);
- le transazioni dovevano avvenire attraverso il sistema telematico ed eventualmente per telefono, ma solo nell'ipotesi di mancato funzionamento del circuito telematico (art. 7, comma 1, della convenzione);
- il contratto si doveva intendere concluso nel luogo dove il proponente aveva la sua sede legale e nel momento in cui aveva ricevuto notizia dell'accettazione (art. 7, comma 4, della convenzione);
- il regolamento delle operazioni doveva avvenire "a pronti", secondo gli usi dei mercati finanziari (art. 7, comma 3, della convenzione), con l'immissione delle operazioni nella liquidazione giornaliera titoli presso la Stanza di Compensazione (art. 7, comma 5, della convenzione);
- gli operatori principali erano tenuti a comunicare alla Banca d'Italia ed alla Consob, con le modalità da esse stabilite e nello stesso giorno di contrattazione, le notizie relative ai contratti conclusi (art. 5, comma 1, del decreto ministeriale)<sup>147</sup>.

Per quanto concerneva la struttura dei controlli sul mercato, va rilevato che compiti di vigilanza erano riconosciuti in prima battuta al comitato di gestione, il quale doveva seguire in via continuativa l'andamento delle negoziazioni ed autorizzare le interruzioni temporanee dell'obbligo degli operatori principali di formulare proposte (art. 9 della convenzione).

---

si considera attendibile l'affermazione secondo cui il criterio di ripartizione dei costi non solo avrebbe avuto carattere solidaristico, ma avrebbe altresì impedito di "ravvisare nei rapporti tra gestore ed associati le caratteristiche dello scambio" (C. MOTTI, *Mercati fuori borsa, nuovi mercati*, cit., p. 309), non pare possa davvero residuare alcuno spazio per qualificare come imprenditoriale l'attività di gestione del mercato.

<sup>147</sup> Il successivo comma 2 disponeva inoltre che la Banca d'Italia era tenuta ad elaborare in forma aggregata e pubblica le informazioni relative ai prezzi minimi, massimi e medi ponderati, nonché alle quantità negoziate attraverso il sistema.

Alla Banca d'Italia spettava non solo, come si è in precedenza accennato, il compito di tenere l'elenco degli operatori principali e di iscrivervi gli intermediari che facevano richiesta, una volta accertata la sussistenza dei requisiti prescritti, ma anche la gestione del servizio di *clearing* delle operazioni concluse nel mercato<sup>148</sup>. In tal modo essa veniva posta nelle condizioni di conoscere "la posizione in titoli di ciascun aderente, tramite i sistemi di custodia e amministrazione accentrata ai quali essi sono obbligati ad aderire"<sup>149</sup>.

Al Ministro del tesoro non veniva invece riconosciuto, almeno formalmente, alcun ruolo di vigilanza diretta sul mercato, essendo conferito alla Consob, nell'ambito dell'esercizio dei poteri di controllo attribuiti dalle "vigenti disposizioni", il potere di "adottare i provvedimenti di sua competenza"<sup>150</sup>.

La Consob doveva peraltro comunicare al Ministro del tesoro le irregolarità riscontrate che comportavano disfunzioni del mercato (art. 6 del decreto ministeriale) e proprio tale obbligo che non poteva che essere funzionale all'esercizio da parte del Ministro di quel potere di conformazione della struttura del mercato riconosciutogli attraverso la possibilità di modificare il decreto istitutivo del mercato stesso, oltre ai seri dubbi in ordine alla effettiva portata dei poteri che la Consob poteva esercitare con riferimento al mercato secondario<sup>151</sup>, contribuisce a

---

<sup>148</sup> L'art. 3, comma 3, del decreto del Ministro del tesoro dell'8 febbraio 1998 stabiliva che i soggetti che avevano sottoscritto la convenzione o aderito alla stessa, dovevano, "ove ciò sia richiesto dalla Banca d'Italia ai fini della migliore esecuzione dei contratti, intrattenere rapporti di deposito con la Banca d'Italia e la Monte titoli S.p.a. ed aderire alla liquidazione giornaliera dei titoli presso le stanze di compensazione, direttamente o attraverso altri soggetti abilitati".

<sup>149</sup> C. MOTTI, *Mercati fuori borsa, nuovi mercati*, cit., p. 328. In realtà, tale informazione era rilevante non in sé, ma in quanto consentiva alla Banca d'Italia di monitorare l'attività delle banche che aderivano alla convenzione e quindi di meglio esercitare quei poteri che le norme in tema di controllo sull'attività bancaria le assegnavano. Dato, inoltre, che la maggior parte degli operatori erano banche, le suddette norme consentivano alla Banca d'Italia, seppur indirettamente, di controllare anche il comportamento degli operatori bancari nel mercato e, quindi, le negoziazioni che ivi avvenivano.

<sup>150</sup> Ai sensi dell'art. 8, comma 3, della convenzione un funzionario della Consob aveva diritto di partecipare alle sedute del comitato di gestione "ai fini dell'esercizio delle funzioni di competenza", mentre dalla prima parte della medesima norma risultava che la presenza di un delegato della Banca d'Italia doveva considerarsi obbligatoria.

<sup>151</sup> In proposito si è rilevato che sarebbe stato da "escludere, anzitutto, che si sia inteso rinviare in blocco alle vigenti disposizioni in tema di organizzazione e funzionamento delle Borse «ufficiali» e di ammissione dei titoli alla quotazione, per la maggior parte incompatibili con le caratteristiche strutturali ed operative proprie del mercato secondario dei titoli di Stato". In particolare è stato ritenuto "inconcepibile l'esercizio dei poteri relativi al «controllo di qualità» sui titoli per i quali sia richiesta la quotazione (si tratta infatti di titoli ammessi alla quotazione di Borsa di diritto) o al potere di richiedere ed ordinare la diffusione di notizie ed informazioni concernenti gli emittenti (superflui in considerazione del ruolo dello Stato, come emittente e garante), o ai poteri ordinatori relativi alla fissazione del calendario delle sedute e dell'ordinato svolgimento delle contrattazioni (...). La conclusione potrebbe

spiegare le ragioni che hanno indotto ad affermare che “la potestà di controllo della Consob è indefinita e comunque marginale, preminente essendo la potestà della Banca d'Italia e *in apicibus* quella del Ministro del tesoro”<sup>152</sup>.

Il decreto ministeriale dell'8 febbraio 1988 è stato successivamente modificato, seppur marginalmente, ed infine abrogato dal decreto del Ministro del tesoro del 24 febbraio 1994, il quale costituì una specie di testo unico della disciplina regolamentare sia del mercato secondario dei titoli di Stato sia del mercato italiano dei *futures*, istituito con decreto del Ministro del tesoro del 18 febbraio 1992.

Per quanto concerne il mercato secondario dei titoli di Stato, le modifiche più rilevanti rispetto alla regolamentazione previgente riguardarono in primo luogo i soggetti che potevano essere ammessi alle negoziazioni ed in particolare il riconoscimento anche per determinati operatori esteri della possibilità di operare sul mercato.

Venne inoltre espressamente introdotto un ulteriore requisito per il mantenimento della qualifica di operatore principale: l'art. 3, comma 2, lett. b) del decreto subordinava infatti il permanere dell'iscrizione nel relativo elenco alla circostanza che l'intermediario iscritto avesse svolto attività di acquisto e di vendita per una quota pari ad almeno l'uno per cento su base annua delle operazioni effettuate nel mercato .

Si istituì poi una sezione speciale dell'elenco degli operatori principali, nella quale avevano diritto di essere iscritti gli intermediari in possesso dei requisiti individuati nell'art. 4 del decreto. Gli operatori iscritti in tale sezione potevano richiedere l'iscrizione nell'elenco degli “specialisti in titoli di Stato” tenuto presso il Ministero del tesoro e che consentiva l'accesso riservato ad appositi collocamenti supplementari di titoli di Stato.

Ulteriore innovazione fu rappresentata dalla previsione della figura del c.d. *interdealer broker*, intermediario costituito sotto forma di società per azioni e dotato di un patrimonio netto di almeno 17 miliardi di lire, il cui oggetto sociale doveva consistere nell'attività di negoziazione di titoli quotati nel mercato telematico secondario esclusivamente con operatori ad esso aderenti

---

essere diversa relativamente a taluni poteri di intervento (penso in particolare alla possibilità di sospendere le contrattazioni in presenza di circostanze eccezionali) rispetto ai quali le differenze di struttura non si rivelano d'ostacolo. Tuttavia si tratta pur sempre di poteri che presuppongono il riconoscimento del nuovo mercato secondario come vera e propria Borsa: e questo è precisamente il punto controverso” (C. MOTTI, *Mercati fuori borsa, nuovi mercati*, cit., pp. 325-326).

<sup>152</sup> G. MINERVINI, *La Consob. Lezioni di diritto dei mercati finanziari*, Napoli, 1989, p. 154.

ed, eventualmente, nella negoziazione in nome e per conto proprio dei medesimi valori mobiliari, negoziazione che doveva comunque avvenire sempre nel mercato telematico .

Le innovazioni introdotte dal decreto del Ministro del tesoro del 18 febbraio 1992 non modificarono dunque le caratteristiche di fondo della regolamentazione del mercato telematico dei titoli di Stato, il quale continuava pertanto a differenziarsi, rispetto alle borse valori ed ai mercati ristretti, per la maggiore rilevanza che veniva riconosciuta agli intermediari nell'organizzazione e nel funzionamento dei mercati. La circostanza che il mercato telematico fosse sorto per iniziativa del Ministro del tesoro e che la sua regolamentazione fosse affidata, quantomeno per ciò che riguardava i principi di fondo della struttura organizzativa, allo stesso Ministro, ha indotto parte della dottrina ad escludere tuttavia la possibilità di qualificarlo come organizzazione privatistica dotata di un effettivo potere di autoregolamentazione<sup>153</sup> e ad evidenziare il rischio di abusi che la scelta operata dal d.p.r. n. 556/1987 poteva comportare<sup>154</sup>.

### 1.7 La legge sulle Società di intermediazione mobiliare (SIM)

L'insieme dei compiti, anche normativo-regolamentari, che vennero riconosciuti alla Consob, con la l. n. 216/1974 e con la l. n. 281/1985, la conseguente acquisizione da parte della stessa di competenze tecniche specialistiche, nonché la natura di autorità indipendente che ad essa fu attribuita, assicurarono indubbiamente una maggiore attenzione alla tutela del risparmio ed una maggiore flessibilità nella regolamentazione dei mercati italiani rispetto a quanto fosse dato riscontrare in precedenza, ma non mutarono il carattere marcatamente pubblicistico dei mercati stessi.

Nel 1987 la Consob presentò, a seguito di una procedura di consultazione che vide coinvolte le varie categorie di intermediari, un documento intitolato "Linee di progetto per una riforma del mercato borsistico", in cui venivano evidenziate le esigenze che spingevano verso una rivisitazione del modello di disciplina dei mercati mobiliari italiani.

---

<sup>153</sup> R. COSTI, *Verso la riforma dei mercati regolamentati*, cit., p. 208; G. FERRARINI, *La riforma dei mercati finanziari e il Testo unico*, in AA.VV., *La riforma dei mercati finanziari*, a cura di G. Ferrarini e P. Marchetti, Roma, 1998, p. 35; C. MOTTI,  *Mercati fuori borsa, nuovi mercati*, cit., p. 297 ss.

<sup>154</sup> In particolare, secondo L. TORCHIA, *Il mercato secondario dei titoli di Stato*, cit., p. 712, la circostanza che il potere di regolazione del mercato, quanto meno con riferimento ai principi generali, fosse attribuito allo stesso soggetto che emetteva gli strumenti negoziati sullo stesso avrebbe potuto "facilmente trasformarsi in una disciplina di privilegio, qualora i poteri relativi non fossero esercitati con senso di responsabilità".



Tra i motivi che inducevano a ritenere necessaria la riforma della regolamentazione dei mercati, la Consob individuava in primo luogo il processo di integrazione dei mercati internazionali, derivante anche dai provvedimenti di armonizzazione adottati dal legislatore comunitario nella prospettiva della realizzazione di quella libera circolazione dei capitali che rappresentava uno degli obiettivi fondamentali del Trattato di Roma.

Veniva inoltre dato ampio risalto alla progressiva diffusione delle tecniche telematiche, le quali, consentendo sia la crescita del livello di concorrenzialità tra gli operatori mobiliari, sia la gestione di un volume elevato di negoziazioni, stavano contribuendo ad aumentare sensibilmente la qualità dei prezzi espressi nei mercati dove tali tecniche venivano utilizzate ed a ridurre contestualmente i costi legati all'attività di intermediazione.

In un contesto caratterizzato da una sempre maggiore competitività tra le piazze finanziarie, nonché dalla liberalizzazione dei movimenti dei capitali, vi era quindi il concreto rischio, secondo l'Autorità di vigilanza dei mercati, che il sistema finanziario italiano fosse destinato ad assumere un ruolo del tutto marginale nel panorama internazionale, con serie ripercussioni per l'intero sistema-Paese.

Anche in conseguenza dell'apparato normativo risalente, il funzionamento delle borse valori italiane mostrava segni di marcata inefficienza e per superare tale situazione secondo la Consob era necessario:

- a) migliorare le strutture organizzative del mercato attraverso l'introduzione di un sistema informativo in grado di gestire le contrattazioni, dalla fase di conferimento dell'ordine a quella di liquidazione;
- b) introdurre il sistema dell'asta continua per le negoziazioni di borsa;
- c) introdurre una regola di concentrazione per tutti gli scambi aventi ad oggetto titoli quotati, salvo eventuali eccezioni;
- d) prevedere la possibilità di istituire nuove categorie di operatori finanziari e predisporre una disciplina specifica delle attività da questi svolta.

Le proposte formulate dalla Consob nelle "Linee di progetto per una riforma del mercato borsistico" furono in gran parte recepite dalla l. 1 gennaio 1991, n. 1, con cui, come noto, da un lato si introdusse una nuova figura di intermediario mobiliare polifunzionale (la c.d. società di intermediazione mobiliare), destinata a subentrare agli agenti di cambio nell'attività di negoziazione per conto terzi sui mercati<sup>155</sup>, e, dall'altro, si adottò una regolamentazione

---

<sup>155</sup> Con l'art. 19, comma 2, l. n. 1/1991, si precisò che "(d)alla data di entrata in vigore della presente legge non sono più banditi concorsi per la nomina di agenti di cambio".

specifica per l'attività di intermediazione mobiliare<sup>156</sup>, con sottoposizione della stessa alla vigilanza della Banca d'Italia, per quanto concerneva i profili legati alla stabilità degli intermediari, e a quella della Consob per gli aspetti attinenti all'informazione, alla correttezza del comportamento degli intermediari ed alla regolarità delle negoziazioni.

Accanto a queste innovazioni, la l. n. 1/1991 prevedeva inoltre una profonda riorganizzazione dei mercati borsistici, che prese l'avvio con l'istituzione presso ogni borsa valori, del Consiglio di borsa<sup>157</sup>, composto in prevalenza da rappresentanti degli intermediari e degli emittenti<sup>158</sup>, al quale fu trasferita "la titolarità dei poteri e delle attribuzioni già spettanti alle camere di

---

<sup>156</sup> L'art. 1 della l. n. 1/1991 qualificava come attività di intermediazione mobiliare:

- a) "[la] negoziazione per conto proprio o per conto terzi, ovvero sia per conto proprio che per conto terzi, di valori mobiliari;
- b) [il] collocamento e [la] distribuzione di valori mobiliari con o senza preventiva sottoscrizione o acquisto a fermo; ovvero assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente;
- c) [la] gestione di patrimoni, mediante operazioni aventi ad oggetto valori mobiliari;
- d) [la] raccolta di ordini di acquisto o vendita di valori mobiliari;
- e) [la] consulenza in materia di valori mobiliari;
- f) [la] sollecitazione del pubblico risparmio effettuata mediante attività anche di carattere promozionale svolta in luogo diverso da quello adibito a sede legale o amministrazione principale dell'emittente, del proponente l'investimento o del soggetto che procede al collocamento (...)"

Si prevedeva inoltre che l'esercizio professionale nei confronti del pubblico dell'attività di intermediazione mobiliare fosse riservato alle società di intermediazione mobiliare, alle aziende ed agli istituti di credito autorizzati dalla Banca d'Italia, che però non potevano esercitare l'attività di negoziazione di valori mobiliari diversi dai titoli di Stato o garantiti dallo Stato (art. 16, comma 1, l. n. 1/1991), alle società fiduciarie, le quali potevano svolgere solo l'attività di gestione di patrimoni in nome proprio e per conto altrui (art. 17, l. n. 1/1991), ed agli agenti di cambio, limitatamente allo svolgimento dell'attività di negoziazione per conto terzi in borsa e nel mercato ristretto, nonché delle altre attività consentite dalle disposizioni vigenti (art. 19, l. n. 1/1991).

<sup>157</sup> Con l'art. 41 della l. n. 724/1994 venne riconosciuta al Consiglio di borsa la personalità giuridica e la piena autonomia finanziaria. Dibattuta era la natura giuridica di tale organo, dato che secondo alcuni doveva essere considerato una persona giuridica privata (così V. MEZZACAPO, *Sub artt. 56-57*, in AA.VV., *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari. Commento al Decreto Legislativo 23 luglio 1996, n. 415 di recepimento della direttiva EUROSIM*, a cura di F. Capriglione, Padova, 1997, p. 481), mentre per altri aveva natura pubblica (R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 232; Cons. Stato, sez. III, 28 settembre 1993, che lo riteneva un organo del Ministro del tesoro, nonché, sembrerebbe, A. MACCHIATI-E. PAGONI, *Mercato e organi di vigilanza*, in AA.VV., *Borse valori in Italia e in Europa. Analisi e prospettive*, a cura di R. Camaiti, Padova, 1996, p. 49).

<sup>158</sup> L'art. 24, comma 2, della l. n. 1/1991 precisava che il Consiglio di borsa era nominato per un triennio con decreto del Ministro del tesoro ed i suoi membri erano designati uno dalla Consob, uno dalla Banca d'Italia, uno dal consorzio camerale per il coordinamento delle borse valori, sette dalle società di intermediazione mobiliare, due dalle aziende e dagli istituti di credito autorizzati allo svolgimento di attività di intermediazione mobiliare e due dalle società e dagli enti emittenti i valori mobiliari negoziati presso le borse valori e i mercati ristretti.

commercio, ai comitati direttivi degli agenti di cambio, alle commissioni per il listino ed alle deputazioni di borsa"<sup>159</sup> (art. 24, comma 1, l. n. 1/1991).

Vennero inoltre considerevolmente ampliati i poteri normativi riconosciuti alla Consob, attraverso quella che è stata definita "una sostanziale delegificazione" della disciplina del mercato mobiliare<sup>160</sup>.

Ai sensi dell'art. 20 della l. n. 1/1991 si stabiliva infatti che la Consob, attraverso propri regolamenti aveva la facoltà di:

- a) determinare le modalità di negoziazione, anche diverse dalla negoziazione alle grida, ed "ivi compresa la negoziazione, mediante offerte pubbliche di operatori in proprio, a condizione che le modalità stesse (...) [fossero in grado di garantire] condizioni di concorrenzialità e competitività fra gli operatori, dei titoli quotati in borsa o negoziati nel mercato ristretto";
- b) adottare "le disposizioni necessarie per l'organizzazione ed il funzionamento delle strutture, ivi comprese quelle telematiche ed informatiche, necessarie allo svolgimento delle contrattazioni nelle diverse modalità" eventualmente determinate dalla Consob, ai sensi del punto a);
- c) stabilire che le negoziazioni di titoli quotati in borsa o negoziati nel mercato ristretto avvenissero con l'ausilio di strutture informatiche e telematiche in grado di mettere in contatto le singole borse, dettando le norme per il funzionamento e l'organizzazione di tale mercato.

Mediante l'emanazione di propri regolamenti, la Consob era altresì legittimata ad istituire e regolamentare mercati, anche locali, per la negoziazione dei valori mobiliari non quotati e non negoziati nel mercato ristretto (art. 20, commi 4, 5, 6 e 7, l. n. 1/1991)<sup>161</sup>.

---

<sup>159</sup> Ai sensi dell'art. 24, comma 1, l. n. 1/1991 i poteri e le funzioni che, in base all'art. 1 del d.p.r. n. 138/1975, potevano essere oggetto di delega da parte della Consob a favore degli organi locali di borsa, erano delegabili non più a questi soggetti, bensì al Consiglio di borsa, il quale, a sua volta, poteva delegare proprie attribuzioni alle Camere di commercio nei limiti delle competenze che queste avevano al momento dell'entrata in vigore della riforma.

<sup>160</sup> F. FRANCIOSI, *Sub art. 50*, in AA.VV., *L'Eurosim. D. Lgs. 23 luglio 1996, n. 415*, a cura di G.F. CAMPOBASSO, Milano, 1997, p. 332; G. MINERVINI, *SIM e riorganizzazione del mercato mobiliare. Alcuni appunti su una legge difficile*, in *Corr. Giur.*, 1991, p. 129 ss.

<sup>161</sup> Per quanto concerne i principi cui la Consob si doveva attenere nell'emanazione delle regole relative ai nuovi mercati, va ricordato che nella individuazione delle modalità di organizzazione e funzionamento dei mercati, e quindi nella determinazione delle modalità di negoziazione e di accesso dei valori mobiliari e degli intermediari alle negoziazioni stesse, delle modalità di pubblicazione e di diffusione dei prezzi, di regolamento e di liquidazione delle operazioni, dell'istituzione, delle attribuzioni e dei poteri

Anche per tali mercati veniva previsto, attraverso il richiamo operato dall'art. 20, comma 7, della l. n. 1/1991 all'art. 3, comma 1, lett. f) e g) della l. n. 216/1974 ed al d.p.r. n. 138/1975, dichiarati applicabili "in quanto compatibili", da un lato l'assoggettamento degli stessi alla vigilanza della Consob, dall'altro il potere di quest'ultima di determinare i requisiti per l'ammissione alla quotazione, i tipi di contratti ammessi, i sistemi di quotazione, le modalità di accertamento dei prezzi e di formazione del listino, le tariffe di mediazione, gli importi minimi negoziabili per ciascun titolo quotato, posto che tali compiti potevano essere riconosciuti in capo all'Autorità di vigilanza già sulla base dell'art. 20, comma 5, della l. n. 1/1991, nonché di determinare i contenuti e le modalità di pubblicazione del prospetto informativo.

La possibilità di istituire nuovi mercati non fu, peraltro, l'unica novità che la l. n. 1/1991 introdusse con riferimento all'organizzazione degli scambi di valori mobiliari: l'art. 23 della legge prevedeva che la Consob potesse altresì "autorizzare, nell'ambito delle borse valori, le negoziazioni di contratti uniformi a termine su strumenti finanziari collegati a valori mobiliari quotati nei mercati regolamentati, tassi di interesse e valute, ivi compresi quelli aventi ad oggetto indici su tali valori mobiliari, tassi di interesse e valute". Anche la disciplina dell'organizzazione e delle modalità di svolgimento delle negoziazioni sui predetti contratti a termine era demandata alla Consob (art. 23, comma 2, l. n. 1/1991).

Recependo l'esigenza di disciplinare anche la fase del *post-trading*<sup>162</sup>, l'art. 22 della l. n. 1/1991 stabiliva che alla Consob spettava il compito di emanare, d'intesa con la Banca d'Italia, disposizioni concernenti sia le modalità di tempo per la liquidazione delle operazioni, nonché gli adempimenti complementari a tali liquidazioni, sia l'istituzione, l'organizzazione ed il funzionamento di una cassa di compensazione e garanzia, con capitale sottoscritto dai soggetti ammessi alle contrattazioni, avente lo scopo di assicurare il buon fine e la compensazione dei

---

del comitato di gestione composto da soggetti ammessi alle negoziazioni, la Consob doveva verificare che tali regole fossero adeguate ai fini della tutela del pubblico risparmio (art. 20, comma 5, l. n. 1/1991). Sempre nella prospettiva della tutela del risparmio, veniva inoltre previsto che la Consob dovesse determinare le informazioni concernenti i mercati che dovevano essere rese note al pubblico prima dell'inizio delle negoziazioni, nonché le modalità della loro pubblicazione (art. 20, comma 6, l. n. 1/1991).

<sup>162</sup> Sul punto si vedano ASSOGESTIONI, *Legge 2 gennaio 1991, n. 1. Un commento preliminare al titolo II*, Quaderno di documentazione e ricerca n. 8, Roma, 1991, p. 31 ss.; C. COLTRO CAMPI, *La nuova disciplina dell'intermediazione e dei mercati mobiliari*, (commento alla l. 2 gennaio 1991, n. 1), Torino, 1991, p. 125 ss.; F. CIRILLO, *Sub art. 22 l. 1/1991*, in *Commentario breve al codice civile. Leggi complementari*, a cura di G. Alpa e P. Zatti, Padova, 1995, p. 2443 ss.; M. PERASSI, *Sub art. 23 l. 1/1991*, in *Commentario breve al codice civile. Leggi complementari*, cit., p. 2446 ss.

contratti stipulati, mediante il deposito presso di essa di margini a garanzia dei contratti stessi<sup>163</sup>.

Per quanto concerne la ristrutturazione dei mercati borsistici, delineata nella l. n. 1/1991, va osservato che essa avvenne progressivamente secondo alcune tappe fondamentali<sup>164</sup>, rappresentate:

- a) dal passaggio, avviato con la delibera Consob del 2 ottobre 1991 n. 5498, alla liquidazione per contante dei contratti sui valori mobiliari negoziati nei mercati regolamentati;
- b) dall'emanazione, avvenuta con la delibera Consob del 20 novembre 1991, n. 5564, del regolamento per il funzionamento del sistema telematico delle borse valori italiane<sup>165</sup>, con il quale si abbandonò il sistema di negoziazione alle grida in favore di un sistema telematico ad asta continua<sup>166</sup>;
- c) dall'istituzione, con provvedimento adottato dalla Consob, d'intesa con Banca d'Italia, in data 16 marzo 1992, della Cassa di compensazione e garanzia, cui venne affidata la gestione del fondo di garanzia della liquidazione.

Relativamente, invece, ai "nuovi mercati", essi vennero disciplinati con il regolamento Consob avente ad oggetto "l'istituzione di mercati nazionali per la negoziazione di valori mobiliari non quotati in borsa e non negoziati nel mercato ristretto", approvato con la delibera del 30 settembre 1994, n. 8469<sup>167</sup> e successivamente modificato con la delibera del 5 dicembre 1995, n. 9628.

---

<sup>163</sup> L'art. 23, comma 2, lett. f), della l. n. 1/1991 prevedeva che la cassa di compensazione e garanzia fosse il soggetto tramite il quale doveva avvenire la liquidazione dei contratti uniformi a termine negoziati nei mercati regolamentati autorizzati dalla Consob e che presso la cassa dovessero essere depositati, nella misura e con le modalità stabilite dalla Consob, i margini che dovevano garantire le operazioni aventi ad oggetto tali contratti.

<sup>164</sup> G. FERRARINI, *La riforma dei mercati finanziari e il Testo Unico*, cit., p. 34.

<sup>165</sup> Tale regolamento fu sostituito dal regolamento emanato con la delibera n. 8221 del 1994. Dal 1° gennaio 1994 la gestione del sistema telematico di contrattazione della borsa valori, nonché la progettazione e la realizzazione degli interventi su tale sistema, venne affidata in concessione esclusiva ad una società consortile per azioni (CED Borsa).

<sup>166</sup> Per una prima descrizione del meccanismo di funzionamento di un sistema telematico di contrattazioni si veda A.M. D'ARCANGELIS, *Operatività del mercato azionario*, in AA.VV., *Borse valori in Italia e in Europa*, cit., p. 224 ss.

<sup>167</sup> L'emanazione del regolamento era stata preceduta dalla diffusione da parte della Consob, nel maggio 1993, di un documento contenente le «Linee di indirizzo per l'istituzione di un mercato destinato in via principale alla negoziazione di valori mobiliari emessi da piccole e medie imprese», con cui si invitavano gli interessati a formulare proposte sul contenuto del regolamento di attuazione dell'art. 20, commi 4-7,

Con tale provvedimento la Consob stabilì, in primo luogo, che al comitato promotore del mercato competeva la redazione di un "regolamento speciale", contenente le disposizioni che dovevano disciplinare l'organizzazione ed il funzionamento del mercato, che doveva essere "adottato" dalla Consob, previa verifica sia della sua conformità al regolamento generale da essa emanato ed alle norme della l. n. 1/1991, sia della sussistenza di tutta una serie di condizioni che riguardavano gli emittenti, i titoli negoziabili, il sistema di negoziazione<sup>168</sup>, gli intermediari ammessi ad operare sul mercato<sup>169</sup>, ferma restando in ogni caso la verifica della "adeguatezza dell'iniziativa ai fini della tutela del pubblico risparmio".

Anche le eventuali modificazioni del "regolamento speciale" dovevano essere approvate, su proposta del comitato promotore, dalla Consob<sup>170</sup>, alla quale veniva riconosciuto il potere di

---

della l. n. 1/1991 (sul punto si veda P. VALENTINO, *Istituzione e funzionamento dei mercati nazionali*, in *Società*, 1994, p. 1612).

<sup>168</sup> Sul punto il regolamento Consob lasciava al comitato promotore la scelta tra due opzioni alternative: l'organizzazione di un mercato di operatori per conto proprio oppure l'istituzione di un mercato ad asta. Nel primo caso il regolamento speciale doveva però prevedere la presenza di *market makers* che avrebbero dovuto offrire continuamente quotazioni, in domanda ed in offerta, per un periodo minimo di tempo e per un quantitativo prestabilito di titoli, mentre nel caso si fosse optato per il mercato ad asta il regolamento doveva stabilire, sempre al fine di assicurare liquidità al mercato, la presenza di *specialists* che erano tenuti garantire continuità nelle contrattazioni con proprie proposte di acquisto e vendita.

<sup>169</sup> Tra i requisiti per l'istituzione del mercato vennero individuati, in particolare:

- a) la manifestazione da parte di almeno cinquanta società, con una capitalizzazione complessiva pari ad almeno 500 miliardi di lire, della propria intenzione di richiedere l'ammissione alle negoziazioni al nuovo listino;
- b) la presenza di almeno venti intermediari abilitati, i quali dovevano svolgere, oltre ai compiti di negoziazione nei confronti della clientela, anche quelli di fornitori di liquidità al mercato nella funzione di *specialist* ovvero di *market maker*;
- c) la costituzione di un fondo per almeno 2 miliardi di lire, destinato in particolare all'acquisto del sistema telematico (in alternativa poteva essere costituita una apposita società di servizi, con capitale «esistente» di almeno 2 miliardi di lire, la quale doveva essere in grado di fornire "le strutture ed i servizi per il funzionamento del mercato");
- d) la predisposizione di un piano di fattibilità dal quale doveva emergere, tra l'altro, il punto di pareggio tra i costi ed i ricavi relativi al mercato.

Per quanto riguardava le condizioni richieste per l'ammissione a negoziazione delle azioni, veniva stabilito che esse dovevano essere liberamente trasferibili e diffuse tra il pubblico (il requisito della diffusione tra il pubblico si presumeva realizzato se la società aveva almeno cento soci ed un flottante pari al 15% del capitale), mentre le società emittenti dovevano avere un patrimonio netto di almeno 2,5 miliardi di lire e presentare l'ultimo bilancio in utile, nonché assoggettato a certificazione.

Si prevedeva inoltre la preventiva redazione di un prospetto informativo, predisposto secondo quanto previsto dal regolamento Consob, nonché la pubblicazione del prospetto stesso prima dell'inizio delle negoziazioni, anche mediante avviso su un quotidiano nazionale.

<sup>170</sup> Si è ritenuto che l'istituzione del mercato avrebbe comportato lo scioglimento del comitato promotore e la sua sostituzione con il comitato di gestione (P. VALENTINO, *Istituzione e funzionamento dei mercati nazionali*, cit., p. 1613, secondo il quale non si sarebbe comunque avuta "continuazione tra i due

modificare il regolamento stesso "al fine di assicurare il corretto funzionamento del mercato e in tutti i casi in cui lo (...) [richiedeva] la tutela del pubblico risparmio".

La gestione del mercato vedeva nel comitato di gestione, i cui membri erano nominati dalla Consob, l'organo di riferimento<sup>171</sup>, dato che ad esso era demandato non solo il compito di procedere alla predisposizione del "regolamento speciale" del mercato, ma anche compiti organizzativi (accertamento dei prezzi, fissazione del calendario di borsa, ecc.), di gestione<sup>172</sup> e di ammissione alla negoziazione dei titoli e degli intermediari.

Ai comitati locali erano assegnate funzioni di promozione ed assistenza alle imprese interessate alla quotazione nel mercato, nonché poteri consultivi sia nell'ambito della procedura di quotazione (art. 20), sia nel procedimento che poteva portare alla sospensione o alla revoca dalla quotazione dei titoli (art. 21).

Per quanto concerneva la vigilanza sul mercato, il regolamento in esame attribuiva alla Consob non solo compiti connessi con il riconoscimento del mercato, ma anche funzioni di controllo nei confronti del comitato di gestione e degli altri organismi del mercato (art. 30-32), nonché sul mercato stesso. Queste ultime, in particolare, potevano essere esercitate attraverso la richiesta di dati e notizie in capo agli emittenti (art. 33, commi 2 e 3), tramite interventi tecnici sul sistema telematico (art. 17) e sulle negoziazioni (art. 33, comma 1). Inoltre, nei confronti degli emittenti sia la Consob che il comitato di gestione potevano, ai sensi dell'art. 6, comma 5, lett. e), esercitare i poteri di indagine e di acquisizione di informazioni previsti dall'art. 1/3 comma 1, lett. c), della l. n. 216/1974.

---

organismi", anche in ragione dei diversi meccanismi stabiliti per la nomina dei componenti dei due comitati).

<sup>171</sup> Di difficile inquadramento era la natura giuridica del comitato di gestione, nonché l'individuazione del centro giuridico cui andavano imputati gli atti posti in essere dal comitato stesso. A quest'ultimo proposito, scartata l'ipotesi di imputare i rapporti giuridici derivanti dall'attività al comitato stesso o alla Consob, in quanto l'attività stessa non era esercitata né nell'interesse dei componenti del comitato, né dell'Autorità di vigilanza, si era ritenuto di individuare negli intermediari i soggetti che dovevano sopportare le conseguenze dell'agire del comitato, ancorché tra quest'ultimo e gli intermediari non fosse ravvisabile un rapporto organico (R. COSTI, *Verso la riforma dei mercati regolamentati*, cit., p. 215).

<sup>172</sup> Se il "regolamento speciale" non prevedeva la creazione di una società di servizi per la gestione del sistema telematico di negoziazione dei titoli, tale competenza era attribuita al comitato di gestione.

Per quanto concerne la società di servizi, si disponeva che questa doveva essere proprietaria della rete telematica necessaria per lo svolgimento delle negoziazioni ed avere la forma di società per azioni, nonché un capitale sociale il cui ammontare doveva essere determinato in funzione dell'esigenza di adeguata patrimonializzazione del mercato.

Alla sola Consob era invece riconosciuto il potere di richiedere agli emittenti la pubblicazione di dati e notizie necessari per l'informazione al mercato (art. 33, comma 2)<sup>173</sup>, nonché, nei casi più gravi, di adottare provvedimenti di sospensione e di revoca dei titoli ammessi alla quotazione (art. 21).

Per il funzionamento del mercato il comitato di gestione poteva contare, oltre che sul ricordato fondo messo a disposizione dal comitato promotore del mercato, anche:

- sui contributi versati dagli intermediari (art. 6, comma 4);
- sui contributi per il funzionamento del sistema telematico (art. 12) a carico degli intermediari che partecipavano alle negoziazioni;
- sui contributi versati dagli emittenti per il funzionamento del sistema telematico<sup>174</sup>.

Il tentativo di istituire un mercato ai sensi della disciplina ora esaminata non ebbe successo<sup>175</sup>, ma va osservato che per alcuni aspetti il regolamento n. 8469/1994, riprendendo alcuni elementi contenuti già nella disciplina dettata per il mercato dei titoli di Stato, rappresentò comunque un primo tentativo di giungere ad una soluzione di "equilibrio fra una concezione dell'organizzazione dei mercati regolamentati pubblicistica, imposta dall'alto, e un'adeguata

---

<sup>173</sup> Dal momento dell'ammissione a negoziazione degli strumenti finanziari emessi gli emittenti erano tenuti a rispettare le disposizioni contenute nel regolamento Consob approvato con la delibera del 14 novembre 1994, n. 5553, mentre non trovavano per essi applicazione né l'art. 4 della l. n. 216/1974, né la disciplina delle partecipazioni rilevanti (art. 5 ss., l. n. 216/1974), né le norme in tema di OPA dettate dalla l. 18 febbraio 1992, n. 149.

Gli adempimenti posti a carico degli emittenti dovevano essere assolti nei confronti del comitato di gestione, il quale assumeva quindi la qualifica di organo competente del mercato (art. 6, comma 6, regolamento n. 8469), cui spettava quindi il compito di rendere pubbliche le informazioni comunicate dagli emittenti, ferma restando in ogni caso la competenza della Consob relativamente al controllo sul contenuto di quanto comunicato dall'emittente.

<sup>174</sup> Nell'eventualità in cui fosse stata istituita una società di servizi, spettava ad essa il compito di determinare l'importo del contributo per il funzionamento del sistema telematico dovuto dagli intermediari e dagli emittenti, il quale doveva essere oggetto di approvazione da parte della Consob.

<sup>175</sup> Si è a tale proposito rilevato che il mancato decollo dei mercati locali andava ricondotto anche "alla eccessiva articolazione dello schema normativo di riferimento («legge-regolamento generale dell'autorità-regolamento speciale del mercato»), ai limiti imposti agli organi di autogoverno e all'invasività della normazione amministrativa quadro" (M. SEPE, *Sub art. 62*, in AA.VV., *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. Alpa e F. Capriglione, Padova, 1998, I, p. 592; ma si veda già G. FERRARINI, *L'attuazione della direttiva comunitaria sui servizi di investimento. Temi e problemi*, in *Riv. soc.*, 1995, p. 112). Per la descrizione del (mai attuato) progetto ME.T.IM. per la creazione di un mercato telematico per le piccole e medie imprese, sviluppato ai sensi dell'art. 20, commi 4 e 5, della l. n. 1/1991, si veda D. SANTECECCA, *ME.T.IM. - Mercato Telematico delle Imprese*, in AA.VV., *Borse valori in Italia e in Europa*, cit., pp. 249-255.



valutazione del ruolo degli intermediari e, comunque, dell'iniziativa privata nella istituzione, regolamentazione e gestione della relativa attività"<sup>176</sup>.

Ciò a differenza dell'impostazione che caratterizzava i mercati "principali", con riferimento ai quali la l. n. 1/1991 non rappresentò una soluzione di continuità rispetto alla disciplina previgente, anche se va dato atto che con tale legge si tentò di introdurre alcuni elementi di flessibilità anche attraverso il consolidamento e l'estensione del ruolo normativo della Consob.

### 1.8 La "privatizzazione" dei mercati: il d. lgs. 23 luglio 1996, n. 415 ed il testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF)

Negli anni immediatamente successivi all'entrata in vigore della l. n. 1/1991 il dibattito sulla regolamentazione dei mercati mobiliari venne ad intensificarsi, in ragione non tanto delle lacune del dato normativo ma soprattutto del fatto che il legislatore comunitario emanò nei primi mesi del 1993 la direttiva 15 marzo 1993, n. 93/6/CEE, avente ad oggetto disposizioni sull'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi<sup>177</sup>, e la direttiva 10 maggio 1993, n. 93/22/CEE, relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari<sup>178</sup>.

Proprio in prospettiva del recepimento di tali direttive le Autorità di vigilanza formularono in un apposito documento quelle che ritenevano essere le linee guida della futura disciplina dei mercati mobiliari italiani<sup>179</sup>. L'impostazione di fondo che caratterizzava tale lavoro venne

---

<sup>176</sup> R. COSTI, *Verso la riforma dei mercati regolamentati*, cit., p. 213.

<sup>177</sup> La direttiva n. 93/6/CEE è stata pubblicata nella G.U.C.E. dell'11 giugno 1993, n. L. 141.

<sup>178</sup> La direttiva n. 93/22/CEE, pubblicata nella G.U.C.E. dell'11 giugno 1993, n. L. 141, non contiene un modello di mercato specifico, ma prevede soltanto una disciplina minima soprattutto con riferimento alle informazioni che devono essere diffuse al pubblico dai gestori del mercato.

Con riferimento all'esperienza USA, si è peraltro ritenuto che l'introduzione di una disciplina federale unitaria aumenterebbe i costi di transazione e priverebbe le società emittenti della possibilità di scegliere in quale mercato quotarsi, con conseguente pregiudizio per l'efficiente funzionamento del mercato finanziario (R. ROMANO, *Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation*, in *Yale Law Jou.*, 1998, p. 2359 ss.). La scelta di individuare nella concorrenza tra mercati soggetti a regole diverse, e quindi nella concorrenza tra ordinamenti, lo strumento per selezionare i mercati più efficienti presuppone la risoluzione del problema della *race to the bottom* e quindi l'individuazione di un insieme di regole minimali che consentano comunque di assicurare la tutela degli investitori (così anche G. ROSSI, *Concorrenza, mercati finanziari e diritto societario*, in *Riv. soc.*, 1999, p. 1317).

<sup>179</sup> Oltre all'iniziativa delle Autorità di vigilanza, nello stesso periodo le possibili modalità di recepimento nel nostro Paese della direttiva n. 93/22/CEE furono oggetto di esame anche da parte del Consiglio di borsa e di un gruppo di lavoro formato dai rappresentanti delle associazioni degli

recepita nella legge comunitaria 1994 (l. 6 febbraio 1996, n. 52), con cui, tra l'altro, si delegò il Governo ad attuare le ricordate direttive n. 93/6/CEE e n. 93/22/CEE.

Con specifico riferimento ai principi che il legislatore delegato era tenuto a rispettare nel dettare le norme concernenti la riorganizzazione dei mercati mobiliari, l'art. 21, comma 1, lett. q), della l. n. 52/1996 prevedeva, in primo luogo, che all'istituzione, all'organizzazione ed al funzionamento dei mercati regolamentati fossero deputati "organismi di natura privatistica, (...) espressione degli intermediari ammessi ai singoli mercati e dotati (...) di poteri di gestione, autoregolamentazione e intervento".

Veniva inoltre stabilito che il legislatore delegato doveva individuare "l'articolazione, le competenze e il coordinamento delle autorità di controllo, tenendo conto dei principi in materia di vigilanza sui mercati contenuti nella legge 2 gennaio 1991, n. 1, e successive modificazioni e integrazioni, e nel decreto del Presidente della Repubblica 29 dicembre 1987, n. 556, e relative disposizioni di attuazione" (art. 21, comma 1, lett. q), ultima parte, l. n. 52/1996).

Mediante quest'ultima disposizione si attribuì al Governo un ampio potere in ordine all'individuazione del tipo di vigilanza sui mercati, ma nel contempo si manifestò, attraverso il richiamo dei principi accolti nella l. n. 1/1991 e nel d.p.r. n. 556/1987, l'esigenza di non delegare all'autodisciplina privata un "compito di completa supplenza rispetto all'intervento pubblico", il quale veniva ritenuto "imprescindibile sia in funzione di vigilanza che, talora, in funzione di regolamentazione", allorché vi fossero "in gioco ben identificati interessi collettivi"<sup>180</sup>.

Il Governo esercitò la delega contenuta nella l. n. 52/1996 con l'emanazione del d. lgs. 23 luglio 1996, n. 415 (c.d. decreto Eurosime), il cui titolo III si occupava espressamente di dettare i

---

intermediari. I lavori sia del suddetto gruppo di lavoro, sia del Consiglio di borsa, sono rimasti inediti (così G. FERRARINI, *La riforma dei mercati finanziari e il Testo Unico*, cit., pp. 38-40, note 22 e 26, il quale rileva altresì che i risultati cui pervennero da un lato Banca d'Italia e Consob, e dall'altro il gruppo di lavoro ed il Consiglio di borsa, si differenziavano non sulla necessità di superare la natura pubblicistica dei mercati, sulla quale si registrava una sostanziale convergenza di opinioni, bensì sull'attribuzione dei compiti di regolazione e vigilanza alle Autorità di controllo).

<sup>180</sup> M. DRAGHI, *Sub art. 46*, in AA.VV., *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari*, cit., p. 389, il quale, con riferimento ai poteri di regolamentazione che dovevano essere conservati alle Autorità di vigilanza, nell'ottica della tutela degli interessi pubblici, ricorda che, in relazione ai profili di rischio sistemico, la legge delega limitava "le potestà autoregolamentari degli operatori alla fase dello scambio riservando all'autorità pubblica la definizione dei criteri e delle procedure, che gli stessi (...) [erano] tenuti a seguire per acquisire la qualità di membri dei sistemi di compensazione e garanzia" [art. 21, comma 1, lett. n), l. n. 52/1996].

principi di regolamentazione in tema di struttura e di funzionamento dei mercati mobiliari<sup>181</sup>.

Particolarmente significativo fu l'art. 46, comma I, del suddetto decreto legislativo, il quale non solo stabiliva che l'attività di organizzazione e di gestione dei mercati doveva essere svolta da società per azioni, anche senza scopo di lucro, ma nello stesso tempo riconosceva la natura di impresa di detta attività, in tal modo sancendo la profonda cesura tra la nuova disciplina e l'impostazione che caratterizzava la precedente architettura dei mercati finanziari. Riconducendo l'attività di organizzazione e gestione dei mercati finanziari nell'ambito della libera iniziativa economica tutelata dall'art. 41 Cost., si escludeva infatti in radice che la stessa potesse essere considerata un'attività riservata allo Stato<sup>182</sup>.

Il riconoscimento della natura imprenditoriale dell'attività di organizzazione e gestione di mercati finanziari trovò immediata e concreta applicazione nella previsione contenuta nel successivo art. 47 del decreto, con il quale si attribuì alle società di gestione il compito di organizzare i mercati regolamentati con un proprio atto autonomo, il c.d. regolamento del mercato<sup>183</sup>, che doveva essere deliberato dall'assemblea ordinaria delle società medesime e doveva contenere:

- a) le condizioni e le modalità di ammissione, di esclusione e di sospensione degli operatori e degli strumenti finanziari dalle negoziazioni;
- b) le condizioni e le modalità per lo svolgimento delle negoziazioni e gli eventuali obblighi degli operatori;
- c) le modalità di accertamento, pubblicazione e diffusione dei prezzi;

---

<sup>181</sup> Benché il decreto non contenesse norme concernenti unicamente la disciplina dei mercati finanziari (il titolo I dettava infatti disposizioni in tema di disciplina delle attività e delle imprese di investimento, mentre il titolo II riguardava le regole previste in caso di crisi delle imprese di investimento, nonché le sanzioni che potevano essere disposte per la violazione delle regole concernenti la prestazione dei servizi di investimento), gli articoli contenuti nel titolo III del decreto stesso, aventi ad oggetto la struttura ed il funzionamento di tali mercati, hanno costituito sicuramente "l'aspetto più innovativo" del provvedimento (così M. DRAGHI, *Sub art.46*, cit., p. 385; C. CONTI, *La disciplina del mercato mobiliare. Dal diritto della Borsa al Testo Unico della Finanza*, Padova, 2001, pp. 48-49).

<sup>182</sup> R. COSTI, *Verso la riforma dei mercati regolamentati*, cit., p. 219; Id., *Il mercato mobiliare*, cit., p. 208.

<sup>183</sup> L'articolazione della disciplina dei mercati finanziari introdotta dal d. lgs. n. 415/1996 opera su tre livelli: accanto alle norme legislative, le quali individuano sia i principi di carattere generale cui deve essere improntata la regolamentazione, sia le Autorità di vigilanza ed i compiti ad esse attribuiti, vi sono le norme regolamentari, emanate dalle Autorità di vigilanza nei limiti dei poteri ad esse riconosciuti e nel rispetto dei principi stabiliti dalla normativa primaria, nonché le norme di autoregolamentazione, le quali sono adottate dalle società di gestione nel rispetto della normativa primaria e delle disposizioni secondarie emanate dalle Autorità di vigilanza.

d) i tipi di contratto ammessi ed i criteri per la determinazione dei quantitativi minimi negoziabili.

Oltre all'attività di regolamentazione del mercato, alla società di gestione veniva assegnato il compito di organizzare e di gestire le strutture dello stesso<sup>184</sup>, ma non invece quello di gestire i sistemi di compensazione e di liquidazione.

Come previsto nella legge delega, all'iniziativa privata non venne riconosciuto uno spazio operativo illimitato. L'art. 46 del d. lgs. 415/1996 attribuiva infatti la possibilità di svolgere l'attività di organizzazione e gestione dei mercati finanziari alle sole società per azioni in possesso di determinati requisiti oggettivi<sup>185</sup>, mentre l'art. 48 subordinava il concreto "esercizio dei mercati regolamentati" al rilascio di un'apposita autorizzazione da parte della Consob, la quale doveva valutare la "conformità a regole tecniche"<sup>186</sup> del regolamento del mercato. Ai

---

<sup>184</sup> Ai sensi dell'art. 49, comma 1, del d. lgs. n. 415/1996 la società di gestione doveva, tra l'altro:

- predisporre le strutture, fornire i servizi e determinare i corrispettivi ad essa dovuti;
- adottare tutti gli atti necessari per il buon funzionamento del mercato e verificare il rispetto del regolamento;
- disporre l'ammissione, l'esclusione e la sospensione degli strumenti finanziari e degli operatori dalle negoziazioni.

Il comma 3 del medesimo art. 49 precisava inoltre che la società di gestione e la Consob dovevano concludere un'apposita convenzione al fine di disciplinare l'attribuzione alla società di gestione di compiti relativi alla conservazione dei listini originali dei prezzi, alla denuncia delle insolvenze ed alla comunicazione di tutte le insolvenze di borsa, alla gestione delle liquidazioni coattive dei contratti di borsa, nonché alle altre funzioni eventualmente affidate alla società di gestione dalla Consob. Con riguardo a tale previsione si è osservato che essa sarebbe in parziale contrasto con il principio che riconosceva al gestore del mercato l'intera gestione dello stesso (M. RUBINO DE RUTIS, *Sub art. 49*, in AA.VV., *L'Eurosim*, cit., p. 325). Tale rilievo, tuttavia, non pare convincente, posto che, almeno per ciò che concerneva gli aspetti relativi alla conservazione dei listini ed alla gestione delle liquidazioni coattive dei contratti di borsa, la norma riconosceva alla società di gestione e non alla Consob la titolarità originaria delle attività ora menzionate. Di conseguenza, su tali aspetti, alla convenzione si poteva attribuire non la funzione di consentire alla Consob di delegare al gestore compiti ad essa attribuiti, bensì il potere di determinare le modalità con cui tali attività dovevano essere eseguite, anche in considerazione dell'importanza dalle stesse rivestita.

<sup>185</sup> Tale articolo stabiliva, tra l'altro, che:

- la società di gestione doveva avere un capitale minimo non inferiore a quello determinato dalla Consob;
- i soggetti svolgenti funzioni di amministrazione, direzione e controllo nella società di gestione dovevano essere in possesso dei requisiti di onorabilità e professionalità fissati dal Ministro del tesoro, sentita la Consob;
- i partecipanti al capitale della società di gestione dovevano possedere i requisiti di onorabilità determinati dal Ministro del tesoro, sentita la Consob.

<sup>186</sup> R. COSTI, *Verso la riforma dei mercati regolamentati*, cit., p. 220, secondo il quale nel nuovo quadro giuridico di riferimento la Consob, a differenza di quanto accadeva vigente il d.p.r. n. 138/1975, non avrebbe potuto "esprimere un giudizio di compatibilità con le esigenze economiche del mercato, in una prospettiva di vigilanza strutturale".

sensi del combinato disposto degli artt. 48, comma 1, e 46 del decreto la Consob poteva autorizzare l'esercizio dei mercati regolamentati soltanto se:

- la società di gestione presentava un capitale minimo non inferiore a quello determinato dalla Consob;
- i soggetti che svolgevano funzioni di amministrazione, direzione e controllo nella società di gestione erano in possesso dei requisiti di onorabilità e professionalità fissati dal Ministro del tesoro, sentita la Consob;
- i partecipanti al capitale erano in possesso dei requisiti di onorabilità determinati dal Ministro del tesoro, sentita la Consob;
- il regolamento del mercato risultava conforme alla disciplina comunitaria ed idoneo ad assicurare la trasparenza del mercato, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori<sup>187</sup>.

Alla Consob veniva inoltre riconosciuto il potere di vigilanza sia sui mercati (art. 50), sia sulle società di gestione (art. 53), nonché il potere di proporre al Ministero del tesoro, "nel caso di gravi irregolarità nella gestione dei mercati ovvero nell'amministrazione della società di gestione" e, comunque, in ogni caso in cui lo richiedeva la tutela degli investitori, lo scioglimento degli organi di gestione e di controllo della società di gestione ed addirittura la revoca dell'autorizzazione all'esercizio dei mercati regolamentati, se le irregolarità nella gestione dei mercati ovvero nell'amministrazione della società di gestione fossero state di eccezionale gravità (art. 54, commi 1 e 2).

Nel sistema del decreto Eurosim il controllo dell'Autorità pubblica era dunque previsto sia in fase di autorizzazione all'esercizio dei mercati, sia durante la fase di gestione dei mercati stessi, ma era comunque sostanzialmente circoscritto ad aspetti funzionali alla tutela dei risparmiatori<sup>188</sup>.

Si rinunciò invece ad introdurre nel decreto la previsione della facoltà per le Autorità di controllo di dettare criteri generali per la costituzione, l'organizzazione ed il funzionamento dei mercati, in tal modo operando un radicale e profondo mutamento nella struttura organizzativa

---

<sup>187</sup> Nel caso di mercati nei quali venivano negoziati all'ingresso titoli obbligazionari privati e pubblici, diversi dai titoli di Stato, nonché di mercati nei quali venivano negoziati strumenti finanziari derivati su titoli pubblici, su tassi di interesse e valute, il predetto provvedimento autorizzativo della Consob doveva essere adottato d'intesa con la Banca d'Italia (art. 48, comma 3, d. lgs. n. 415/1996).

<sup>188</sup> Le finalità della vigilanza della Consob erano individuate nell'art. 50, comma 1, d. lgs. n. 415/1996, il quale stabiliva che nell'esercizio di tale attività dovevano essere assicurate la trasparenza, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela dei risparmiatori.

dei mercati finanziari disegnata dalla l. n. 272/1913 e dai successivi provvedimenti normativi che, nell'arco di più di ottant'anni, avevano invano e senza molta convinzione cercato di dare un impulso ad un sistema di finanziamento delle imprese alternativo al canale bancario.

Oltre alle disposizioni che regolamentavano l'attività di istituzione, organizzazione e gestione dei mercati da parte delle società di gestione ed alle regole sulla vigilanza sui mercati e sui gestori degli stessi, il decreto Eurosim conteneva le norme che disciplinavano il procedimento attraverso il quale attuare la "privatizzazione" dei mercati ed adeguare la disciplina dei mercati "regolamentati" di strumenti finanziari allora esistenti alle nuove regole (artt. 56 e 57, d. lgs. n. 415/1996).

Pochi mesi dopo il completamento dell'operazione di privatizzazione entrò in vigore il d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (c.d. testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, in seguito, per brevità, indicato con l'acronimo "TUF"), emanato sulla base della delega contenuta negli artt. 8 e 21 della l. 6 febbraio 1996, n. 52, i quali attribuivano al Governo il compito di coordinare e di armonizzare le numerose norme introdotte nella prima metà degli anni Novanta ed afferenti la *securities industry*<sup>189</sup>.

Per quanto concerne la disciplina dei mercati, il TUF, pur contenendo novità di rilievo, non ha tuttavia modificato l'impostazione del d. lgs. n. 415/1996, sia confermando il principio dell'autoregolamentazione del mercato, sia ribadendo la natura imprenditoriale dell'attività di istituzione, organizzazione e gestione dei mercati regolamentati di strumenti finanziari, e sia, infine, riaffermando la tendenziale distinzione tra vigilanza *nel* mercato, attribuita in prima istanza allo stesso gestore del mercato, e vigilanza *sul* mercato, rimessa ad Autorità pubbliche<sup>190</sup>. Proprio su questi aspetti si concentrerà l'attenzione nelle pagine che seguono.

---

<sup>189</sup> In tali anni, infatti, oltre al d. lgs. n. 415/1996, furono emanate la l. 17 maggio 1991, n. 157, sull'uso di informazioni riservate nelle operazioni in valori mobiliari; la l. 18 febbraio 1992, n. 149, relativa alla disciplina delle offerte pubbliche di vendita, sottoscrizione, acquisto e scambio di titoli; il d. lgs. 25 gennaio 1992, n. 84, disciplinante gli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari operanti nella forma della società di investimento a capitale variabile (SICAV); il d. lgs. 21 aprile 1993, n. 124, in seguito modificato dalla l. 9 agosto 1995, n. 335, concernente la disciplina delle forme pensionistiche complementari; la l. 14 agosto 1993, n. 344, avente ad oggetto l'istituzione e la disciplina dei fondi comuni di investimento mobiliare chiusi; la l. 25 gennaio 1994, n. 86, riguardante la disciplina e l'istituzione dei fondi comuni di investimento immobiliare chiusi.

<sup>190</sup> C. MOTTI, *I mercati regolamentati di strumenti finanziari*, in AA.VV., *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di A. Patroni Griffi, M. Sandulli, V. Santoro, Torino, 1999, p. 351.

## CAPITOLO 2: I MERCATI, I MERCATI REGOLAMENTATI ED I SISTEMI DI SCAMBI ORGANIZZATI

### 2.1 La definizione "giuridica" di mercato

Il termine mercato è polisemantico sia nel linguaggio quotidiano<sup>191</sup>, sia nelle discipline sociali<sup>192</sup>. Anche nel diritto positivo è dato riscontrare la polisemia del termine; pur senza

---

<sup>191</sup> Nella voce "mercato" che si trova in S. BATTAGLIA, *Grande dizionario della lingua italiana*, vol. X, Torino, 1978, pp. 133-137, ed alla quale si rimanda per ulteriori significati, il lemma indica, tra l'altro:

- a) lo "(s)pazio circoscritto, il luogo determinato istituzionalmente destinato allo scambio di merci mediante un'attività che si svolge pubblicamente con la libera partecipazione dei produttori, dei commercianti e, per lo più, anche dei privati cittadini, in periodi di tempo predeterminati (per lo più un dato giorno della settimana o anche ogni giorno, in ore stabilite) e che consiste nella stipulazione di contratti commerciali (soprattutto compravendite che hanno immediata esecuzione), generalmente precedute da trattative più o meno lunghe e vivaci";
- b) la "(l)ibera, e per lo più, affollata e chiassosa riunione di persone (produttori, mercanti e privati cittadini), che avviene periodicamente e in giorni stabiliti (per lo più, in un determinato giorno della settimana) in un centro abitato (città o paese di notevoli dimensioni) per procedere allo scambio di merci e anche per curare i propri affari, di natura, oltre che economica, amministrativa, sociale, familiare, ecc.";
- c) il "centro commerciale di una determinata regione";
- d) un "affare, negozio commerciale, scambio";
- e) il "(t)raffico disonesto e ignobile di beni ideali o di valori morali o anche di cose frivole o abiette e volgari (e anche il luogo o l'ambiente dove si svolge)";
- f) la "(s)ituazione economico-sociale per cui le persone che desiderano scambiare beni (in particolare coloro che desiderano acquistare e coloro che desiderano cedere beni e servizi in cambio di moneta) sono effettivamente (mercato reale) o possono essere (mercato potenziale) in contatto tra loro; il complesso (astrattamente considerato) delle domande e delle offerte riguardanti una determinata merce o le merci di un determinato settore o l'insieme delle merci di qualsiasi tipo";
- g) "il modo in cui, a seconda dei fondamentali e stabiliti presupposti socio-istituzionali di una data società, le forze economiche della domanda e dell'offerta operano, determinando l'andamento della vita economica";
- h) "il modo in cui il rapporto (contingentemente variabile) fra volume delle domande e volume delle offerte incide sulla formazione dei prezzi e sul volume degli scambi effettuati";
- i) "(l)'ambito geografico con riferimento al quale viene considerato il rapporto delle domande e delle offerte riguardanti una determinata merce o, più spesso, l'insieme di tutte le merci (beni e servizi) che vengono scambiate; l'insieme delle persone (produttori, commercianti, consumatori, operatori economici in genere) che, in un tale ambito, concorrono a creare il complesso delle domande e delle offerte e il relativo giro di affari";
- j) l'operazione o l'impresa "di una certa importanza, concertata fra due o più persone; trattativa per lo più complicata, accordo anche laborioso; avvenimento o circostanza che interessa due o più persone; affare di grande importanza o molto complicato".

<sup>192</sup> Per una rassegna dei principali significati che nell'ambito di tali discipline è stato attribuito alla nozione di mercato si veda M. R. FERRARESE, *Diritto e mercato. Il caso degli Stati Uniti d'America*, Torino, 1992.

pretese di completezza, si rileva che in alcune norme è utilizzato per fare riferimento all'insieme degli scambi relativi ad un determinato bene o servizio e/o ad una particolare area geografica<sup>193</sup>, mentre in altre disposizioni è impiegato talvolta per indicare "la cerchia di clientela, attuale o potenziale, di una determinata unità economica"<sup>194</sup>, e, ancora, per individuare le attrezzature ed i servizi posti a disposizione degli operatori economici in un determinato luogo al fine di consentire la conclusione di operazioni commerciali<sup>195</sup> oppure per identificare il luogo particolare in cui avviene l'incontro della domanda e dell'offerta di beni e servizi<sup>196</sup> o, infine, uno specifico meccanismo per l'allocazione delle risorse<sup>197</sup>.

Diretta conseguenza della pluralità di accezioni con cui il termine è impiegato dal legislatore non poteva che essere il gran numero di definizioni del termine "mercato" che si rinviene nella letteratura giuridica. Esso è inteso, ad esempio, come "luogo di incontro di soggetti disposti a scambiare beni economici"<sup>198</sup>; come insieme degli scambi aventi ad oggetto un certo bene o

---

<sup>193</sup> Come si è osservato, questa sembra infatti essere l'accezione di "mercato" contenuta, ad esempio, nell'art. 514 c.p.; nell'art. 7, comma 3, del d.p.r. n. 138/1975; nell'art. 21, comma 1, della l. n. 281/1985; nell'art. 13, comma 5, della l. n. 1/1991; nell'art. 11 del r. d. 21 giugno 1942, n. 929; nell'art. 54-bis del r.d. 29 giugno 1939, n. 1127, così come modificato dal d.p.r. 26 febbraio 1968, n. 849 (C. MOTTI, *Il mercato come organizzazione*, cit., p. 464).

<sup>194</sup> C. MOTTI, *Il mercato come organizzazione*, cit., p. 464, testo e nota 21, secondo cui l'espressione "mercato" verrebbe impiegata in tale senso dall'art. 81 (ex art. 85), par. I, lett. c), del Trattato di Roma. Diverso sarebbe invece, secondo L. AMMANATTI, *Diritto e mercato. Una rilettura delle loro attuali relazioni alla luce della nozione di «transaction» di Commons*, in *Dir. pubbl.*, 2003, p. 134, il contenuto dell'espressione "mercato comune" impiegata nella legislazione comunitaria e che indicherebbe "uno «spazio integrato» comune a più stati dove sono stati eliminati o ridotti al minimo gli ostacoli al collegamento tra singoli punti e le barriere opposte alle libere scelte degli operatori economici, e dove la legge della domanda e dell'offerta è il riferimento alla fissazione dei prezzi e di determinazione del volume degli scambi".

<sup>195</sup> Così l'art. 1 dei regolamenti-tipo concernenti i mercati all'ingrosso delle carni, dei prodotti ortofruttilicoli e dei prodotti ittici, approvati con il d.m. 10 giugno 1959 in attuazione dell'art. 8 della l. 25 marzo 1959, n. 125.

<sup>196</sup> Al mercato come luogo fisico farebbero riferimento, secondo N. LIPARI, *Il mercato: attività privata e regole giuridiche*, in AA.VV., *Il diritto della transazione*, a cura di N. Irti, A. Gambino, N. Lipari, V. Roppo, Milano, 1998, p. 42, sia l'originario art. 117 Cost, sia l'art. 824 c.c.

<sup>197</sup> E' questo il significato che il termine pare generalmente assumere nella disciplina *anti-trust* sia nazionale (l. n. 287/1990), che comunitaria, nonché l'accezione con cui esso viene il più delle volte usato nella letteratura economica.

<sup>198</sup> M. LIBERTINI, *Il mercato: i modelli di organizzazione*, nel *Trattato di dir. comm. e dir. pubbl. ec.*, diretto da F. Galgano, Padova, 1979, vol. III, p. 337. In senso più generale, definisce il mercato come l'ambito entro il quale si realizza l'incontro tra domanda e offerta di beni e servizi F. GOBBO, *Il mercato e la tutela della concorrenza*, Bologna, 1997, p. 13.



servizio<sup>199</sup> o uno o più beni caratterizzati da un denominatore comune<sup>200</sup>; come “insieme di relazioni che hanno per oggetto l’acquisto o la vendita, insomma lo scambio, di beni o servizi o valori”<sup>201</sup>; come l’organizzazione che presta servizi finalizzati a permettere la riduzione dei costi di transazione legati agli scambi di determinati beni<sup>202</sup>; come “dimensione organizzata” sulla base di un principio, quello della libera concorrenza, “che è costruito e può funzionare grazie ad un sistema di regole fatte valere come limite all’agire dei singoli operatori”<sup>203</sup>; come “ambito ove si effettua l’operazione formativa del prezzo”<sup>204</sup>; come espressione che si riferisce a due o più delle definizioni precedenti<sup>205</sup>.

Recentemente autorevole dottrina ha, peraltro, sostenuto che il mercato “è la legge, che lo governa e costituisce; e prende forma dalla decisione politica e dalle scelte normative”<sup>206</sup>, per cui sarebbe da rigettare la concezione, di matrice fisiocratica, secondo cui il mercato è il “luogo della libertà e spontaneità, che ‘mani invisibili’ orientano verso il maggior benessere e la più diffusa felicità degli uomini”<sup>207</sup>.

---

<sup>199</sup> F. CAPRIGLIONE, voce «Borsa (mercati di)», in *Enc. del dir. (aggiornamento)*, Milano, 2001, p. 183.

<sup>200</sup> E’ il caso del c.d. “mercato dell’investimento” cui si riferisce G. ROSSI, *Diritto e mercato*, in *Riv. soc.*, 1998, p. 1443.

<sup>201</sup> R. FRANCESCHELLI, *Il mercato in senso giuridico*, in *Giur. comm.*, 1979, p. 512, il quale sottolinea come l’ordinamento giuridico possa intervenire su tali relazioni garantendone “la possibilità stessa e la libertà con varianti (...) circa la formazione dei prezzi e la libertà di determinazione delle quantità”.

<sup>202</sup> R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 199.

<sup>203</sup> L. AMMANATTI, *Diritto e mercato*, cit., p. 115.

<sup>204</sup> A. AMORTH, voce «Mercati comunali, generali e ortofrutticoli», in *Enc. del dir.*, XXVI, Milano, 1976, p. 114.

<sup>205</sup> Secondo A. AMORTH, voce «Mercati comunali, generali e ortofrutticoli», cit., p. 114, ad esempio, il termine mercato può essere utilizzato per indicare non solo il “luogo di convegno di venditori e potenziali acquirenti con preciso riferimento ad uno spazio delimitato (all’aperto, su pubblica via o piazza o in luogo coperto, ecc.)”, ma anche “l’ambito ove si effettua l’operazione formativa del prezzo”, nonché l’attività di organizzazione volta a consentire gli scambi, che “può essere affatto rudimentale, ove si limiti ad approntare il luogo per questa destinazione o per mantenerlo libero da altri usi, ma può accrescersi nel fornire mezzi e servizi agli interessati per renderlo adeguato allo scopo”.

<sup>206</sup> N. IRTI, *L’ordine giuridico del mercato*, Roma-Bari, 1998, p. 12.

<sup>207</sup> N. IRTI, *L’ordine giuridico del mercato*, cit., p. 82. Il rifiuto di riconoscere capacità taumaturgiche al mercato è evidente anche in G. ROSSI, *Diritto e mercato*, cit., p. 1443, il quale sottolinea la necessità di “togliere al mercato quel continuo richiamo alla «provvidenza» manzoniana che serve agli economisti a giustificare certe sballate analisi”.

Tale impostazione ha sicuramente il merito di evidenziare l'importanza che, ai fini della stessa esistenza del mercato, riveste la presenza di regole condivise, le quali consentono a coloro che sono potenzialmente interessati a partecipare agli scambi di avere fiducia nella correttezza degli scambi stessi. Ciò non toglie, tuttavia, che le informazioni concernenti gli scambi ed in primo luogo il prezzo al quale le transazioni aventi ad oggetto un determinato bene possono avvenire risultino fondamentali per orientare le decisioni di acquisto e di vendita.

In questo senso l'importanza della "mano invisibile" del mercato concorrenziale<sup>208</sup>, come metafora per indicare il meccanismo di formazione dei prezzi e di trasmissione di dati fondamentali per le decisioni economiche, non pare possa essere seriamente contestata. L'esistenza di scambi al di fuori di regole "legali" è del resto dimostrata dal dato storico<sup>209</sup>, senza dimenticare che lo scambio, il baratto, è esistito ben prima che vi fosse una disciplina giuridica che lo regolasse<sup>210</sup>.

Vero è, tuttavia, che l'informazione rappresentata dal prezzo di un bene, ossia dalla quantità di una data moneta necessaria per acquistare un altro bene o un servizio, non è nell'attuale contesto economico l'unico dato rilevante per le scelte degli operatori economici in un dato momento temporale, essendo il più delle volte essenziali anche le informazioni sull'effettiva qualità del bene, sulle condizioni di pagamento, sulle garanzie in caso di difformità del bene rispetto alle qualità pattuite, sulle aspettative future circa la possibilità di utilizzare il bene o circa il reddito che da quest'ultimo si può ritrarre. Di qui l'esigenza di sviluppare regole che permettano a coloro che partecipano alle negoziazioni di avere certezza sulle caratteristiche "fisiche" dei beni/servizi oggetto di scambio, ma anche su aspetti legati alla transazione.

---

<sup>208</sup> Concorrenza e mercato non formano peraltro un'endiadi, essendo la concorrenza una (possibile) qualità del mercato (M. ANTONIOLI, *Mercato e regolazione*, Milano, 2001, p. 43, secondo cui, a differenza di quanto sostenuto da R. FRANCESCHELLI, *Il mercato in senso giuridico*, cit., p. 513, non si potrebbe identificare nel mercato alcuna "situazione giuridica generale, giuridicamente garantita e protetta", la quale potrebbe invece essere riferita al più all'assetto concorrenziale del mercato stesso).

<sup>209</sup> Proprio con riferimento ai mercati finanziari si è rilevato che il "mercato di borsa trae origine dalla stessa attività degli operatori, quando costoro avvertono la convenienza di concentrare le negoziazioni in un particolare luogo nel quale essere presenti (in un primo momento saltuariamente, e poi anche periodicamente). All'origine, anche le regole di funzionamento del mercato sono elaborate dagli stessi operatori, in funzione della migliore realizzazione del loro interesse comune all'efficienza dello stesso mercato: di qui, l'emersione di comportamenti, che per la loro ripetizione si traducono in prassi negoziali, e poi in consuetudini commerciali" (N. SALANITRO, *Società per azioni e mercati finanziari*, Milano, 2000, p. 268).

<sup>210</sup> W. NEALE, *Il mercato nella teoria e nella storia*, in AA.VV., *Traffici e mercati negli antichi imperi*, a cura di K. Polany, Torino, 1978, p. 437 ss.

L'importanza della regola nella disciplina degli scambi va allora ravvisata non nel fatto che senza di essa il mercato non esiste<sup>211</sup>, bensì nella circostanza che attraverso lo strumento legislativo (*rectius*: attraverso la formalizzazione delle regole e l'individuazione di strumenti in grado di farle rispettare), il mercato può svilupparsi<sup>212</sup>.

Pare essere proprio questo, del resto, il presupposto implicito del sempre maggiore impiego della legge nel governo della struttura degli scambi<sup>213</sup> mediante l'adozione di misure volte a regolamentare gli stessi e di disposizioni atte a disciplinare l'attività dei soggetti che interagiscono sul mercato<sup>214</sup>. Va, peraltro, osservato che se l'obiettivo della regolamentazione di correggere i c.d. fallimenti del mercato è indubbiamente condivisibile, non possono essere taciute le negative ripercussioni che un eccesso di regolamentazione, o una regolamentazione priva di solide giustificazioni economiche, possono avere sull'efficienza del sistema economico<sup>215</sup>.

## 2.2 Il mercato "regolamentato" di strumenti finanziari e la borsa valori

Esempi di mercati caratterizzati da un elevato tasso di incidenza della disciplina normativa, di

---

<sup>211</sup> Come ricorda G. ROSSI, *Diritto e mercato*, cit., p. 1447, "in Italia esisteva già un mercato dei *futures* quando i giuristi ancora discutevano della liceità e dell'ammissibilità". Sempre l'A. ora citato prosegue osservando che quando "si è voluto imporlo, come è avvenuto recentemente nei paesi dell'Est europeo, il mercato ha dimostrato di essere un totale fallimento. Il mercato, infatti, nasce sempre dal basso ed il diritto lo rincorre e ne fa le regole, ma su una realtà che non è l'ordinamento giuridico a determinare, ordinamento che la può al massimo favorire o condizionare", come dimostrato peraltro dalla stessa esperienza delle borse valori italiane costituite tra il 1802 ed il 1808: come è stato osservato, e come confermano i dati che sono stati esaminati nel precedente par. 1.1, "tale forzosa innovazione, non nascendo da una necessità mercantile o industriale, fu accolta con indifferenza se non con ostilità" (A. ALEOTTI, *Borsa e industria*, cit., p. 29).

<sup>212</sup> Proprio con riferimento specifico ai mercati finanziari è stato rilevato che "(q)uando poi i mercati si creano e si sviluppano nelle realtà economiche degli scambi è compito del legislatore non formarli, bensì forgiarli secondo discipline che tendano a garantire lo scopo primario della tutela dell'investitore" (G. ROSSI, *I mercati dell'investimento fra diritto ed economia*, in *Riv. soc.*, 1991, p. 969).

<sup>213</sup> Anche secondo L. AMMANATTI, *Diritto e mercato*, cit., p. 116, nell'attuale sistema economico lo schema contrattuale non sarebbe da solo in grado di assicurare il corretto svolgimento delle relazioni economiche tra i vari soggetti coinvolti nello scambio.

<sup>214</sup> Sul punto si veda G. OPPO, *Impresa e mercato*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, I, p. 423 ss.

<sup>215</sup> M. BESSONE, *Economia finanziaria, mercati mobiliari. I principi costitutivi di un ordinamento di settore e le garanzie della pubblica vigilanza*, in *Ec. dir. terz.*, 2002, p. 393.

mercati come statuto di norme<sup>216</sup>, sono proprio i mercati regolamentati di strumenti finanziari<sup>217</sup>, disciplinati nella parte III, titolo I, capo I del TUF.

Va subito precisato, tuttavia, che in tali disposizioni, così come già nel d. lgs. n. 415/1996, il termine "mercato regolamentato" viene utilizzato non solo per fare riferimento alle regole che presiedono lo scambio di determinati strumenti finanziari e che caratterizzano il mercato stesso (art. 67, comma 1, TUF), ma anche per indicare, da una parte, i mercati che presentano determinate caratteristiche e segnatamente, come vedremo, quella di essere iscritti in un apposito elenco tenuto dalla Consob (art. 67, comma 1, TUF), e, dall'altra, sebbene meno spesso, l'insieme delle negoziazioni che su tali mercati avvengono (in questo senso andrebbero letti i richiami alla nozione di mercato regolamentato contenuti nell'art. 74 del TUF, in tema di vigilanza sul mercato).

La disposizione contenuta nel ricordato art. 67 del TUF, letta congiuntamente alla definizione dettata dall'art. 6, comma 1, lett. c), del Regolamento Emittenti, ai sensi della quale sono considerati mercati regolamentati i mercati iscritti nell'elenco di cui all'art. 63, comma 2, del TUF ed i mercati regolamentati stranieri riconosciuti ed iscritti nella sezione speciale di tale elenco ex art. 67, comma 1, del TUF, consente di affermare che nelle parti del testo unico dedicate ai mercati regolamentati ed alle società quotate in tali mercati il dato formale dell'iscrizione del mercato nell'elenco tenuto dalla Consob è elemento che assume centrale

---

<sup>216</sup> N. IRTI, *Teoria generale del diritto e problema del mercato*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, p. 27.

<sup>217</sup> Sono considerati strumenti finanziari, ai sensi dell'art. 1, comma 2, TUF:

- a) le azioni e gli altri titoli rappresentativi di capitale di rischio negoziabili sul mercato dei capitali;
- b) le obbligazioni, i titoli di Stato e gli altri titoli di debito negoziabili sul mercato dei capitali;
- c) le quote di fondi comuni di investimento;
- d) i titoli normalmente negoziati sul mercato monetario;
- e) qualsiasi altro titolo normalmente negoziato che permetta di acquisire gli strumenti indicati nelle precedenti lettere e i relativi indici;
- f) i contratti "futures" su strumenti finanziari, su tassi di interesse, su valute, su merci e sui relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti;
- g) i contratti di scambio a pronti e a termine (*swaps*) su tassi di interesse, su valute, su merci nonché su indici azionari (*equity swaps*), anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti;
- h) i contratti a termine collegati a strumenti finanziari, a tassi d'interesse, a valute, a merci e ai relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti;
- i) i contratti di opzione per acquistare o vendere gli strumenti indicati nelle precedenti lettere e i relativi indici, nonché i contratti di opzione su valute, su tassi d'interesse, su merci e sui relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti;
- j) le combinazioni di contratti o di titoli indicati nelle precedenti lettere.

rilevanza ai fini della qualificazione di un mercato come "regolamentato"<sup>218</sup>, anche se va tenuto presente, ad ennesima riprova della difficoltà di ricondurre ad unità una nozione così carica di significati come quella in esame, che vi sono varie norme del Regolamento Intermediari nelle quali il termine mercato regolamentato non coincide esattamente con la definizione dettata dall'art. 6, comma 1, lett. c), del Regolamento Emittenti<sup>219</sup>.

---

<sup>218</sup> Ai fini di una maggiore chiarezza espositiva pare opportuno precisare che nel corso del presente lavoro, salvo diversa specificazione:

- a) il termine "mercato" viene utilizzato per individuare l'insieme degli scambi che avvengono in un dato periodo temporale in una determinata area geografica (di solito, se dal contesto non risulta diversamente, l'area geografica considerata è quella corrispondente all'Italia) ed a prescindere dalle modalità attraverso le quali tali negoziazioni hanno luogo [su mercati regolamentati, sui c.d. sistemi di scambi organizzati (SSO), a seguito di operazioni di negoziazione per conto proprio concluse da intermediari finanziari o da soggetti che non hanno tale qualifica];
- b) con l'espressione "mercato finanziario" ci si riferisce al mercato dove vengono scambiati prodotti finanziari, ossia, utilizzando la definizione contenuta nell'art. 1, comma 1, lett. u), del TUF "gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria";
- c) per "mercato regolato" si intende il mercato il cui funzionamento è disciplinato da specifiche regole dettate dal gestore del mercato stesso. E' questo un concetto che presuppone a monte la possibilità di identificare un soggetto che formalmente assume il compito di organizzare gli scambi o al quale la legge o i partecipanti alle negoziazioni affidano tale compito;
- d) il termine "mercato organizzato" viene impiegato per fare riferimento al mercato disciplinato da regole che possono essere dettate dal gestore del mercato stesso, ma che possono essere anche concordate da coloro che partecipano agli scambi. Si tratta quindi di una categoria definitoria più ampia di quella di mercato regolato, che comprende quest'ultimo tipo di mercati ma che non si esaurisce in questo;
- e) la nozione di mercato "regolamentato" è quella adottata dall'art. 6, comma 1, lett. c), del Regolamento Emittenti.

<sup>219</sup> Ai sensi dell'art. 25, comma 1, lett. g), del Regolamento Intermediari sono considerati mercati regolamentati "i mercati iscritti nell'elenco di cui all'articolo 63, comma 2, del Testo Unico, ivi inclusi quelli iscritti nella sezione di cui all'articolo 67, comma 1, del Testo Unico, e i mercati di Stati appartenenti all'OCSE". Tale definizione ha una portata più limitata rispetto a quella contenuta nell'art. 6, comma 1, lett. c), del Regolamento Emittenti, avendo sostanzialmente la finalità di consentire la individuazione dell'ambito applicativo di specifiche disposizioni contenute nel libro III del regolamento stesso, dedicato alla prestazione dei servizi di investimento e del servizio di gestione collettiva, quali le norme in tema di obbligo della *best execution* (artt. 32, 43, comma 4, e 54, comma 4, Regolamento Intermediari); l'individuazione delle categorie di strumenti finanziari rilevanti per la definizione delle caratteristiche della gestione individuale di portafogli di investimento (art. 39, Regolamento Intermediari); la precisazione delle condizioni al ricorrere delle quali l'intermediario, nella prestazione del servizio di gestione di portafogli di investimento per conto terzi, può effettuare operazioni aventi a oggetto vendite allo scoperto (art. 43, comma 5, Regolamento Intermediari), può concludere operazioni di riporto e di prestito titoli (art. 43, comma 6, Regolamento Intermediari) oppure può effettuare operazioni di pronti contro termine (art. 43, comma 7, Regolamento Intermediari); la determinazione dei limiti entro i quali gli intermediari possono inserire nei portafogli dei singoli investitori strumenti finanziari non negoziati in mercati regolamentati (art. 44, Regolamento Intermediari); l'obbligo per gli intermediari che prestano il servizio di gestione individuale e collettiva di adottare procedure idonee a consentire loro di ricercare le condizioni di *best execution*, di cui agli articoli 43, comma 4, e 54, comma 4, e a documentare tale ricerca (art. 56, comma 5, Regolamento Intermediari).

Ulteriore definizione di mercato regolamentato è poi contenuta nello schema G, avente ad oggetto l'estratto conto dei movimenti degli strumenti finanziari e la valutazione del portafoglio, dell'Allegato 5

Indipendentemente dall'accezione in cui il termine viene impiegato nella singola norma, il mercato regolamentato cui si riferiscono gli articoli contenuti nella parte III, titolo I, capo I del TUF, ma anche altre norme dello stesso e di altre disposizioni<sup>220</sup>, non può essere considerato un dato pregiuridico, la cui esistenza è indipendente dal riconoscimento operato dall'ordinamento e che in questo trova una specifica disciplina, ma è, al pari di quanto avviene per le società di capitali, al più un mero dato normativo<sup>221</sup>.

Nel pur circoscritto contesto ora in esame non può dunque essere qualificato come mercato regolamentato qualunque mercato nel quale vengono scambiati strumenti finanziari, ancorché disciplinato da un insieme dettagliato di regole che ne organizzano il funzionamento, ma può essere definito tale solo il mercato regolato di strumenti finanziari relativamente al quale è intervenuta l'iscrizione nell'elenco tenuto dalla Consob e che può, quindi, beneficiare del c.d. mutuo riconoscimento previsto dall'art. 16 della direttiva n. 93/22/CEE<sup>222</sup>.

---

del Regolamento Intermediari. Con riferimento ai criteri di valutazione dei portafogli si stabilisce infatti che nella valorizzazione degli strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati, per tali intendendosi i "mercati di Stati appartenenti all'OCSE istituiti, organizzati e disciplinati da disposizioni adottate o approvate dalle autorità competenti in base alle leggi in vigore nello Stato in cui detti mercati hanno sede", il prezzo da utilizzare "è quello ivi rilevato nell'ultimo giorno di mercato aperto del periodo di riferimento".

<sup>220</sup> Sempre più spesso il termine è utilizzato anche al di fuori del TUF e dei relativi provvedimenti di attuazione. Si pensi, ad esempio, alla centralità che la nozione di mercato regolamentato assume nel d. lgs. n. 6/2003.

Ancora prima dell'emanazione del decreto Eurosim il termine "mercati regolamentati" era già stato impiegato in più di un'occasione dal legislatore italiano: nell'art. 2 della l. 19 giugno 1986, n. 289; in varie norme della l. n. 1/1991 [art. 7, commi 1 e 5; art. 8, comma 1, lett. b); art. 9, comma 2, lett. e); art. 11, commi 1,2, 6-9; art. 20, comma 10; art. 23; art. 25]; nell'art. 1 della l. 17 maggio 1991, n. 157. Ovviamente, la circostanza che un provvedimento legislativo sia stato emanato successivamente all'entrata in vigore del d. lgs. n. 415/1996 non è elemento di per sé sufficiente a consentire di affermare con sicurezza che in tale provvedimento il termine *de quo* sia impiegato per fare riferimento ai mercati iscritti nell'elenco Consob. Solo l'esame del contesto nel quale l'espressione mercato regolamentato è utilizzata consente infatti di verificare se l'aggettivo "regolamentato" postuli l'iscrizione del mercato nell'elenco di cui all'art. 67, comma 2, TUF o se, invece, l'espressione è impiegata per indicare quello che qui è stato definito il mercato regolato.

<sup>221</sup> Si veda sul punto anche G. GUIZZI, voce «Mercati finanziari», in *Enc. del dir.* (aggiornamento V), Milano, 2001 p. 746, il quale osserva, più generalmente, che da un punto di vista giuridico il termine mercato non può essere identificato con "una tipologia della realtà sociale" avente la funzione di delimitare l'ambito applicativo di una data disciplina, ma sia piuttosto un concetto riassuntivo di un determinato insieme "di regole e norme che, ora puntualizzando presupposti e condizioni per il loro compimento, ora conformandone il loro contenuto, ora individuando i soggetti legittimati a compierli, dettano i criteri ordinanti degli interessi tipicamente sottesi ad atti e operazioni di scambio di beni".

<sup>222</sup> La qualifica di mercato regolamentato di strumenti finanziari, lungi dall'essere meramente definitoria, comporta conseguenze rilevanti per l'applicazione non solo di numerose norme del TUF, concernenti la vigilanza sul mercato e sulla società che lo gestisce (cfr. *infra* par. 6.2), ma anche di disposizioni

E' proprio in quest'ultima direttiva<sup>223</sup>, peraltro, che possono essere rinvenute le condizioni necessarie affinché sia consentita l'iscrizione, da parte della Consob, di un mercato finanziario nell'elenco cui fa riferimento l'art. 67, comma 1, del TUF<sup>224</sup>. L'art. 1, punto 13, della direttiva definisce infatti come "regolamentato" il mercato dove sono scambiati gli strumenti finanziari mobiliari di cui alla sezione B dell'allegato alla direttiva stessa<sup>225</sup>, il quale:

- a) sia iscritto nell'elenco, di cui al successivo art. 16 della direttiva, predisposto dallo Stato membro d'origine<sup>226</sup>, per tale intendendosi, ex art. 1, punto 6, lett. c), della direttiva, lo

---

specifiche per gli emittenti degli strumenti finanziari negoziati in tali mercati regolamentati contenute non solo nel TUF ma anche nel codice civile, a seguito delle modifiche apportate dal d. lgs. n. 6/2003.

<sup>223</sup> Nella direttiva n. 93/22/CEE il concetto di mercato regolamentato assume una rilevanza centrale, in quanto è solo con riferimento a tale tipologia di mercati che possono trovare applicazione, oltre alle disposizioni della direttiva stessa relative al c.d. mutuo riconoscimento dei gestori del mercato, le norme relative alla possibilità per il mercato di beneficiare quelle concentrazioni eventualmente previste dagli Stati membri, nonché le regole concernenti la possibilità per le imprese di investimento UE di potere accedere ai mercati regolamentati degli altri Paesi UE in cui non hanno sede.

<sup>224</sup> Dato che, come si avrà modo di esaminare più compiutamente in seguito nel par. 5.3, l'iscrizione da parte della Consob nell'elenco di cui all'art. 63, comma 2, del TUF, e quindi l'assunzione da parte di un determinato mercato della qualità di mercato regolamentato, è subordinata alla concessione da parte della Consob (o del Ministero del tesoro in caso di mercati all'ingrosso di titoli di Stato) dell'autorizzazione all'esercizio del mercato, la quale è, a sua volta, subordinata alla conformità del regolamento, tra l'altro, anche alla disciplina comunitaria, e dato che la disciplina comunitaria prevede le condizioni sopra richiamate per definire un mercato regolamentato, ne consegue che anche per l'ordinamento italiano il difetto di tali condizioni non consente di definire come regolamentato un determinato mercato.

<sup>225</sup> Nella sezione B dell'allegato alla direttiva n. 93/22/CEE sono considerati strumenti finanziari:

1. a) Valori mobiliari.  
b) Quote di un organismo di investimento collettivo.
2. Strumenti del mercato monetario.
3. Contratti a termine fermo (*futures*) su strumenti finanziari, compresi gli strumenti equivalenti che si regolano in contanti.
4. Contratti a termine su tassi d'interesse (FRA).
5. Contratti SWAPS su tassi d'interesse, su valute o contratti di scambio connessi a indici azionari (*equity swaps*).
6. Opzioni per acquistare o vendere qualsiasi strumento contemplato da questa sezione dell'allegato, compresi gli strumenti equivalenti che si regolano in contanti. Sono comprese in particolare in questa categoria le opzioni su valute e sui tassi d'interesse.

<sup>226</sup> In base a quanto disposto da questo articolo, "spetta a ciascuno Stato membro compilare l'elenco dei mercati regolamentati di cui è lo Stato d'origine e che sono conformi alla sua regolamentazione, e comunicare per informazione agli altri Stati membri e alla Commissione tale elenco, nonché le norme di organizzazione e di funzionamento dei mercati regolamentati in questione. Verrà parimenti comunicata qualunque modifica dell'elenco e delle suddette norme. La Commissione pubblica nella Gazzetta ufficiale delle Comunità europee, almeno una volta l'anno, gli elenchi dei mercati regolamentati ed i relativi aggiornamenti".

Con la comunicazione OJ C 120/4 pubblicata nella G.U.C.E. del 24 aprile 2001, la Commissione ha peraltro previsto che "(l)a riduzione delle barriere all'ingresso e la specializzazione dei segmenti di mercato fan sì che l'elenco dei «mercati regolamentati» debba subire continui ritocchi. La Commissione

Stato nel quale si trova la sede statutaria dell'organismo che assicura le negoziazioni o, se in conformità del diritto nazionale cui è soggetto detto organismo non ha sede statutaria, lo Stato membro in cui è situata la sua amministrazione centrale;

- b) funzioni regolarmente<sup>227</sup>;
- c) sia caratterizzato dal fatto che le disposizioni, elaborate o approvate dalle Autorità competenti, definiscono le condizioni di funzionamento del mercato<sup>228</sup>, le condizioni di accesso al mercato, nonché, qualora sia applicabile la direttiva n. 79/279/CEE<sup>229</sup>, le

---

europa provvederà pertanto, oltre a pubblicare annualmente l'elenco nella Gazzetta ufficiale delle Comunità europee, a tenerne una versione aggiornata nel suo sito ufficiale ([http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/mobil/isdlist\\_it.pdf](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/mobil/isdlist_it.pdf)). Questa sarà modificata regolarmente sulla base delle informazioni comunicate dalle autorità nazionali che, dal canto loro, sono invitate a comunicare alla Commissione tutti i dati aggiunti o eliminati dall'elenco dei mercati regolamentati di cui sono lo Stato membro d'origine.”

<sup>227</sup> Al requisito relativo al regolare funzionamento del mercato è stato da più parti attribuito il significato di funzionamento continuato, non episodico (così C. MOTTI,  *Mercati borsistici e diritto comunitario*, Milano, 1997, p. 103, la quale tuttavia non solo ritiene che “la regolarità di funzionamento caratterizzerebbe (...) un mercato capace di generare in coloro che siano interessati agli scambi una ragionevole aspettativa di poter ivi concludere affari continuativamente”, ma ipotizza altresì che il requisito *de quo* possa essere inteso anche nel senso di funzionamento “conforme alle regole, o più in generale non soggetto a turbative; e forse la regolarità significa tutte queste cose insieme, dipendendo in ultima analisi l'aspettativa di poter negoziare dalla continuità di funzionamento, e quest'ultima dall'assenza di turbative garantita dal rispetto delle regole”).

<sup>228</sup> Il riferimento al “funzionamento” del mercato contenuto nell'art. 1, punto 13, della direttiva n. 93/22/CEE induce a ritenere che il legislatore comunitario abbia richiesto che le disposizioni, elaborate o approvate dalle Autorità competenti e relative al mercato, debbano disciplinare non solo le operazioni di negoziazione, ma anche la fase di esecuzione delle operazioni concluse. Ciò non significa, però, che nell'eventualità in cui la fase *post-trading* sia svolta da soggetti diversi dal gestore del mercato, la disciplina dettata da quest'ultimo debba contenere anche le regole di *settlement* e di liquidazione delle operazioni concluse sul mercato, essendo invece sufficiente che le disposizioni a tal fine elaborate dal soggetto o dai soggetti che assumono il servizio siano approvate dalle Autorità competenti (si noti, incidentalmente, che la direttiva n. 93/22/CEE ammette che i servizi relativi alle operazioni da svolgere successivamente alle negoziazioni vengano ad essere effettuati da soggetti diversi dal gestore del mercato, come reso palese dal contenuto del 35° considerando di tale direttiva, secondo cui, in ragione della circostanza che “in determinati Stati membri, la funzione di compensazione e di pagamento può essere effettuata da organismi distinti dai mercati su cui si effettuano le transazioni e che di conseguenza, ogniqualvolta nella presente direttiva si citano l'«accesso ai mercati regolamentati» o la «qualità di membro di tali mercati», dette nozioni devono essere interpretate come comprensive dell'accesso agli organismi che garantiscono le funzioni di compensazione e di regolamento per i mercati regolamentati nonché della qualità di membro di detti organismi”).

<sup>229</sup> In base a quanto previsto dall'art. III della direttiva n. 2001/34/CE, le direttive n. 79/279/CEE, n. 80/390/CEE, n. 82/121/CEE e n. 88/627/CEE, “come modificate dalle direttive di cui all'allegato II, parte A, sono abrogate, fatti salvi gli obblighi degli Stati membri relativi ai termini per la loro attuazione, di cui all'allegato II, parte B. I riferimenti alle direttive abrogate si intendono fatti alla presente direttiva e vanno letti secondo la tavola di concordanza di cui all'allegato III”.



condizioni di ammissione alla quotazione fissate dalla stessa e, qualora tale direttiva non sia applicabile<sup>230</sup>, le condizioni che questi strumenti finanziari devono soddisfare per poter essere effettivamente negoziati sul mercato;

- d) prescriva il rispetto di tutti gli obblighi di dichiarazione e di trasparenza previsti dagli artt. 20 e 21<sup>231</sup> della direttiva.

Per esigenze di completezza va precisato che nelle vigenti disposizioni comunitarie in tema di disciplina dei mercati finanziari il termine mercato regolamentato compare non solo nella direttiva n. 93/22/CEE, ma anche in altre direttive, ed in particolare:

- nella direttiva n. 85/611/CEE, concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (o.i.c.v.m.)<sup>232</sup>. L'originario art. 19, par. 1, lett. a), allo scopo di permettere l'individuazione degli investimenti consentiti a fondi comuni di investimento o a società di investimento rientranti nell'ambito applicativo della direttiva stessa, distingueva i valori mobiliari ammessi alla quotazione ufficiale di una borsa valori dai valori mobiliari negoziabili su un altro mercato di uno Stato membro, regolamentato, regolarmente funzionante, riconosciuto e aperto al pubblico, che erano invece menzionati nello stesso art. 19, par. 1, ma alla lett. b). A seguito delle modifiche apportate alla direttiva *de qua* dalla direttiva n. 2001/108/CE, l'attuale versione dell'art. 19, par. 1, opera invece una distinzione

---

<sup>230</sup> Si è notato che sarebbe rimessa sostanzialmente agli ordinamenti nazionali l'individuazione dei mercati regolamentati la cui disciplina debba contenere anche condizioni di ammissione a quotazione conformi alla direttiva n. 79/279/CEE (così C. MOTTI, *Mercati borsistici e diritto comunitario*, cit., pp. 128-129).

<sup>231</sup> Con specifico riferimento alla presenza di tali requisiti, va qui soltanto incidentalmente notato che il grado ed il livello di trasparenza minimo individuato dalla direttiva n. 93/22/CEE è il frutto di un compromesso tra posizioni profondamente diverse emerse in sede di redazione della direttiva. Da parte di taluni si è addirittura sostenuto che "(t)he negotiations on the characteristics of a regulated market can be read as an attempt to ensure that SEAQ International (the London Stock Exchange's screen-based system for international equity securities) would not come within the definition of a regulated market owing to the level of transparency required and would be excluded from the benefits conferred on regulated markets" (N. MOLONEY, *EC Securities Regulation*, New York, 2002, p. 657, n. 50).

<sup>232</sup> La direttiva è pubblicata nella G.U.C.E. del 31 dicembre 1985, n. L 375, p. 3 ss. ed è stata oggetto di numerose modifiche ad opera della direttiva n. 88/220/CEE del Consiglio del 22 marzo 1988, pubblicata nella G.U.C.E. del 19 aprile 1988, n. L 100, p. 31 ss.; della direttiva n. 95/26/CEE del Parlamento europeo e del Consiglio del 29 giugno 1995, pubblicata nella G.U.C.E. del 18 luglio 1995, n. L 168, p. 7 ss.; della direttiva n. 2000/64/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 7 novembre 2000, pubblicata nella G.U.C.E. del 17 novembre 2000, n. L 290, p. 27 ss.; della direttiva n. 2001/107/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 gennaio 2002, pubblicata nella G.U.C.E. del 13 febbraio 2002, n. L 41, p. 20 ss.; della direttiva n. 2001/108/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 gennaio 2002, pubblicata nella G.U.C.E. del 13 febbraio 2002, n. L 41, p. 35 ss.

tra valori mobiliari e strumenti del mercato monetario ammessi o negoziati su un mercato regolamentato, ai sensi dell'art. 1, punto 13, della direttiva n. 93/22/CEE [art. 19, par. 1, lett. a)], e valori mobiliari e strumenti del mercato monetario negoziati su un altro mercato di uno Stato membro, regolamentato, regolarmente funzionante, riconosciuto e aperto al pubblico [art. 19, par. 1, lett. b)]<sup>233</sup>;

- nella direttiva n. 93/6/CEE, il cui art. 2, punto 11, definisce come mercato regolamentato "un mercato corrispondente alla definizione di cui all'articolo 1, punto 13 della direttiva 93/22/CEE";
- nella direttiva n. 2001/34/CE, il cui art. 23, par. 5, prevede deroghe alla disciplina in tema di prospetto "quando una società i cui titoli sono ammessi alla quotazione almeno per i due anni precedenti su un secondo mercato, regolamentato e soggetto a vigilanza da parte di autorità riconosciute dai poteri pubblici, chiede l'ammissione dei propri valori mobiliari alla quotazione ufficiale nello stesso Stato membro e, a giudizio delle autorità competenti, gli investitori dispongono, prima della data alla quale diventa operante l'ammissione alla quotazione ufficiale, di informazioni equivalenti nella sostanza a quelle prescritte dalla presente direttiva".

Il successivo art. 43, comma 3, prevede che, in tema di ammissione alla quotazione ufficiale, uno Stato membro possa fissare un livello di capitalizzazione prevedibile dello strumento finanziario quotando o un ammontare di attivo netto più elevato rispetto al livello di capitalizzazione o all'ammontare di attivo netto di € 1 milione "soltanto se nello Stato esiste un altro mercato regolamentato, riconosciuto ed aperto", per il quale le condizioni relative alla capitalizzazione prevedibile o all'ammontare di attivo netto sono pari o meno severe rispetto a quelle previste per l'ammissione a quotazione ufficiale.

L'art. 59, par. 1, inoltre, stabilisce che "(l)e obbligazioni convertibili, le obbligazioni permutabili e le obbligazioni con *warrant* possono essere ammesse alla quotazione ufficiale

---

<sup>233</sup> La direttiva n. 2001/108/CE non ha apportato alcuna variazione allo schema B allegato alla direttiva n. 85/611/CEE, relativo alle informazioni da inserire nelle relazioni periodiche, il quale prevede che si debba distinguere tra:

- a) i valori mobiliari ammessi alla quotazione ufficiale di una borsa valori;
- b) i valori mobiliari negoziati su un altro mercato ufficiale;
- c) i valori mobiliari di recente emissione, di cui all'art. 19, par. 1, lettera d);
- d) gli altri valori mobiliari di cui all'art. 19, par. 2, lettera a);
- e) i titoli di credito di cui all'art. 19, par. 2, lettera b);

ripartiti secondo i criteri più appropriati, tenendo conto della politica di investimento dell'o.i.c.v.m. (ad esempio: criteri economici, geografici, per valuta, ecc.) in percentuale rispetto all'attivo netto, indicando inoltre per ciascuno di essi la sua quota riferita all'attivo totale dell'o.i.c.v.m.

soltanto se le azioni alle quali si riferiscono sono state ammesse precedentemente a tale quotazione o ad un altro mercato regolamentato, con funzionamento regolare, riconosciuto ed aperto, o vi sono ammesse in pari tempo”.

Il punto 2.4.4 dello schema A dell’Allegato I concernente il prospetto per l’ammissione di azioni alla quotazione ufficiale di una borsa valori dispone, infine, che tra le informazioni contenute nel prospetto deve anche figurare, nell’eventualità in cui azioni della stessa categoria non siano ancora ammesse alla quotazione ufficiale, ma sono trattate su uno o più mercati regolamentati, regolarmente funzionanti, riconosciuti ed aperti, l’indicazione di tali mercati<sup>234</sup>;

- nella direttiva n. 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 28 gennaio 2003, relativa all’abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato). L’art. 9 di tale direttiva prevede, come regola generale, che le disposizioni in essa contenute si applichino ad ogni strumento finanziario ammesso alle negoziazioni in un mercato regolamentato di almeno uno Stato membro, o per il quale è stata presentata una richiesta di ammissione alle negoziazioni in detto mercato, a prescindere dal fatto che le operazioni di negoziazione abbiano o meno effettivamente luogo in tale mercato. L’art 1, a sua volta, definisce mercato regolamentato il mercato “rientrante nella definizione di cui all’articolo 1, paragrafo 13, della direttiva 93/22/CEE”<sup>235</sup>.

L’ordinamento comunitario conosce dunque, accanto alla definizione “puntuale” contenuta nella direttiva n. 93/22/CEE, una nozione più generica di mercato regolamentato, sostanzialmente coincidente con la nozione di mercato organizzato che si è qui proposto di utilizzare. La tendenza che sembra emergere a livello comunitario è tuttavia quella di elevare la

---

<sup>234</sup> Analoga previsione è contemplata dal punto 2.3.4 dello schema B del prospetto per l’ammissione di obbligazioni alla quotazione ufficiale di una borsa valori.

<sup>235</sup> L’art. 20 della direttiva n. 6/2003/CE abroga la direttiva del Consiglio del 13 novembre 1989, n. 89/592/CEE, sul coordinamento delle normative concernenti le operazioni effettuate da persone in possesso di informazioni privilegiate (*insider trading*), pubblicata nella G.U.C.E. del 18 novembre 1989, n. L 334, p. 30 ss. Va notato che l’art. 1, punto 2) di quest’ultima direttiva definiva valori mobiliari, ai fini dell’applicazione della direttiva stessa:

- a) le azioni e le obbligazioni, nonché i valori assimilabili alle azioni e obbligazioni;
  - b) i contratti o i diritti che permettono di sottoscrivere, acquisire o cedere i valori di cui alla lettera a);
  - c) i contratti a termine, le opzioni e gli strumenti finanziari a termine concernenti i valori di cui alla lettera a);
  - d) i contratti basati sull’indice, concernenti i valori di cui alla lettera a);
- quando sono ammessi alle negoziazioni su un mercato regolamentato e sorvegliato da Autorità riconosciute dai poteri pubblici, funzionante in modo regolare e direttamente o indirettamente accessibile al pubblico.

nozione di mercato regolamentato individuata nella direttiva n. 93/22/CEE ad elemento centrale del sistema di regolamentazione dei mercati finanziari comunitari.

Ciò detto, rimane un'ulteriore puntualizzazione da fare: nel diritto comunitario dei mercati finanziari, oltre al termine mercato regolamentato, un ruolo importante è ancora oggi giocato dalla nozione di borsa valori: se è vero che il legislatore comunitario ha fatto ricorso sempre più spesso nei provvedimenti più recenti alla nozione di "mercato regolamentato" nell'accezione delineata dalla direttiva n. 93/22/CEE, nella direttiva n. 2001/34/CE il termine borsa assume ancora una funzione centrale, per cui diviene necessario tentare di enucleare il significato attribuito a questo termine, evidenziandone, se possibile, i tratti distintivi rispetto al mercato regolamentato.

A tal fine va subito rilevato che l'art. 43, comma 3, della direttiva n. 2001/34/CE prevede che, in tema di ammissione alla quotazione ufficiale, uno Stato membro possa fissare un livello di capitalizzazione prevedibile dello strumento finanziario (azione od obbligazione) di cui si richiede la quotazione o un ammontare di attivo netto più elevato rispetto al livello di capitalizzazione o all'ammontare di attivo netto di € 1 milione previsto dal par. 1 del medesimo art. 43 "soltanto se nello Stato esiste un altro mercato regolamentato, riconosciuto ed aperto, per il quale le condizioni in materia sono pari o meno severe rispetto a quelle previste dal paragrafo 1". In base a quanto previsto dall'art. 5 della direttiva n. 2001/34/CE, inoltre, "(g)li Stati membri assicurano che a) i valori mobiliari non siano ammessi alla quotazione ufficiale di una borsa valori, situata o operante nel loro territorio, qualora non siano soddisfatte le condizioni previste dalla presente direttiva; e che b) gli emittenti di valori mobiliari ammessi a tale quotazione ufficiale, qualunque sia la data in cui tale ammissione ha avuto luogo, siano soggetti agli obblighi previsti dalla presente direttiva".

Da quanto precede discende non solo che l'espressione "ammissione a quotazione ufficiale" va intesa come ammissione a quotazione previa verifica del rispetto delle regole contenute nella medesima direttiva n. 2001/34/CE, ma anche che per il legislatore comunitario la borsa valori non sarebbe altro che, salva diversa previsione, un particolare mercato organizzato, riconosciuto ed aperto, in cui vengono scambiati valori mobiliari e caratterizzato dal fatto che l'ammissione a quotazione avviene secondo le regole previste nella direttiva n. 2001/34/CE, per quanto concerne gli emittenti e i valori mobiliari che possono essere oggetto di quotazione.

Anche l'ordinamento italiano vigente, peraltro, conosce la distinzione tra mercati regolamentati e borsa propria dell'ordinamento comunitario. Se, infatti, il TUF non utilizza il termine borsa, mentre incentra la disciplina sulla nozione di mercato regolamentato, in tal modo

superando quella che è stata definita la dicotomia tra borsa ed altri mercati, a livello di normativa secondaria il termine *de quo* ricompare: l'art. 2, comma 1, lett. a-bis) del Regolamento Emittenti definisce espressamente la borsa valori come "i mercati regolamentati, ovvero i relativi comparti, nei quali l'ammissione a quotazione risponde alle condizioni fissate dalla direttiva 2001/34/CE".

Così come nelle disposizioni della direttiva n. 2001/34/CE, anche nell'attuale contesto normativo interno la qualificazione come borsa di un mercato regolamentato non è fine a se stessa, dato che varie norme del Regolamento Emittenti, dettate soprattutto in tema di informazione societaria, si applicano soltanto ai soggetti (italiani) che emettono strumenti finanziari quotati in borsa

### 2.3 I sistemi di scambi organizzati e l'obbligo di concentrazione delle negoziazioni

Nel sistema del TUF, oltre alla concorrenza dei gestori di mercati regolamentati di altri Paesi UE, il servizio di negoziazione prestato da una società di gestione italiana sembrerebbe soggetto, ad un primo esame, anche alla pressione competitiva (attuale o potenziale) non solo delle altre società di gestione nazionali che offrono servizi di *trading* sugli stessi strumenti finanziari, ma perfino dei gestori di mercati non regolamentati, dato che la disciplina del TUF non esclude *a priori* situazioni di concorrenza tra mercati regolamentati e mercati non regolamentati.

L'art. 78 del TUF contempla esplicitamente la possibilità di istituire i c.d. sistemi di scambi organizzati di strumenti finanziari (SSO), i quali possono essere definiti come un insieme di regole e di strutture, anche automatizzate, che consente, in via continuativa o periodica, di:

- di raccogliere e diffondere proposte di negoziazione di strumenti finanziari;
- di fare incontrare dette proposte in modo da determinare la conclusione di contratti<sup>236</sup>.

Nel quadro normativo ricostruito dalla Consob i sistemi di scambi organizzati possono dunque essere considerati una *species* della più generale categoria dei mercati finanziari regolati<sup>237</sup>; sia i

---

<sup>236</sup> Delibera Consob del 17 aprile 2003 n. 14035, paragrafo 2, punto 1), pubblicata sulla G.U. del 3 maggio 2003, n. 101. Non configura quindi un sistema di scambi organizzati la messa a disposizione del pubblico di reti di comunicazione che consentono agli utenti di utilizzare le informazioni acquisite per concludere operazioni su strumenti finanziari fuori del sistema. In questo senso si è espressamente pronunciata la Consob, nella nota di commento della suddetta delibera .

<sup>237</sup> Si ricorda che, in base a quanto specificato nella precedente nota 218, con il termine "mercato regolato" si intende qui fare riferimento al mercato il cui funzionamento è disciplinato da specifiche regole dettate dal gestore del mercato stesso.

mercati regolamentati, sia i sistemi di scambi organizzati hanno un denominatore comune, rappresentato dalla presenza di norme e strutture che rendono possibile la negoziazione non episodica di strumenti finanziari<sup>238</sup>.

I mercati regolamentati si differenziano tuttavia dai sistemi di scambi organizzati non solo per la presenza del dato formale dell'iscrizione del mercato, laddove la definizione di sistema di scambi organizzati trova il proprio fondamento unicamente nella funzione svolta dal sistema di scambi<sup>239</sup>, ma anche per le conseguenze che da tale iscrizione derivano in termini di disciplina applicabile.

Il livello di competitività tra mercati regolamentati e mercati non regolamentati è comunque "ad assetto variabile", dipendendo grandemente dalle modalità con cui la Consob esercita nel concreto il potere, attribuitole dall'art. 25, comma 2, del TUF, di "disciplinare con regolamento le ipotesi in cui la negoziazione degli strumenti finanziari deve essere eseguita nei mercati regolamentati"<sup>240</sup>.

Attualmente, ai sensi dell'art. 7 del regolamento adottato con la delibera n. 11768 del 23 dicembre 1998 (in seguito, il "Regolamento Mercati"), la Consob ha espressamente sancito l'obbligo di concentrazione degli scambi sui titoli negoziati nei mercati regolamentati, prevedendo che gli intermediari autorizzati alla prestazione dei servizi di investimento debbano

---

<sup>238</sup> Seppur con riferimento all'art. 55 del d. lgs. n. 415/1996, ma le considerazioni paiono applicabili anche all'art. 78 del TUF in considerazione dell'impostazione sostanziale che, nonostante la diversa formulazione, accomuna le due norme, si è rilevato che, ammettendo la possibilità di istituire mercati non regolamentati, il "legislatore delegato ha (...) voluto che la competizione si realizzasse non solo tra mercati regolamentati in ambito europeo e nazionale (in virtù del principio del *dual listing*, vale a dire la quotazione degli stessi strumenti finanziari sui diversi mercati regolamentati), ma anche tra mercati regolamentati e mercati OTC [*over the counter*]. La *ratio* di tale impostazione va ricercata (...) nel convincimento che essi svolgano una importante funzione di stimolo concorrenziale nei confronti dei mercati regolamentati per la ricerca di maggiori livelli di efficienza ed una insostituibile funzione di sviluppo dell'innovazione nel campo della «*securities industry*» (R. DE CHIARA, *Sub art. 55*, in AA.VV., *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari*, cit., p. 459). Come si avrà modo di rilevare, tuttavia, il grado di effettiva concorrenzialità tra mercati regolamentati e mercati non regolamentati viene a dipendere grandemente da scelte operate non dal legislatore, bensì dell'Autorità di settore.

<sup>239</sup> In altre parole, mentre l'espressione mercato regolamentato è concetto normativo, la nozione di sistema di scambi organizzati ha valenza tipologica.

<sup>240</sup> E' invece esclusa, dall'art. 25, comma 3, del TUF, la possibilità per la Consob di imporre l'obbligo di concentrazione nei mercati regolamentati alle negoziazioni aventi a oggetto titoli di Stato o garantiti dallo Stato.

eseguire o far eseguire "le negoziazioni di strumenti finanziari, diversi dai contratti a premio e da ogni altro strumento finanziario derivato, esclusivamente nei mercati regolamentati"<sup>241</sup>.

Il suddetto obbligo non è tuttavia assoluto, potendo essere derogato, ex art. 8 del Regolamento Mercati, se il cliente ha "preventivamente autorizzato l'intermediario ad eseguire o a far eseguire le negoziazioni al di fuori dei mercati regolamentati"<sup>242</sup>, e "l'esecuzione delle

---

<sup>241</sup> La normativa comunitaria non impone un obbligo di concentrazione sui mercati regolamentati (così, per tutti, G. FERRARINI, *Le direttive comunitarie in tema di servizi di investimento*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1994, I, p. 528). L'art. 14, par. 3, della direttiva n. 93/22/CEE riconosce infatti agli Stati membri la mera facoltà di richiedere che le transazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari poste in essere nell'ambito della prestazione di un servizio di investimento "siano eseguite su un mercato regolamentato", sempreché, inoltre, sussistano le seguenti condizioni:

- l'investitore risiede abitualmente o è stabilito in detto Stato membro;
- l'impresa d'investimento esegue la transazione tramite uno stabilimento principale o una succursale situati nello Stato membro in questione o nell'ambito della libera prestazione di servizi in tale Stato membro;
- la transazione verte su uno strumento negoziato su un mercato regolamentato di detto Stato membro.

La formulazione dell'art. 14, par. 3, sopra riportato, consente dunque agli Stati UE di imporre la negoziazione in un mercato regolamentato, ma se lo strumento finanziario fosse negoziato su mercati regolamentati di diversi Stati non potrebbe essere considerata lecita l'adozione da parte di uno Stato membro di una norma volta a far eseguire le contrattazioni su quel determinato strumento soltanto sul mercato nazionale (così, parrebbe, G. FERRARINI, *L'attuazione della direttiva comunitaria sui servizi di investimento*, cit., p. 640, secondo il quale "il principio di concentrazione fatto salvo dalla direttiva riguarda pur sempre i mercati regolamentati di ogni Stato membro; sicché ad es. nel caso di titoli italiani quotati a Milano e a Londra, il principio di concentrazione sarebbe soddisfatto tanto da una negoziazione in Italia, quanto da una in Inghilterra; in tal senso anche A. LOMBARDI PIRONE, *Sub art. 67*, in *AA.VV.*, *Commentario al testo unico*, cit., p. 649).

<sup>242</sup> L'autorizzazione del cliente deve essere concessa per singole operazioni e, nel caso di ordine impartito telefonicamente, "può essere rilasciata oralmente, a condizione che l'intermediario ne mantenga idonea prova nell'ambito delle proprie procedure" (art. 8, commi 2 e 3, Regolamento Mercati).

Chiara appare la derivazione comunitaria di tale previsione: l'art. 14, par. 4, della direttiva n. 93/22/CEE, dispone infatti che se "uno Stato membro applica il paragrafo 3, esso accorda agli investitori residenti abitualmente o stabiliti nel suo territorio il diritto di derogare all'obbligo imposto a norma del paragrafo 3 e di fare effettuare al di fuori di un mercato regolamentato le transazioni di cui al paragrafo 3. Gli Stati membri possono subordinare l'esercizio di tale diritto ad un'autorizzazione esplicita, tenuto conto delle diverse esigenze degli investitori in materia di protezione, e segnatamente delle capacità degli investitori professionali ed istituzionali di agire al meglio dei loro interessi. Tale autorizzazione deve comunque essere accordata a condizioni che non comprometta la rapida esecuzione degli ordini dell'investitore".

Proprio con riferimento alla possibilità, contemplata nella suddetta direttiva, per gli investitori di autorizzare il compimento di operazioni fuori del mercato regolamentato, si è osservato che essa costituirebbe un indizio per ravvisare la ratio dell'obbligo di concentrazione nell'esigenza di assicurare all'investitore stesso la *best execution* del proprio ordine, e non invece nella esigenza di assicurare la liquidità al mercato, posto che se fosse veramente quest'ultima la ragione sottostante alla regola della concentrazione la norma non potrebbe essere considerata disponibile dai singoli investitori essendo posta a tutela di un interesse generale (così G. FERRARINI, *Osservazioni in merito alla disciplina della concentrazione degli scambi*, in *Banca, impr., soc.*, 2000, p. 282).

negoziazioni al di fuori dei mercati regolamentati consente di realizzare un miglior prezzo per il cliente”<sup>243</sup>.

L'art. 8, comma 4, del Regolamento Mercati prevede inoltre che, fuori dell'orario ufficiale di negoziazione, gli intermediari possano eseguire o far eseguire nei sistemi di scambi organizzati le negoziazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari, anche in assenza dell'autorizzazione del cliente<sup>244</sup>, mentre ulteriori ipotesi di non applicazione dell'obbligo di concentrazione degli scambi sono individuate dall'art. 9 del medesimo regolamento. Tale articolo stabilisce che gli intermediari autorizzati alla prestazione dei servizi di investimento<sup>245</sup> non debbano necessariamente effettuare su un mercato regolamentato le negoziazioni:

a) disposte da investitori non residenti o non aventi sede in Italia<sup>246</sup>;

---

<sup>243</sup> Si è rilevato che questa ulteriore condizione non sarebbe in linea con la normativa comunitaria dato che essa renderebbe assai difficile individuare fuori mercato condizioni migliori di quelle correnti sul mercato regolamentato e quindi renderebbe praticamente impossibile il ricorso alla deroga [G. FERRARINI, *Osservazioni in merito alla disciplina della concentrazione*, cit., p. 285, per il quale la "best execution richiede un prezzo in linea con quello di mercato (non un prezzo migliore) e, comunque, non considera soltanto il prezzo, bensì anche altri fattori che concorrono a configurare le condizioni di un'operazione ottimale per gli investitori"].

<sup>244</sup> La versione originaria dell'art. 8, comma 4, del Regolamento Mercati prevedeva tuttavia che la preventiva autorizzazione del cliente dovesse intervenire in ogni caso e dunque, almeno apparentemente, anche se la negoziazione doveva essere effettuata fuori degli orari ufficiali di negoziazione dei mercati regolamentati dove lo strumento finanziario era negoziato. Nella comunicazione del 1° ottobre 1999, n. DM/99071295, la Consob ebbe tuttavia modo di sostenere che, mentre la preventiva autorizzazione del cliente, doveva ricorrere in tutti i casi, "il conseguimento del miglior prezzo (...) [presupponeva] una negoziazione fuori mercato in pendenza di mercato aperto. Solo durante gli orari di apertura dei mercati regolamentati, infatti, (...) [sarebbe stato] possibile identificare il prezzo di quotazione attuale cui commisurare quello al quale l'intermediario (...) [intendeva] negoziare fuori mercato e così stabilire se si (...) [trattava] o meno di un «miglior prezzo». Conseguentemente, per le negoziazioni eseguite in orari in cui nessuno dei mercati regolamentati iscritti nell'elenco previsto dall'art. 63, comma 2° del d. lgs. n. 58/98 (...) [era] aperto, il citato requisito di cui alla lettera b) [dell'originario art. 8, comma 4, Regolamento Mercati, ossia il conseguimento del miglior prezzo] non (...) [era] applicabile e la negoziazione fuori mercato (...) [doveva] ritenersi consentita nel rispetto del solo requisito consistente nell'autorizzazione specifica del cliente".

Tale interpretazione fu esplicitamente recepita nella delibera Consob del 20 aprile 2000, n. 12497, con cui venne introdotta nel Regolamento Mercati la (vigente) previsione secondo la quale non è necessaria l'autorizzazione del cliente per le operazioni da eseguirsi quando sono chiusi i mercati regolamentati ove lo strumento finanziario oggetto dell'operazione è trattato.

<sup>245</sup> Per intermediari autorizzati si intendono, ex art. 6, comma 1, lett. b), del Regolamento Mercati, gli agenti di cambio, le imprese di investimento e le banche autorizzati a prestare in Italia i servizi di negoziazione per conto proprio o per conto terzi di strumenti finanziari, di ricezione e trasmissione di ordini, nonché mediazione, relativi a strumenti finanziari e di gestione su base individuale di portafogli di investimento per conto terzi.

<sup>246</sup> Tale deroga discende direttamente dall'art. 14, par. 3, della direttiva n. 93/22/CEE.



- b) aventi ad oggetto titoli di Stato o garantiti dallo Stato, italiani ed esteri, nonché titoli emessi da organismi internazionali partecipati da Stati<sup>247</sup>;
- c) aventi ad oggetto «blocchi» di strumenti finanziari<sup>248</sup>;
- d) aventi ad oggetto «spezzature»<sup>249</sup>, salvo che il regolamento del mercato ne consenta la negoziazione”.

<sup>247</sup> Ciò non significherebbe comunque che per le negoziazioni aventi ad oggetto titoli di Stato o garantiti dallo Stato l'intermediario possa non applicare la regola della *best execution*, posto che tale obbligo trova il proprio fondamento nell'art. 32, comma 3, del Regolamento Intermediari (così la comunicazione Consob del 1° marzo 1999, n. DI/99014081).

<sup>248</sup> Ai sensi dell'art. 6, comma 1, lett. d), del Regolamento Mercati, per “blocco” di strumenti finanziari, diversi dagli strumenti finanziari derivati, si deve intendere un ordine avente ad oggetto un quantitativo di:

- a) obbligazioni o altri titoli di debito il cui controvalore sia non inferiore a 200 mila euro;
- b) azioni o altri titoli rappresentativi di capitale di rischio il cui controvalore sia non inferiore a:
  - 150 mila euro, nel caso in cui il controvalore giornaliero medio degli scambi complessivamente avvenuti nel mercato regolamentato italiano sugli stessi strumenti finanziari, negli ultimi sei mesi, risulti inferiore a 1,5 milioni di euro;
  - 250 mila euro, nel caso in cui il controvalore giornaliero medio degli scambi complessivamente avvenuti nel mercato regolamentato italiano sugli stessi strumenti finanziari, negli ultimi sei mesi, risulti compreso tra 1,5 e 3 milioni di euro;
  - 500 mila euro, nel caso in cui il controvalore giornaliero medio degli scambi complessivamente avvenuti nel mercato regolamentato italiano sugli stessi strumenti finanziari, negli ultimi sei mesi, risulti compreso tra 3 e 10 milioni di euro;
  - 1,5 milioni di euro, nel caso in cui il controvalore giornaliero medio degli scambi complessivamente avvenuti nel mercato regolamentato italiano sugli stessi strumenti finanziari, negli ultimi sei mesi, risulti superiore a 10 milioni di euro.

La scelta dell'Autorità di vigilanza di non imporre la negoziazione nei mercati regolamentati di quantitativi di strumenti finanziari il cui controvalore sia superiore a determinati importi individuati dal gestore del mercato sulla base di criteri determinati dalla Consob in relazione alle dimensioni degli scambi che hanno normalmente luogo (c.d. blocchi), trova ragione nella circostanza che la “negoziazione di quantitativi unitari rilevanti di titoli può dare origine a impatti sul prezzo sfavorevoli per chi deve negoziare il blocco; infatti, se negoziato in unica soluzione, il blocco può essere scambiato solo a costo di sacrifici di prezzo potenzialmente importanti; d'altro lato, se «spezzettato» in partite di minor ammontare, vi è comunque il rischio che la continua pressione su un lato del mercato faccia ugualmente variare il prezzo, senza trascurare il fatto che tale processo può richiedere tempi troppo lunghi per le esigenze di chi origina la negoziazione” [M. ANOLLI, *I mercati a contante*, in AA.VV., *I mercati e gli strumenti finanziari. Disciplina e organizzazione della borsa*, a cura di A. Banfi, Bologna, 2001, p. 270, il quale rileva altresì che il “mercato dei blocchi non si svolge sul circuito telematico di borsa e non ha regole di negoziazione; le contrattazioni di blocchi infatti si svolgono secondo le modalità di volta in volta concordate dalle parti (infatti i prezzi sono liberamente contrattati dalle parti, l'orario di contrattazione è libero, così come le modalità e i tempi di liquidazione) che tuttavia devono rispettare alcuni elementi di trasparenza delle negoziazioni”].

<sup>249</sup> Con tale termine viene indicato l'ordine avente ad oggetto un quantitativo di strumenti finanziari inferiore al lotto minimo negoziabile, eventualmente previsto dal regolamento del mercato in cui lo strumento finanziario è ammesso alle negoziazioni [art. 6, comma 1, lett. d), Regolamento Mercati].

Nell'eventualità in cui siano state concluse fuori dei mercati regolamentati operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni, il Regolamento Mercati prescrive che per ogni transazione compiuta gli intermediari autorizzati debbano comunicare alla società di gestione di uno dei mercati regolamentati italiani nei quali lo strumento finanziario è negoziato, entro il termine di quindici minuti dal momento dell'esecuzione<sup>250</sup>, una serie di informazioni, tra cui lo strumento finanziario oggetto dell'operazione, il tipo di operazione, il prezzo unitario, la quantità e la controparte, indicando altresì se l'operazione è stata conclusa per conto proprio o per conto terzi (art. 11, comma 1, Regolamento Mercati)<sup>251</sup>. Nessuna comunicazione è comunque necessaria per le negoziazioni aventi ad oggetto titoli di Stato o garantiti dallo Stato ovvero titoli emessi da organismi internazionali partecipati da Stati e per le negoziazioni di "spezzature" (art. 11, ultimo comma, Regolamento Mercati).

L'art. 12 del Regolamento Mercati prescrive a sua volta che la società di gestione, con riguardo ad ogni operazione eseguita fuori mercato, metta a disposizione del mercato, con le modalità stabilite nel regolamento del mercato e decorsi sessanta minuti dalla conclusione dell'operazione stessa<sup>252</sup>, i seguenti elementi informativi:

- a) strumento finanziario oggetto dell'operazione;
- b) quantità scambiata;
- c) prezzo unitario al netto delle eventuali commissioni;
- d) data e ora di esecuzione dell'operazione.

È in tal modo garantita la trasparenza delle negoziazioni, evitando che operazioni concluse fuori mercato restino totalmente sconosciute, con evidenti effetti negativi sulla significatività dei prezzi degli strumenti finanziari trattati nei mercati regolamentati.

---

<sup>250</sup> Se l'operazione è conclusa fuori dell'orario di operatività dei mercati regolamentati, la comunicazione va effettuata entro il successivo inizio dell'orario giornaliero di funzionamento degli stessi (art. 11, comma 2, Regolamento Mercati). I mezzi e le modalità tecniche con cui le comunicazioni sono effettuate sono stabiliti dalle stesse società di gestione con il regolamento del mercato previsto dall'art. 62 del TUF (art. 11, comma 5, Regolamento Mercati).

<sup>251</sup> Se, tuttavia, l'operazione è compiuta da un intermediario estero, autorizzato in Italia alla prestazione dei servizi di negoziazione, la comunicazione è dovuta solo con riguardo alle negoziazioni effettuate con o per conto di investitori residenti in Italia (art. 11, comma 6, Regolamento Mercati).

<sup>252</sup> Se le operazioni vengono concluse dopo l'orario giornaliero di funzionamento o, se la scadenza del termine di sessanta minuti dalla conclusione dell'operazione interviene dopo l'orario giornaliero di funzionamento, le informazioni devono essere messe a disposizione del mercato prima della successiva apertura delle negoziazioni (art. 12, comma 3, Regolamento Mercati).

La disciplina ora esaminata ed in particolare la presenza di norme che prevedono, da un lato, ipotesi di deroga all'obbligo di concentrazione degli scambi e, dall'altro, doveri di informazione del mercato in concomitanza con operazioni eseguite fuori mercato, sembra confermare che, come più volte affermato dalla Consob, l'obiettivo di fondo che si è cercato di perseguire con l'introduzione dell'obbligo in esame è da rinvenire nell'esigenza di aumentare il livello di liquidità dei mercati regolamentati, al fine di consentire il raggiungimento di una maggiore significatività dei prezzi e di una riduzione dei costi di transazione<sup>253</sup>.

Nella letteratura economica vi sono indubbiamente analisi che hanno evidenziato come una situazione caratterizzata dalla concentrazione degli scambi in un unico sistema di negoziazione può costituire un presupposto essenziale per la massimizzazione dell'utilità dei consumatori dei servizi di negoziazione<sup>254</sup>, ma non mancano Autori che rilevano come l'esistenza di tali obblighi, creando barriere all'entrata nel mercato da parte di altri prestatori dei servizi di negoziazione, possa ridurre la competitività e contribuire, in tal modo, a creare una situazione

---

<sup>253</sup> Sul punto si veda la nota tecnica diffusa dalla Consob nel novembre 1998 prima dell'emanazione del Regolamento Mercati.

<sup>254</sup> Se non vi è un obbligo di concentrazione il rischio è quello che gli economisti chiamano "frammentazione del mercato", ossia la dispersione del flusso di ordini relativo ad uno strumento finanziario su più strutture di negoziazione (mercati o altri meccanismi di *trading*); in tali casi, infatti, la mancata partecipazione di tutte le strutture ove possono avvenire le transazioni alla *price discovery* e l'esistenza di comportamenti di *free riding* da parte di alcuni intermediari che partecipano alle negoziazioni possono determinare "effetti negativi sull'efficienza della *price discovery* e sulle condizioni di liquidità del mercato" (così M. FRANCHI, *Best execution, multiple trading venues e sistemi di scambi organizzati: alcune considerazioni generali ed un'analisi empirica del mercato dei Titoli di Stato*, in Quaderni di Finanza Consob, n. 56, 2003, p. 3, il quale osserva altresì che la "frammentazione «fisica» delle *trading venues*, ossia il fatto che esista una molteplicità di luoghi nei quali poter effettuare lo scambio del medesimo titolo, non è però condizione sufficiente per la frammentazione del mercato: se per mercato intendiamo l'insieme delle *trading venues* ed immaginiamo che tra le diverse *trading venues* esistano flussi di informazione e che il medesimo intermediario possa contemporaneamente accedere a più *trading venues*, allora anche in presenza di un mercato non consolidato non è corretto parlare di frammentazione, in quanto esisterebbero i meccanismi (flussi informativi ed arbitraggio) che sono teoricamente sufficienti a legare le diverse strutture in un'unica entità. Se cioè valgono contemporaneamente le due condizioni di accesso a tutte le *trading venues* e completa trasparenza, allora il mercato fisicamente frammentato non rappresenta un problema".

Va inoltre rilevato che ulteriori conseguenze negative della frammentazione sono state considerate sia l'incremento della probabilità "che vengano violate le regole di priorità sia primarie che secondarie, le quali hanno un'importante funzione di stimolo alla liquidità", sia l'aumento del tempo medio di «attesa in coda» per un ordine (così R. HAMAUI - M. RATTI, *La concentrazione in borsa degli scambi. Legittimità, opportunità e convenienza*, in *Banca, Impr., soc.*, 1997, p. 34).

di monopolio di fatto che può determinare, nel medio/lungo periodo, un innalzamento dei costi di transazione e/o un peggioramento della qualità dei servizi prestati<sup>255</sup>.

Anche i vantaggi in termini di liquidità associati alla concentrazione degli scambi sono stati, peraltro, messi in dubbio da chi ha rilevato come la concorrenza tra i mercati nei quali viene negoziato uno strumento finanziario potrebbe rappresentare un fattore in grado di aumentare, anziché ridurre, la liquidità complessiva dello strumento finanziario<sup>256</sup>.

Inoltre, anche per quanto attiene alla significatività dei prezzi in presenza di concentrazione degli scambi, si è sostenuto che tale effetto sarebbe solo di breve periodo, posto che nel medio-lungo periodo vi potrebbe essere il rischio di una riduzione della liquidità<sup>257</sup>.

Con specifico riferimento all'ordinamento italiano, si è inoltre rilevato che vi sarebbe poca compatibilità tra l'obbligo di concentrazione ed i principi del TUF, posto che la presenza di tale obbligo ostacolerebbe lo sviluppo di sistemi di negoziazione alternativi ai mercati regolamentati e quindi ridurrebbe di fatto la concorrenza tra i gestori dei mercati regolamentati e gli organizzatori dei sistemi di scambio, anche in considerazione dei maggiori costi associati all'istituzione di un mercato regolamentato rispetto a quelli che devono essere sostenuti per la creazione di un sistema di scambi organizzati.

I costi di creazione di un mercato regolamentato sono infatti piuttosto rilevanti. La società di gestione del mercato deve avere un capitale minimo non inferiore al minimo individuato dalla Consob, inoltre sono previsti requisiti di professionalità ed onorabilità per gli esponenti aziendali e requisiti di onorabilità per coloro che possiedono partecipazioni rilevanti, nonché un sistema di vigilanza piuttosto articolato e penetrante (cfr. *infra* capitoli 4 e 6), mentre per gli organizzatori di sistemi di scambi organizzati né il TUF, né la Consob prevedono espressamente disposizioni specifiche relativamente ai requisiti giuridici che gli stessi devono avere per poter organizzare e gestire tali sistemi di scambi su strumenti finanziari<sup>258</sup>.

---

<sup>255</sup> G. SICILIANO, *Gli effetti economici della privatizzazione dei mercati di Borsa*, in *An. giur. ec.*, 2002, n. 1, p. 90. L'osservazione troverebbe conferma anche nell'esperienza dei mercati USA, come attestato dalla *Securities and Exchange Commission* (SEC), la quale ha affermato che proprio lo sviluppo dei c.d. *Alternative Trading Systems* (ATS), ossia di sistemi di negoziazione non tradizionali e concorrenti delle borse tradizionali, avrebbe comportato un sensibile incremento nell'efficienza e nella competizione dei mercati finanziari che avrebbe, a sua volta, determinato una riduzione dei costi di transazione (così SEC, *Concept release*, p. 30489, in cui viene evidenziato l'importante ruolo che la tecnologia informatica ed elettronica ha avuto nella istituzione degli ATS e nella riduzione dei costi di negoziazione).

<sup>256</sup> R. HAMAUI - M. RATTI, *La concentrazione in borsa degli scambi*, cit., p. 34.

<sup>257</sup> R. HAMAUI - M. RATTI, *La concentrazione in borsa degli scambi*, cit., p. 34.

L'istituzione e la gestione di un sistema di scambi organizzati di strumenti finanziari sono inoltre oggetto di una disciplina le cui norme paiono essere più elastiche di quelle previste dal TUF per i mercati regolamentati; l'art. 78, comma 1, del TUF attribuisce infatti alla Consob il potere di richiedere agli organizzatori<sup>259</sup>, agli emittenti<sup>260</sup> ed agli operatori dati, notizie e documenti sugli scambi, mentre il secondo comma del medesimo art. 78 legittima la Consob a:

a) stabilire le modalità, i termini e le condizioni dell'informazione del pubblico riguardanti gli scambi<sup>261</sup>;

---

<sup>258</sup> C. MOTTI, *Sub art. 78*, in AA.VV., *Commentario al testo unico*, cit., p. 742, la quale osserva che non solo "non è richiesta (...) alcuna autorizzazione iniziale, né all'esercizio dell'attività né all'inizio delle operazioni", ma "neppure è previsto per legge alcun obbligo di comunicazione essendo stato oltretutto abrogato l'art. 25 l. 1 gennaio 1991 n. 1 (in materia di offerta e commercializzazione di servizi telematici ed informatici relativi a titoli quotati), all'atto del recepimento delle direttive Eurosim (cfr. l'art. 66, co. 2, lett. b d. lgs. 415/1996, nonché l'art. 214 co. 1, lett. aa testo unico)".

A conclusioni diverse si giunge se, come vedremo (*infra* par. 3.3), si riconduce l'attività di organizzazione e gestione di mercati "organizzati" di strumenti finanziari nell'ambito della prestazione di servizi di investimento.

<sup>259</sup> Si è osservato che l'utilizzo nell'art. 78 del TUF del termine "organizzatori" consentirebbe di applicare la disciplina attuativa di tale articolo dettata dalla Consob ai soli soggetti che "si limitino a definire le regole di organizzazione e di funzionamento del sistema e a curarne l'eventuale revisione periodica, senza assumere altre responsabilità in ordine alla sua conduzione", prescindendo quindi da ogni considerazione in ordine alla gestione del sistema, una volta organizzato (C. MOTTI, *Sub art. 78*, cit., p. 742).

Ciò comporta che, nel caso in cui la gestione del sistema sia affidata a soggetti diversi dagli organizzatori, i gestori sono tenuti a comunicare agli organizzatori i dati che devono essere trasmessi alla Consob o diffusi sul mercato.

<sup>260</sup> Nulla dispongono il TUF e la regolamentazione secondaria in ordine alla possibilità che nei sistemi di scambi organizzati vengano scambiati strumenti finanziari già negoziati in mercati regolamentati o strumenti finanziari relativamente ai quali l'emittente non ha richiesto la negoziazione nel sistema.

Posto che deve essere considerata pienamente compatibile con l'ordinamento vigente l'ammissione a quotazione in un mercato regolamentato di strumenti finanziari senza il consenso dell'emittente, nell'eventualità in cui tali strumenti finanziari siano già quotati in un mercato regolamentato italiano, non si ravvisano ostacoli per ritenere legittima anche la negoziazione in un sistema di scambi organizzati di strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati, ancorché tale negoziazione avvenga senza che sia previamente intervenuto il consenso dell'emittente.

Più delicata sembra invece la seconda questione sopra esposta, dato che nell'ipotesi in cui, a seguito dell'ammissione a negoziazione, gli strumenti finanziari vengono ad assumere la qualificazione di "diffusi tra il pubblico" ai sensi del combinato disposto degli artt. 116 del TUF e 2, comma 1, lett. g), del Regolamento Emittenti, l'emittente verrebbe ad essere assoggettata ad obblighi informativi nei confronti della Consob senza che vi sia stata una sua espressa manifestazione di volontà in tal senso.

<sup>261</sup> La possibilità per la Consob di imporre che siano rese note al pubblico informazioni relative agli scambi costituisce una novità rispetto a quanto disposto dall'art. 55, comma 2, del d. lgs. n. 415/1996, e permette, nel contempo, di individuare la funzione dei poteri di richiedere informazioni riconosciuti alla Consob dall'art. 78, comma 1, del TUF, non solo nella strumentalità di tali poteri rispetto all'esercizio da parte della Consob stessa della facoltà di sospendere o vietare gli scambi attribuita dall'art. 78, comma 2, lett. b), del TUF, ma anche nella verifica della veridicità delle informazioni comunicate al pubblico (C. MOTTI, *Sub art. 78*, cit., p. 743, la quale nota che "la scelta di non esplicitare le finalità dell'esercizio

b) sospendere e, nei casi più gravi, vietare gli scambi<sup>262</sup> quando ciò sia necessario per evitare gravi pregiudizi alla tutela degli investitori.

Con una prima comunicazione del dicembre 1998<sup>263</sup>, la Consob ha dato attuazione alle disposizioni ora riportate stabilendo l'obbligo per i soggetti che istituivano un sistema di scambi organizzati di comunicare, non oltre la data di avvio dell'operatività del sistema, tutta una serie di informazioni<sup>264</sup>.

Una volta operativo il sistema, gli organizzatori dovevano rendere note senza indugio alla Consob le modifiche intervenute nei dati comunicati alla stessa prima dell'inizio dell'operatività del sistema. Per i sistemi i cui si prevedeva "quale taglio minimo di ogni singola negoziazione un controvalore inferiore a lire 300 milioni" oppure ai quali potevano partecipare anche investitori non istituzionali, gli organizzatori dovevano mettere a disposizione del pubblico le regole di funzionamento del sistema che presiedevano al processo di formazione dei prezzi e la descrizione degli strumenti finanziari trattati. Durante l'orario di funzionamento del sistema dovevano essere rese disponibili ulteriori informazioni relative alle migliori condizioni di prezzo in acquisto e in vendita e relative quantità, nonché al prezzo, alla

---

dei poteri di cui al comma 1 (tanto più ove si tenga conto della diversa soluzione seguita in materia di obblighi di divulgazione), tuttavia, potrebbe autorizzare l'ipotesi che di tali poteri la Consob possa avvalersi anche ad altri scopi: e così, ad esempio, per accertare violazioni della riserva di attività di cui all'art. 18, co. 1 (per la denuncia prevista dall'art. 166, co. 3) o della disciplina in tema di appello al pubblico risparmio (salvo quanto previsto dall'art. 205), per integrare o verificare i dati concernenti gli affari su titoli quotati conclusi fuori dei mercati regolamentati (anche ai fini della repressione dell'*insider trading*), e più in generale al fine di poter disporre di un adeguato bagaglio informativo per un migliore esercizio dei poteri di controllo o vigilanza ad essa attribuiti nei confronti degli intermediari, dei mercati e degli emittenti. Il che forse spiega come mai i poteri di cui al comma 1 spettino in ogni caso alla Commissione anche per gli scambi organizzati disciplinati dal successivo comma 3".

<sup>262</sup> La circostanza che, a differenza di quanto previsto dall'art. 55, commi 3 e 4, del d. lgs. n. 415/1996, l'art. 78, comma 2, lett. b), del TUF faccia riferimento non agli "scambi organizzati", bensì ai soli "scambi", ha indotto parte della dottrina a rilevare come i provvedimenti che la Consob può adottare possano riguardare anche "singoli strumenti finanziari o categorie di strumenti finanziari negoziati nel sistema, o singole tipologie di contratti, senza necessariamente travolgere il sistema stesso" (C. MOTTI, *Sub art. 78, cit.*, p. 745).

<sup>263</sup> Si tratta della comunicazione Consob del 24 dicembre 1998, n. 98097747. Come si ha modo di precisare nel paragrafo 1 della comunicazione stessa, la disciplina attrattiva in essa contenuta è stata "adottata in forza delle disposizioni" previste nell'art. 78 del TUF e "riguarda scambi organizzati che danno luogo a negoziazioni aventi carattere di stabilità".

<sup>264</sup> Tali informazioni dovevano avere ad oggetto, tra l'altro, le regole di funzionamento del sistema, con particolare riferimento a quelle che presiedono al processo di formazione dei prezzi, nonché le strutture utilizzate per il funzionamento degli scambi, gli operatori e gli strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni.

quantità, alla data e all'ora dell'ultimo contratto concluso<sup>265</sup>. Veniva inoltre disposto l'obbligo di comunicazione, entro l'inizio della giornata successiva di negoziazione e per ciascuno strumento finanziario, del numero dei contratti conclusi, delle quantità complessivamente scambiate e del relativo controvalore, del prezzo minimo e massimo, nonché del prezzo dell'ultimo contratto concluso<sup>266</sup>.

Gli organizzatori dei sistemi di scambi organizzati che prevedevano "quale taglio minimo di ogni singola negoziazione un controvalore inferiore a lire 300 milioni" oppure ai quali potevano partecipare anche investitori non istituzionali, erano infine tenuti a rendere noto, almeno una volta al mese, un comunicato che riportava i principali dati sulle transazioni avvenute<sup>267</sup>.

Le regole ora esaminate, che sono state, peraltro, oggetto di critiche basate in primo luogo sulla considerazione che gli obblighi di trasparenza imposti dalla Consob erano più onerosi di quelli previsti per i mercati regolamentati dalla direttiva comunitaria, sono state abrogate con la già citata delibera Consob del 17 aprile 2003, n. 14035<sup>268</sup>, emanata al fine di adeguare la disciplina nazionale agli *Standards for Alternative Trading Systems*, elaborati dal Comitato

---

<sup>265</sup> Se le regole del sistema stabilivano che il prezzo di conclusione dei contratti fosse determinato in base ad un'asta a chiamata, dovevano essere diffuse le sole informazioni relative al prezzo, alla quantità, alla data e all'ora dell'ultimo contratto concluso.

<sup>266</sup> Nell'ipotesi in cui l'accesso al sistema e la raccolta degli ordini avvenivano in via informatica, le informazioni dovevano essere rese disponibili al pubblico attraverso i terminali utilizzati dal sistema stesso, mentre negli altri casi esse dovevano essere esposte nei locali destinati alla ricezione degli ordini o messe a disposizione del pubblico "con altri mezzi idonei a garantirne un eguale grado di diffusione".

<sup>267</sup> Per ciascuno strumento trattato dovevano essere comunicate, in particolare, le seguenti informazioni:

- a) il numero dei contratti conclusi tramite il sistema e le quantità complessivamente trattate;
- b) il prezzo minimo ed il prezzo massimo registrato nel mese di riferimento;
- c) il prezzo medio ponderato relativo ai contratti conclusi tramite il sistema (se le regole del sistema stabilivano che la conclusione dei contratti dovesse avvenire mediante l'applicazione delle proposte di negoziazione esposte da operatori in proprio, le informazioni relative al prezzo medio ponderato dei contratti conclusi dovevano essere fornite distintamente per gli acquisti e per le vendite);
- d) il prezzo, la quantità e la data dell'ultimo contratto concluso tramite il sistema.

<sup>268</sup> Con tale delibera si è provveduto anche ad adottare lo schema di segnalazione alla Consob degli elementi informativi, pubblicato nella G.U. del 14 maggio 2003, n. 110, il quale sostituisce quello precedentemente previsto dalla delibera n. 12176 del 3 novembre 1999, nonché ad abrogare la delibera n. 12071 del 21 luglio 1999, che sospendeva l'efficacia degli obblighi di trasparenza, di cui al punto 5 della comunicazione n. 98097747, nei confronti degli organizzatori degli scambi organizzati di titoli di Stato, di altri strumenti finanziari quotati nei mercati regolamentati e di pronti contro termine.

Con la comunicazione del 4 luglio 2003, n. DME/3044903, la Consob ha emanato le disposizioni operative concernenti le modalità tecniche per la produzione e l'inoltro da parte dei soggetti organizzatori di sistemi di scambi organizzati delle segnalazioni relative alla trasparenza delle negoziazioni.

delle Autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (*CESR - Committee of European Securities Regulators*)<sup>269</sup> e diffusi nel luglio 2002<sup>270</sup>.

---

<sup>269</sup> Il CESR, istituito con Decisione della Commissione del 6 giugno 2001, n. 2001/527/CE, è composto da rappresentanti ad alto livello delle Autorità nazionali pubbliche competenti per il settore dei valori mobiliari ed ha il potere di adottare il proprio regolamento interno e di fissare le modalità del proprio funzionamento. Compito del Comitato è quello "di assistere la Commissione nelle questioni connesse alle politiche in materia di valori mobiliari nonché nella preparazione di progetti di misure di esecuzione in tale ambito, sia su richiesta della Commissione, entro un termine che la Commissione può fissare in funzione dell'urgenza della questione in esame, che di propria iniziativa" (art. 2).

Diverso dal CESR è il Comitato europeo dei valori mobiliari, costituito con Decisione della Commissione del 6 giugno 2001, n. 2001/528/CE. Quest'ultimo comitato, al quale, al pari del CESR, è riconosciuta la capacità di dotarsi di un proprio regolamento interno, è tuttavia formato da rappresentanti ad alto livello degli Stati membri e non da rappresentanti ad alto livello delle Autorità nazionali pubbliche competenti per il settore dei valori mobiliari; ad esso sono inoltre attribuiti compiti simili, ma non identici, a quelli del CESR, dovendo "assistere la Commissione nelle questioni inerenti alle politiche nel settore dei valori mobiliari nonché in merito ai progetti di proposte legislative che la Commissione decida di adottare in materia", per cui sembrerebbe più un organo politico, mentre il CESR è indubbiamente un organo tecnico.

<sup>270</sup> Questi standards, i quali individuano "the requirements that should be imposed on investment firms operating qualifying systems by the home state authorities responsible for the licensing and oversight of those firms, to ensure that users of qualifying systems are protected, market integrity in the instruments traded is secured and reduction of systemic risk is pursued", prevedono infatti che:

- 1) le investment firms, ossia "both (...) (ISD) investment firms and other entities which are authorised to provide investment services, such as credit institutions", "should be required by their home state regulatory authority to notify the establishment of a qualifying system", dove il termine qualifying system, comprende "a multilateral system, operated by an entity, which without being regulated as a regulated market, brings together multiple third party buying and selling interests in financial instruments – in the system and according to non-discretionary rules set by the system's operator – in a way that results in a contract";
- 2) sempre le investment firms "should also notify the home state regulatory authority (and, where different, the home state regulatory body in that member state responsible for the oversight of markets) of its key features and significant changes to its operation";
- 3) le Autorità nazionali competenti devono richiedere agli organizzatori dell'ATS informazioni riguardanti:
  - a) "the trading process, including the types of order/quote information to be input into the system and the basis upon which buying and selling interests are brought together";
  - b) "the arrangements for making pre- and post-trade information available to users and to the general public";
  - c) "the system design, the arrangements for the management of the system, and any outsourcing arrangements";
  - d) "the types and numbers of users and the access arrangements for users;
  - e) the instruments traded";
  - f) "the nature of any arrangements with different classes of user, e.g. contracted liquidity providers";
  - g) "the existence of any incentive arrangements to boost liquidity/turnover";
  - h) "the arrangements for the clearing and settlement of transactions";
  - i) "the arrangements for ensuring compliance with any regulatory requirements imposed by home state regulators to implement these standards";

Sempre con riferimento alle investment firms operating a qualifying system si auspica inoltre che esse:

- "should establish trading arrangements that result in fair and orderly trading";



I principali elementi di differenziazione tra le disposizioni contenute nella comunicazione Consob del 24 dicembre 1998, n. 98097747 e gli *standardss* CESR concernevano in primo luogo il fatto che la disciplina della Consob si applicava anche ai c.d. sistemi bilaterali ed a quelli i cui partecipanti si limitavano ad entrare in contatto tra loro per poi proseguire le negoziazioni e concludere i contratti fuori dal sistema, mentre gli *standard* CESR fanno riferimento soltanto ai sistemi multilaterali che consentono la conclusione delle operazioni all'interno del sistema stesso.

Inoltre, mentre la comunicazione Consob conteneva una disciplina separata, in tema di trasparenza, per i sistemi di scambi ai quali partecipavano investitori istituzionali, gli *standards* del CESR non contengono alcuna differenziazione di questo tipo.

Le regole emanate nel 1998 dalla Consob nulla prevedevano infine in tema di informazioni relative alle forme di vigilanza sul rispetto delle norme di funzionamento del sistema e le iniziative previste in caso di loro violazione, nonché in merito alla fase di *clearing* e *settlement* delle negoziazioni, laddove lo *standard* CESR n. 1 stabilisce espressamente che debbano essere comunicate all'Autorità di vigilanza le modalità con le quali si procede alla regolazione delle transazioni che avvengono per mezzo di *Alternative Trading Systems*.

Per quanto concerne il contenuto della nuova disciplina va osservato innanzitutto che la delibera Consob n. 14035 ha introdotto, mutuandola dalla definizione di *qualifying system* adottata negli *standards* CESR, una nuova nozione di sistema di scambi organizzati, definito ora come "un insieme di regole e di strutture, anche automatizzate, che consente in via continuativa o periodica di raccogliere e diffondere proposte di negoziazione di strumenti

- 
- nell'eventualità in cui consentano la negoziazione di strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati debbano "make publicly available, on a reasonable commercial basis, information about quotes and/or orders that the qualifying system displays or advertises to the system users. Similarly, system operators must make publicly available, on a reasonable commercial basis, information relating to completed transactions that the system provides to to users";
  - "should monitor user compliance with the contractual rules of the system";
  - "should, where their home state regulatory authority requires it for the purposes of investor protection and market integrity, establish arrangements with that authority to facilitate satisfactory monitoring of the markets instruments traded and the detection of market abuse";
  - "should be able to demonstrate to the relevant home state regulatory authorities that the system is capable of delivering the proposed service, that there are satisfactory arrangements for the management of the technical operation of the system and that there are satisfactory contingency arrangements in the event of system disruption";
  - "should ensure that there is clarity of obligations and responsibilities for the clearing (where applicable) and settlement of transactions".

finanziari e di fare incontrare dette proposte in modo da determinare la conclusione di contratti”.

Rispetto a quella contenuta nella comunicazione Consob n. 98097747 la nuova definizione, da un lato, esplicita il requisito della continuità o periodicità delle negoziazioni, requisito, peraltro, già ritenuto elemento indefettibile di un sistema di scambi organizzati vigente la comunicazione del 1998<sup>271</sup>, dall'altro sottrae all'ambito applicativo della disciplina dei sistemi di scambi organizzati quei sistemi che non permettono la conclusione di un contratto avente ad oggetto strumenti finanziari. Viene poi introdotta la distinzione tra sistemi in cui “un singolo operatore espone le proprie proposte che possono essere accettate dagli altri operatori” (c.d. sistemi bilaterali) e sistemi nei quali opera una molteplicità di negoziatori in concorrenza tra loro (c.d. sistemi multilaterali).

Quest'ultima distinzione assume una particolare rilevanza in quanto, nella prospettiva accolta dalla Consob, “è finalizzata a graduare gli obblighi di trasparenza”. In capo agli organizzatori dei sistemi bilaterali è infatti previsto il dovere sia di registrare i contratti conclusi per il loro tramite<sup>272</sup>, sia di comunicare alla Consob determinate informazioni<sup>273</sup> non oltre la data di avvio

---

<sup>271</sup> C. MOTTI, *Sub art. 78*, cit., p. 741, secondo la quale la circostanza che l'art. 78 del TUF si riferisca esplicitamente alla necessaria presenza di un'organizzazione a sistema, e quindi ad “una certa continuità di funzionamento” del sistema di scambi, dovrebbe indurre ad escludere “dall'ambito di applicazione dell'art. 78 tutti gli affari occasionali e sporadici”.

<sup>272</sup> Come già la disciplina previgente, la delibera Consob n. 14035 prevede che la registrazione delle operazioni concluse avvenga mediante l'impiego di procedure elettroniche che consentano di effettuare ricerche su ogni singolo strumento finanziario, su ogni singola tipologia di operazione e su ogni singolo operatore ammesso al sistema.

<sup>273</sup> In particolare viene disposta la trasmissione alla Consob, in formato elettronico, dei dati, nonché delle relative modifiche intervenute, concernenti:

- a) le regole di funzionamento del sistema, incluse quelle che presidono al processo di formazione dei prezzi;
- b) le strutture utilizzate e le relative modalità di funzionamento;
- c) gli operatori ammessi al sistema;
- d) gli strumenti finanziari ammessi agli scambi ed i relativi emittenti;
- e) i contratti-tipo che disciplinano i rapporti dell'organizzatore con gli operatori e gli emittenti;
- f) le forme di vigilanza sul rispetto delle regole di funzionamento del sistema e le iniziative previste in caso di loro violazioni;
- g) le modalità ed i termini di regolamento dei contratti conclusi nel sistema.

Rispetto alla disciplina prevista nella comunicazione n. 98097747 vengono dunque espressamente richieste ulteriori informazioni, in particolare sui contratti-tipo concernenti i rapporti organizzatore-operatori ed organizzatore-emittente, sulle forme di vigilanza relativamente al rispetto delle regole di funzionamento del sistema, sulle conseguenze e quindi sulle eventuali sanzioni previste nel caso di accertata violazione delle regole, sulle modalità e sui termini di regolamento dei contratti conclusi nel sistema.

dell'operatività del sistema, e sia di assolvere, se gestiscono sistemi di scambi organizzati diversi da quelli di cui all'art. 78, comma 3, del TUF<sup>274</sup>, particolari oneri informativi nei confronti del pubblico<sup>275</sup>.

Di contro, gli organizzatori dei sistemi plurilaterali, diversi da quelli indicati dall'art. 78, comma 3, del TUF, oltre ai ricordati obblighi di registrazione dei contratti, di comunicazione alla Consob e di trasparenza, sono tenuti anche a comunicare ad operatori ed emittenti, non oltre la data di avvio dell'operatività del sistema, determinate informazioni<sup>276</sup>.

---

<sup>274</sup> Tale norma si riferisce agli scambi:

- all'ingrosso di titoli obbligazionari privati e pubblici, diversi dai titoli di Stato;
- di titoli normalmente negoziati sul mercato monetario;
- di strumenti finanziari derivati su titoli pubblici, su tassi di interesse e su valute;
- all'ingrosso di titoli di Stato.

<sup>275</sup> Gli organizzatori di tali sistemi devono assicurare che siano messe a disposizione del pubblico le seguenti informazioni:

a) le regole di funzionamento del sistema e la descrizione degli strumenti finanziari ammessi agli scambi;

b) durante l'orario di funzionamento del sistema:

- le migliori condizioni di prezzo in acquisto e in vendita e le relative quantità;
- il prezzo, la quantità, la data e l'ora dell'ultimo contratto concluso.

Se le regole del sistema prevedono che il prezzo di conclusione dei contratti sia determinato in base ad un'asta discreta, debbono essere diffuse solo le informazioni relative al prezzo, alla quantità, alla data e all'ora dell'ultimo contratto concluso.

c) entro l'inizio della giornata successiva di negoziazione, per ciascuno strumento finanziario:

- il numero dei contratti conclusi;
- la quantità complessivamente scambiate e il relativo controvalore;
- il prezzo minimo ed il prezzo massimo;
- il prezzo dell'ultimo contratto concluso.

Qualora l'accesso al sistema e la raccolta degli ordini avvengano in via informatica, le stesse informazioni sono messe a disposizione del pubblico attraverso i terminali utilizzati dal sistema stesso. Negli altri casi, informazioni sono esposte nei locali destinati alla ricezione degli ordini o sono messe a disposizione del pubblico con altri mezzi idonei a garantirne un eguale grado di diffusione.

Entro il terzo giorno lavorativo di ogni mese gli organizzatori dei sistemi diffondono al pubblico un comunicato contenente per ciascuno strumento finanziario ammesso agli scambi le seguenti informazioni relative al mese precedente:

- a) il numero dei contratti conclusi, le quantità complessivamente trattate e il controvalore scambiato;
- b) il prezzo minimo ed il prezzo massimo;
- c) il prezzo medio ponderato;
- d) il prezzo, la quantità e la data dell'ultimo contratto concluso.

Qualora le regole del sistema prevedano che la conclusione dei contratti avvenga mediante l'applicazione delle proposte di negoziazione esposte da operatori in proprio, le informazioni relative al prezzo medio ponderato dei contratti conclusi sono fornite distintamente per gli acquisti e per le vendite. Entro il decimo giorno lavorativo dei mesi di aprile, luglio, ottobre e gennaio di ogni anno gli organizzatori dei sistemi di scambi organizzati devono trasmettere le informazioni relative al trimestre precedente.

<sup>276</sup> Più precisamente, devono essere comunicati i seguenti elementi informativi, nonché le modifiche intervenute nei dati precedentemente trasmessi, relativi a:

#### 2.4 L'attività di negoziazione per conto proprio da parte degli intermediari

La nuova definizione di sistema di scambi organizzati sottrae dunque, soltanto parzialmente, dall'ambito applicativo della disciplina prevista per i mercati non regolamentati i sistemi bilaterali di negoziazione, caratterizzati dalla presenza di un singolo intermediario il quale "espone le proprie proposte che possono essere accettate dagli altri operatori".

Ai fini regolamentari tali sistemi, che pur rappresentano, come ha mostrato l'esperienza americana, un fattore concorrenziale di assoluto rilievo per i gestori dei mercati regolamentati, sembrano, peraltro, soggetti non solo alle regole in tema di concentrazione degli ordini<sup>277</sup>, ma anche alla normativa relativa alla prestazione dei servizi di investimento; ciò in quanto attraverso essi viene posta in essere un'attività che è riconducibile nell'ambito della negoziazione per conto proprio di strumenti finanziari<sup>278</sup>.

Il TUF, invero, non contiene una generale definizione di servizio di investimento, né specifica il contenuto dei singoli servizi di investimento, per cui la ricostruzione della nozione di negoziazione per conto proprio è interamente lasciata all'interprete.

- 
- a) le regole di funzionamento del sistema, incluse quelle che presiedono al processo di formazione dei prezzi;
  - b) le strutture utilizzate e le relative modalità di funzionamento;
  - c) gli operatori ammessi al sistema;
  - d) gli strumenti finanziari ammessi agli scambi ed i relativi emittenti;
  - e) le forme di vigilanza sul rispetto delle regole di funzionamento del sistema e le iniziative previste in caso di loro violazione;
  - f) le modalità e i termini di regolamento dei contratti conclusi nel sistema.

<sup>277</sup> La regola sulla concentrazione degli scambi non impedisce ai singoli intermediari, che sono autorizzati al servizio di negoziazione per conto proprio di strumenti finanziari, di porsi direttamente quale controparte del cliente nel soddisfare una richiesta di investimento o di disinvestimento proveniente da quest'ultimo ed avente ad oggetto i predetti strumenti finanziari, purché vi sia anche in questi casi il suo consenso esplicito e l'esecuzione consenta di assicurare il rispetto del principio della *best execution*. In relazione a quest'ultimo punto va peraltro osservato che la Consob, nella comunicazione del 1° ottobre 1999, n. DM/99071295, ha precisato che "gli intermediari i quali eseguono operazioni al di fuori dei mercati regolamentati sono pur sempre tenuti all'obbligo di diligenza nella cura degli interessi del cliente (art. 21, comma 1, lett. a) (...) [TUF] e, più in particolare, all'obbligo di eseguire le negoziazioni alle migliori condizioni possibili in relazione al momento, alla natura e alla dimensione delle operazioni (art. 32, comma 3, del regolamento Consob n. 11522/98). Ragion per cui, operando fuori mercato, l'intermediario dovrà comunque tener conto di tutti gli elementi che possono concorrere ad identificare il prezzo di negoziazione più vantaggioso per il cliente: ivi compreso, ove significativo, l'ultimo prezzo di chiusura fatto registrare su mercati regolamentati, oppure, ove conosciuto, l'andamento del prezzo dei medesimi strumenti finanziari sui mercati, diversi da quelli iscritti nell'elenco dei mercati regolamentati (...), in quel momento aperti in altri paesi".

<sup>278</sup> Sugli obblighi di concentrazione si veda il precedente par. 2.3.

Al riguardo si può rilevare che dalla definizione di prodotti finanziari contenuta nell'art. 1, comma 1, lett. u), del TUF, il quale considera tali "gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria", con ciò dimostrando che gli strumenti finanziari sono comunque forme di investimento finanziario, nonché dalle disposizioni normative che disciplinano i servizi di investimento, sembra individuabile tra i servizi elencati nell'art. 1, comma 5, del TUF un denominatore comune, rappresentato dal soddisfacimento di un bisogno economico di investimento e/o di disinvestimento di un soggetto con il quale il prestatore del servizio instaura una relazione diretta.

Se, dunque, si ha negoziazione per conto proprio nei casi in cui sia lo stesso prestatore del servizio a soddisfare direttamente il bisogno dell'investitore e se l'intervento del *market maker* è finalizzato a creare liquidità, a consentire cioè a coloro che partecipano agli scambi il soddisfacimento delle esigenze di investimento e/o di disinvestimento di strumenti finanziari, pare possibile concludere nel senso che l'attività svolta dal soggetto che organizza il sistema bilaterale rientra a pieno titolo nell'ambito della negoziazione per conto proprio ogni qual volta egli provvede ad indicare il prezzo al quale è disposto ad acquistare o a vendere un determinato strumento finanziario, senza tuttavia indicare anche la quantità che è intenzionato ad acquistare/vendere.

La riconduzione dell'attività che viene svolta dagli organizzatori di un sistema bilaterale di negoziazione nell'ambito dei servizi di investimento ha due conseguenze principali:

- a) la necessità che il soggetto che istituisce il sistema sia un intermediario autorizzato alla prestazione in Italia di servizi di investimento e, più precisamente, del servizio di negoziazione per conto proprio;
- b) l'assoggettamento dei gestori di sistemi bilaterali alle norme in tema di prestazione dei servizi di investimento<sup>279</sup>.

---

<sup>279</sup> L'applicazione ai gestori di sistemi di negoziazione bilaterali delle norme dettate per la prestazione dei servizi di investimento è indipendente dalla circostanza che le condizioni (non economiche) alle quali le transazioni possono essere effettuate siano o meno prestabilite. Tale circostanza assumeva centrale rilevanza vigente la comunicazione Consob del 24 dicembre 1998, n. 98097747, dato che la sussistenza di un sistema di scambi bilaterali poteva allora essere esclusa proprio se le negoziazioni effettuate dall'intermediario che organizzava il sistema avevano luogo sulla base di regole che variavano da cliente a cliente. In tal caso, infatti, la possibilità per il cliente di "trattare" le condizioni alle quali la transazione doveva avvenire avrebbe reso non comparabili tra loro i prezzi ai quali le operazioni avvenivano e avrebbe pertanto privato di senso la diffusione dei dati tra il pubblico e quindi l'intera disciplina della trasparenza dettata in tema di SSO.

Va inoltre osservato che se è vero che nella vigente disciplina dettata dalla Consob per gli scambi bilaterali la continuità delle negoziazioni, in quanto espressamente contemplata nella definizione di sistemi di scambi organizzati contenuta nella comunicazione approvata con delibera n. 14035, è da ritenere *conditio sine qua non* per l'applicazione della disciplina dettata in tema di sistemi di scambi

Per quanto concerne, in particolare, l'individuazione delle norme dettate per i servizi di investimento che si applicano alle operazioni che avvengono nell'ambito dei sistemi di *trading* bilaterali, va ricordato in primo luogo l'art. 21 del TUF, il quale dispone che "nella prestazione dei servizi di investimento e accessori i soggetti abilitati devono:

- comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati;
- acquisire le informazioni necessarie dai clienti ed operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati;
- organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interessi e, in situazioni di conflitto, agire in modo da assicurare comunque ai clienti trasparenza ed equo trattamento;
- disporre di risorse e di procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi;
- svolgere una gestione indipendente, sana e prudente e adottare misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati"<sup>280</sup>.

A livello di normativa secondaria rilevanza centrale assume l'art. 28 del Regolamento Intermediari, che pone in capo al prestatore del servizio di investimento non solo il dovere di chiedere all'investitore, prima dell'inizio della prestazione, notizie circa la sua esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento, nonché circa la sua propensione al rischio"(c.d. *know your customer rule*)<sup>281</sup>, ma anche l'obbligo di astenersi dall'effettuare o consigliare operazioni finché non siano state "fornite all'investitore informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni della

---

organizzati, ne deriva che l'eventuale episodicità degli scambi preclude l'applicazione delle norme dettate per i sistemi bilaterali, ma non invece delle norme previste per la prestazione dei servizi di investimento da parte di intermediari autorizzati allo svolgimento di tale attività.

<sup>280</sup> Secondo l'interpretazione prevalente l'art. 21 del TUF, nonostante la rubrica, non avrebbe carattere meramente programmatico, contenendo invece "disposizioni di immediata applicazione, anche se formate da principi e da clausole generali" (M. DE MARI – L. SPADA, *Orientamenti in tema di intermediari e promotori finanziari (parte terza)*, in *Foro it.*, 2002, I, c. 874; M. C. VENUTI, *Le clausole generali di correttezza, diligenza e trasparenza nel testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, in *Europa e dir. priv.*, 2000, p. 1049 ss.).

<sup>281</sup> L'ultima parte del medesimo art. 28, comma 1, del Regolamento Intermediari stabilisce che l'eventuale rifiuto dell'investitore di fornire le informazioni richieste dall'intermediario deve risultare dal contratto o da apposita dichiarazione sottoscritta dall'investitore stesso.

specifica operazione o del servizio, la cui conoscenza sia necessaria per effettuare consapevoli scelte di investimento o disinvestimento”.

L'art. 29 del Regolamento Intermediari, a sua volta, stabilendo che gli intermediari autorizzati devono astenersi “dall'effettuare con o per conto degli investitori operazioni non adeguate per tipologia, oggetto, frequenza o dimensione”<sup>282</sup>, rende evidente che il prestatore del servizio di investimento è tenuto a richiedere all'investitore le notizie e le informazioni di cui all'art. 28 al fine di poter esprimere un giudizio sull'adeguatezza dell'operazione da porre in essere (c.d. *suitability rule*)<sup>283</sup>.

Ne consegue che, fatte salve le precisazioni che seguiranno, anche l'organizzatore di un sistema di scambi bilaterale, nel quale egli interviene direttamente quale *market maker*, è tenuto ad assumere dalla controparte informazioni circa la sua esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento, a fornirgli informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni della specifica operazione, nonché a valutare l'adeguatezza della stessa con riferimento alle caratteristiche dell'investitore

---

<sup>282</sup> Il giudizio sull'adeguatezza dell'operazione va effettuato tenendo conto non solo delle informazioni acquisite ex art. 28 del Regolamento Intermediari, ma anche “di ogni altra informazione disponibile in relazione ai servizi prestati”. Se dalle informazioni richieste all'investitore risulta che quest'ultimo non è a conoscenza di un elemento informativo importante per l'esecuzione dell'operazione di cui l'intermediario è invece a conoscenza, quest'ultimo stesso dovrebbe segnalare all'investitore che l'operazione è, a suo avviso, inadeguata. Se tuttavia l'informazione non è pubblica, ma è riservata, può porsi il problema dell'abuso di informazioni privilegiate.

<sup>283</sup> Così anche F. MAZZINI, *Regole prudenziali e obblighi di comportamento nella prestazione dei servizi di investimento*, in AA.VV., *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, cit., p. 132; M. DE MARI - L. SPADA, *Orientamenti in tema di intermediari e promotori finanziari (parte terza)*, cit., cc. 859-874, i quali osservano come il “carattere prodromico e strumentale del *know your customer* rispetto alla regola della *suitability* risulta espressamente dal documento FESCO, ora CESR (...) [Standards and Rules for harmonizing coreconduct of business for investor protection], ove si precisa che [(principle n. 68, lett. c)] «the investment firm must be in possession of ... information enabling the investment firm to determine the investment service and financial instruments that would be suitable for the customer, including the customer's knowledge and experience in the investment field, his investment objectives and risk profile, and his financial situation/capacity»”.

L'eventuale inadeguatezza, secondo l'intermediario, dell'operazione non pregiudica peraltro l'esecuzione della stessa posto che, in base a quanto disposto dall'art. 29, comma 3, del Regolamento Intermediari, “gli intermediari autorizzati, quando ricevono da un investitore disposizioni relative ad una operazione non adeguata, lo informano di tale circostanza e delle ragioni per cui non è opportuno procedere alla sua esecuzione. Qualora l'investitore intenda comunque dare corso all'operazione, gli intermediari autorizzati possono eseguire l'operazione stessa solo sulla base di un ordine impartito per iscritto ovvero, nel caso di ordini telefonici, registrato su nastro magnetico o su altro supporto equivalente, in cui sia fatto esplicito riferimento alle avvertenze ricevute”.

che ha immesso l'ordine di negoziazione nel sistema o che ha manifestato all'intermediario-negoziatore l'intenzione di effettuare l'operazione<sup>284</sup>.

Va, peraltro, rilevato che, ai sensi dell'art. 31, comma 1, del Regolamento Intermediari, l'applicazione delle norme ora ricordate non ha luogo e gli obblighi che ne derivano non trovano applicazione, salvo diversa previsione normativa o salvo diverso accordo tra le parti, nei rapporti tra intermediari autorizzati e operatori qualificati<sup>285</sup>.

Altre regole che, ad una prima analisi, potrebbero rivestire una certa importanza nell'ambito delle negoziazioni in esame sono le norme in tema di conflitto di interessi. La disposizione dell'art. 21, comma 1, lett. c), del TUF sopra ricordata, ai sensi della quale gli intermediari autorizzati devono organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interessi e, in situazioni di conflitto, agire in modo da assicurare comunque ai clienti

---

<sup>284</sup> Anche nell'eventualità in cui il sistema bilaterale nel quale interviene il *market maker* sia organizzato da terzi, si è dell'avviso che spetti sempre all'intermediario negoziatore provvedere ad assolvere gli obblighi di trasparenza, diligenza e correttezza.

<sup>285</sup> Per operatori qualificati si intendono, in base alla definizione dell'art. 31, comma 2, del Regolamento Intermediari:

- a) gli intermediari autorizzati e quindi, ex art. 25, comma 1, lett. d), del Regolamento Intermediari:
  - le SIM, ivi comprese le società di cui all'articolo 60, comma 4, del d. lgs. n. 415/1996;
  - le banche italiane autorizzate alla prestazione di servizi di investimento;
  - gli agenti di cambio;
  - gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 107 del d. lgs. n. 385/1993 autorizzati alla prestazione di servizi di investimento;
  - le società di gestione del risparmio nella prestazione del servizio di gestione su base individuale di portafogli di investimento per conto terzi;
  - Poste Italiane s.p.a. autorizzata alla prestazione dei servizi di investimento ai sensi del d.p.r. n. 144/2001;
  - le imprese di investimento e le banche comunitarie ed extracomunitarie comunque abilitate alla prestazione di servizi di investimento in Italia;
- b) le società di gestione del risparmio;
- c) le SICAV;
- d) i fondi pensione;
- e) le compagnie di assicurazione;
- f) i soggetti esteri che svolgono in forza della normativa in vigore nel proprio Stato d'origine le attività svolte dai soggetti di cui sopra;
- g) le società e gli enti emittenti strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati;
- h) le società iscritte negli elenchi di cui agli artt. 106, 107 e 113 del d. lgs. n. 385/1993;
- i) i promotori finanziari;
- j) le persone fisiche che documentino il possesso dei requisiti di professionalità stabiliti dal testo unico per i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso società di intermediazione mobiliare;
- k) le fondazioni bancarie;
- l) le società o le persone giuridiche in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante.

Nell'ipotesi in cui l'operatore qualificato agisca per conto di un investitore non qualificato, gli obblighi previsti dagli artt. 27, 28 e 29 del Regolamento Intermediari saranno assolti dal primo nei confronti del secondo.



trasparenza ed equo trattamento, è integrata dall'art. 27 del Regolamento Intermediari, il cui secondo comma dispone testualmente che "gli intermediari non possono effettuare operazioni con o per conto della propria clientela se hanno direttamente o indirettamente un interesse in conflitto, anche derivante da rapporti di gruppo, dalla prestazione congiunta di più servizi o da altri rapporti di affari propri o di società del gruppo, a meno che non abbiano preventivamente informato per iscritto l'investitore sulla natura e l'estensione del loro interesse nell'operazione e l'investitore non abbia acconsentito espressamente per iscritto all'effettuazione dell'operazione"<sup>286</sup>.

E' evidente che l'applicazione delle disposizioni ora ricordate alle operazioni di negoziazione per conto proprio dipende dalla nozione di conflitto di interessi che si accoglie. Al riguardo si è ritenuto che i servizi di investimento siano caratterizzati da un elevato contenuto fiduciario, derivante dal fatto che il monitoraggio dell'investitore non professionale sull'esecuzione dell'operazione da parte dell'intermediario risulta costosa e ciò comporta per il fiduciante il rischio che il prestatore esegua l'operazione negligenemente e/o si comporti non lealmente.

Relativamente a quest'ultimo aspetto si è osservato che la probabilità che l'intermediario ponga in essere comportamenti opportunistici, al fine di ricavare dall'operazione un vantaggio diverso ed ulteriore rispetto al compenso pattuito con l'investitore per la prestazione del servizio, è direttamente proporzionale al grado di discrezionalità lasciato all'intermediario stesso. La *ratio* della disciplina sul conflitto di interessi nella prestazione dei servizi di investimento sarebbe allora rinvenibile proprio nello scopo di prevenire la "violazione della «fiducia» che un soggetto debole ripone in un altro soggetto forte"<sup>287</sup>.

Le osservazioni che precedono appaiono sicuramente interessanti e forniscono uno spunto per giustificare la ragione che può indurre il legislatore ad introdurre una disciplina specifica per il conflitto di interessi nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento, ma non contengono alcun riferimento normativo o sistematico che consenta di dare fondamento alla interpretazione avanzata. Si rende pertanto necessario verificare se l'attuale disciplina fornisca elementi utili a tal fine.

---

<sup>286</sup> Qualora l'operazione "sia conclusa telefonicamente, l'assolvimento dei citati obblighi informativi e il rilascio della relativa autorizzazione da parte dell'investitore devono risultare da registrazione su nastro magnetico o su altro supporto equivalente" (art. 27, comma 2, ultima parte, Regolamento Intermediari).

<sup>287</sup> G. SARTORI, *Il conflitto di interessi tra intermediari e clienti nello svolgimento dei servizi di investimento e accessori: un problema risolto?*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, I, p. 195, il quale precisa che una violazione dei doveri fiduciari si avrebbe quando il fiduciario-soggetto forte agisce al fine di avvantaggiare sé o un terzo a danno del fiduciante-soggetto debole.

Premesso che appare condivisibile l'affermazione secondo cui la "formula legale «conflitto di interessi» utilizzata nella materia dell'intermediazione finanziaria non è figlia della formula utilizzata nell'art. 1394 cod. civ."<sup>288</sup>, per cui è al sistema del TUF e delle relative disposizioni di attuazione che si deve fare riferimento per ricostruire la nozione di conflitto di interessi che qui rileva, va osservato che l'art. 27, comma 2, del Regolamento Intermediari riporta, quali esempi di ipotesi di conflitto, fattispecie in cui l'intermediario è portatore di un interesse derivante da rapporti di gruppo, dalla prestazione congiunta di più servizi o da altri rapporti di affari propri o di società del gruppo.

Le situazioni cui fa riferimento la norma ora riportata non hanno natura tassativa, per cui non pare si possa trarre la conclusione che si avrebbe ipotesi di conflitto solo se l'intermediario è in grado di ritrarre dall'operazione un'utilità ulteriore e aggiuntiva rispetto al compenso relativo alla prestazione, sia esso rappresentato da una somma di denaro oppure dalla plusvalenza/minore minusvalenza (attuale o sperata) derivante dall'operazione, come normalmente accade nella negoziazione per conto proprio.

La distinzione ora tracciata tra interesse al compenso ed interesse ad utilità ulteriori e diverse rispetto ad esso consente di individuare gli "altri" interessi che possono essere sottesi nell'operato del prestatore del servizio.

Più precisamente, mentre nella maggior parte dei servizi di investimento, se l'intermediario non persegue un'utilità diversa dall'interesse al compenso il servizio è prestato sulla base di criteri volti a massimizzare l'utilità per il cliente, per cui vi sarebbe tendenziale coincidenza tra quello che, secondo l'intermediario, dovrebbe essere il risultato migliore per il cliente ed il risultato concretamente ottenuto a seguito della prestazione del servizio, nel servizio di negoziazione per conto proprio si è in presenza di una intrinseca diversità di aspettative tra il cliente e l'intermediario, dato che se vi fosse un interesse "comune" ben difficilmente l'intermediario accetterebbe di concludere l'operazione.

In questo caso il servizio di investimento è dunque caratterizzato dal fatto che, anche se l'intermediario non persegue una utilità diversa dall'interesse al compenso, ma è interessato unicamente alla conclusione dell'operazione, non vi è identità tra ciò che, secondo

---

<sup>288</sup> D. MAFFEIS, *Conflitto di interessi nel contratto e rimedi*, Milano, 2002, p. 481, il quale osserva che "mentre la nozione di conflitto di interesse presupposta – più che dettata – dall'art. 1394 cod. civ., lo è in funzione della disciplina del rimedio impugnatorio consistente nell'annullabilità del contratto, invece la nozione di conflitto di interessi in materia di intermediazione finanziaria è – anch'essa più presupposta che dettata – in funzione della predisposizione di una serie di precauzioni rivolte, per un'esigenza di ordine pubblico, ad assicurare l'efficienza del mercato, prima che la tutela del singolo cliente".

l'intermediario, dovrebbe massimizzare l'utilità del cliente ed il risultato concretamente ottenuto a seguito della prestazione del servizio.

L'attuale disciplina in tema di conflitto di interessi nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento prevede che in presenza di una situazione di conflitto l'investitore debba essere preventivamente informato per iscritto sulla natura e sull'estensione dell'interesse dell'intermediario nell'operazione e debba espressamente acconsentire per iscritto all'effettuazione della stessa.

Se si parte dell'assunto che nell'attività di negoziazione per conto proprio l'intermediario si trova necessariamente in una situazione di conflitto egli, dovrebbe non solo valutare se l'operazione del cliente è adeguata, ma dovrebbe altresì verificare se essa può essere eseguita anche da altri intermediari e, soltanto qualora non vi fosse altro intermediario in grado di concludere l'operazione, dovrebbe preventivamente informare per iscritto il cliente della natura e dell'estensione del proprio interesse nella stessa. In quest'ultima ipotesi l'intermediario dovrebbe quindi comunicare al cliente che, in quanto sua controparte contrattuale, ha un interesse in conflitto (*rectius*: aspettative diverse in ordine alla convenienza dell'operazione prospettata dal cliente) oppure, se si accede ad una interpretazione lata dell'obbligo di trasparenza, comunicare le ragioni che nel concreto inducono l'intermediario stesso ad avere aspettative diametralmente opposte rispetto a quelle del cliente nell'operazione.

Dato che l'art. 28, comma 2, del Regolamento Intermediari già dispone che gli "intermediari autorizzati non possono effettuare o consigliare operazioni o prestare il servizio di gestione se non dopo aver fornito all'investitore informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni della specifica operazione o del servizio, la cui conoscenza sia necessaria per effettuare consapevoli scelte di investimento o disinvestimento", si ritiene che l'applicazione alle operazioni di negoziazione per conto proprio delle disposizioni dettate in tema di conflitto di interessi possa condurre, al più, ad un risultato, l'informazione del cliente, cui si giunge già per altra via.

## CAPITOLO 3: L'ATTIVITÀ DELLA SOCIETÀ DI GESTIONE DEL MERCATO

### 3.1 Il contenuto dell'attività di organizzazione e gestione di mercati regolamentati di strumenti finanziari

Il TUF non contiene un'esplicita definizione di attività di gestione e organizzazione di mercati finanziari, ma il combinato disposto degli artt. 62 e 64 del TUF sembra quantomeno consentire l'individuazione, con sufficiente precisione, dei confini dell'attività stessa.

Il primo di tali articoli dispone che l'organizzazione e la gestione del mercato sono disciplinate da un regolamento che deve stabilire, tra l'altro, 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 di queste ultime e gli eventuali obblighi degli operatori e degli emittenti; le modalità di accertamento, pubblicazione e diffusione dei prezzi; i tipi di contratti ammessi alle negoziazioni, nonché i criteri per la determinazione dei quantitativi minimi negoziabili.

L'altro articolo, rubricato "organizzazione e funzionamento del mercato", stabilisce che la società di gestione deve, tra l'altro:

- predisporre le strutture e fornire i servizi del mercato;
- adottare tutti gli atti necessari per il buon funzionamento del mercato, verificando il rispetto del regolamento<sup>289</sup>;
- disporre l'ammissione, l'esclusione e la sospensione degli strumenti finanziari e degli operatori dalle negoziazioni;
- provvedere alla gestione e alla diffusione tra il pubblico delle informazioni e dei documenti indicati nei regolamenti.

Sulla base del dato normativo pare dunque possibile affermare che l'attività in esame è in realtà scomponibile in due sotto-insiemi, il primo dei quali ricomprende le attività di carattere normativo, che attengono alla predisposizione di regole con cui vengono fissati i criteri di ammissione a quotazione degli strumenti finanziari e dei soggetti legittimati ad operare sul

---

<sup>289</sup> Con riferimento all'attività di verifica del rispetto del regolamento, si è evidenziato che la norma non specifica gli "strumenti di cui dispone la società di gestione per garantire il rispetto del proprio regolamento", per cui "la determinazione dei limiti del potere-dovere di controllo da parte della società di gestione viene demandata allo stesso regolamento, dunque ad una decisione della stessa società di gestione" (M. RUBINO DE RUTTS, *Sub art. 64*, in AA.VV., *Testo Unico della Finanza*, cit, p. 542).

mercato, le modalità attraverso le quali la negoziazione possono avvenire, nonché le informazioni da diffondere tra il pubblico.

Nel secondo sotto-insieme è invece possibile farvi rientrare le attività di tipo materiale concernenti la predisposizione e la gestione del sistema di negoziazione (c.d. *trading system*), ossia del sistema che consente: la diffusione di informazioni relative alle transazioni aventi ad oggetto gli strumenti finanziari scambiati sul mercato (c.d. *data dissemination*); l'inoltro degli ordini di acquisto e di vendita degli strumenti finanziari (c.d. *order routing*); la visualizzazione delle proposte; l'esecuzione degli ordini mediante la conclusione dei contratti di trasferimento degli strumenti finanziari (c.d. *order execution*) e che avviene il più delle volte attraverso il *matching* delle proposte di segno opposte; la comunicazione dei prezzi ai quali le contrattazioni si sono concluse<sup>290 291</sup>.

Per quanto concerne la possibilità per la società di gestione di esternalizzare parte delle proprie attività<sup>292</sup>, in dottrina si è sostenuto che, secondo il diritto comunitario, sarebbe la predisposizione delle regole di funzionamento del mercato "a qualificare l'attività di gestione del mercato", ben potendo quindi l'attività di organizzazione logistica essere lasciata ad altri soggetti, i quali non potrebbero, peraltro, essere considerati gestori del mercato.

Tale affermazione è basata essenzialmente sul "rapporto esistente fra l'obbligo dello Stato di origine di provvedere affinché in ciascun mercato regolamentato sia garantito l'accesso delle imprese di investimento originarie di altro Stato, nonché di controllarne la conformità alla regolamentazione nazionale ed il criterio di collegamento prescelto al fine di individuare lo Stato di origine del mercato medesimo (sede legale o, in mancanza di questa, amministrazione

---

<sup>290</sup> Una definizione "articolata delle market facilities, ossia delle infrastrutture materiali che consentono alla borsa di assolvere alle sue funzioni, è contenuta nella sec. 3(a)(2) del Securities Exchange Act statunitense del 1934 (più volte successivamente modificato): «The term 'facility' when used with respect to an exchange includes its premises, tangible or intangible property or any services thereof for the purpose of effecting or reporting a transaction on an exchange (including, among other things, any system of communication to or from the exchange, by ticker or otherwise, maintained by or with the consent of the exchange), and any right of the exchange to the use of any property or services» (C. MOTTI, *La concorrenza tra prestatori dei servizi di mercato*, in *Banca, impr., soc.*, 1997, p. 241, nota 4).

<sup>291</sup> Seguendo una classificazione maggiormente conforme alla terminologia utilizzata nell'art. 61 del TUF si potrebbe distinguere l'attività di gestione del mercato, da intendersi come erogazione del servizio, dall'organizzazione del mercato, che riguarderebbe invece la predisposizione delle regole di funzionamento del mercato, ma anche delle strutture necessarie per l'erogazione del servizio (così M. RUBINO DE RUTIS, *Sub art. 61*, in AA.VV., *Testo Unico della Finanza*, cit. p. 511).

<sup>292</sup> Per un primo esame delle strutture e dei servizi che possono essere forniti al gestore del mercato in *outsourcing* si veda F. CESARINI, *Manuale di borsa*, Milano, 1997, p. 832 ss.

centrale dell'organismo che «assicura le negoziazioni»: art. 1 punto 6 direttiva n. 93/22). Lo Stato di origine – dovendo essere in condizione di influire sugli *interna corporis* dell'organismo di gestione, quanto meno in ipotesi di mercati-associazione – non può che essere lo Stato nella cui giurisdizione ricade l'organismo preposto all'organizzazione giuridica del mercato; di conseguenza è la componente giuridica dell'attività – e non la componente materiale – che consente di identificare l'organismo di gestione<sup>293</sup>.

La possibilità di separare la “componente giuridica” dalla “componente materiale” sembra possa trovare giustificazione anche alla luce della natura imprenditoriale dell'attività di organizzazione e gestione, la quale non può che comportare la piena discrezionalità nella scelta delle “combinazioni produttive” funzionali alla prestazione del servizio, nei limiti stabiliti dall'ordinamento.

Nel caso in esame non si può arrivare a sostenere che la necessità di assicurare alla Consob la possibilità di intervenire direttamente sul soggetto che materialmente gestisce il mercato, al fine di consentirle anche l'esercizio di quei poteri di sostituzione che l'art. 74 del TUF ha ritenuto opportuno attribuire all'Autorità di vigilanza, implichi l'obbligo di trasferire in *outsourcing* attività soltanto ad altre società di gestione del mercato. Quando il legislatore ha voluto porre dei limiti al trasferimento di competenze riservate a soggetti vigilati lo ha infatti espressamente indicato, come è accaduto nel caso della gestione collettiva del risparmio o dei servizi di investimento. Né pare possibile interpretare il silenzio mantenuto sul punto dal legislatore del TUF quale indice della volontà di non consentire il trasferimento di competenze, dato che storicamente la gestione del sistema telematico di contrattazioni è stata affidata ad una società diversa dal gestore del mercato (SIA, già al tempo del Consiglio di borsa)<sup>294</sup>.

### 3.2 La natura imprenditoriale dell'attività di organizzazione e gestione di mercati regolamentati di strumenti finanziari

A differenza di quanto accaduto nei Paesi anglosassoni, nella letteratura giuridica italiana è

---

<sup>293</sup> C. MOTTI, *La concorrenza tra prestatori dei servizi di mercato*, cit., p. 245; vedasi anche Id., *Mercati borsistici e diritto comunitario*, cit., p. 47 ss.

<sup>294</sup> Se si accede alla tesi, che sarà sviluppata nel successivo par. 3.3, secondo cui l'attività di organizzazione e gestione dei mercati regolamentati configura un servizio di investimento, il problema dell'esternalizzazione di attività nell'ambito della prestazione di tale servizio e dell'individuazione della relativa disciplina dovrebbe essere in gran parte risolto dall'introduzione nel Regolamento Intermediari dei nuovi artt. 26-bis e 26-ter.

soltanto a partire dalla fine degli anni Ottanta che si è avuto il riconoscimento del possibile carattere economico dell'attività di organizzazione e gestione di mercati finanziari<sup>295</sup>.

Prima di allora coloro che si erano occupati di regolamentazione della borsa si soffermavano essenzialmente sulla sua natura di servizio pubblico<sup>296</sup> e tendevano a negare la possibilità di qualificare come servizio commerciale, e quindi come esercizio di un'attività economica, la gestione dei mercati pubblici, sulla base della considerazione che sarebbe stato in ogni caso prevalente, in tale tipo di attività, l'aspetto amministrativo<sup>297</sup>.

Con l'entrata in vigore del d. lgs. n. 415/1996, prima, e del TUF, poi, qualsiasi dubbio in ordine alla possibilità di ravvisare nell'organizzazione e gestione di mercati regolamentati un'attività imprenditoriale è stato definitivamente superato: come si è in precedenza osservato<sup>298</sup>, l'art. 61, comma 1, del TUF, riprendendo testualmente quanto disposto dall'art. 46, comma 1, del d. lgs. n. 415/1996, stabilisce inequivocabilmente che l'attività di organizzazione e gestione di mercati regolamentati ha carattere di impresa<sup>299</sup>, con ciò confermando che la scelta di far istituire, organizzare e gestire i mercati da enti pubblici deriva non da una intrinseca "debolezza tecnica" del diritto privato, che non sarebbe in grado di assicurare quei risultati che invece possono essere garantiti dal diritto amministrativo, ma unicamente da un'opzione di tipo gius-politico, maggiormente propensa ad attribuire un ruolo centrale all'intervento pubblico nell'economia.

La qualificazione come imprenditoriale dell'attività di organizzazione e gestione di mercati regolamentati comporta però che, sulla base di quanto disposto dall'art. 2082 c.c., tale attività debba essere organizzata e debba essere svolta professionalmente, nonché secondo criteri di economicità.

---

<sup>295</sup> Grazie soprattutto ai lavori di C. MOTTI,  *Mercati fuori borsa, nuovi mercati*, cit., e Id.,  *Il mercato come organizzazione*, cit.

<sup>296</sup> Si veda *infra* par. 7.1.

<sup>297</sup> M.S. GIANNINI,  *Le premesse costituzionali dell'ordinamento della Borsa*, in  *Rass. Parl.*, 1982, p. 5 ss.

<sup>298</sup> Si veda *supra* par. 1.8.

<sup>299</sup> Si è ritenuto che la società di gestione sia, in particolare, un imprenditore commerciale "come dimostrano l'obbligo dell'iscrizione della società nella sezione ordinaria del registro delle imprese (art. 73, comma 3) e la sua soggezione, nel ricorso dei presupposti previsti dalla legge fallimentare, alle procedure concorsuali (amministrazione controllata, concordato preventivo e fallimento) generalmente applicabili agli imprenditori commerciali (art. 4, comma 6)" (N. SALANITRO,  *Società per azioni e mercati finanziari*, cit., p. 271).

Se con riferimento alla professionalità vi è ormai un orientamento consolidato che interpreta tale requisito in termini di esercizio abituale e non occasionale dell'attività economica, altrettanta uniformità non vi è con riferimento agli altri due requisiti necessari per definire imprenditoriale una data attività volta alla produzione di beni o servizi.

Per quanto concerne la ricostruzione della nozione di attività organizzata si registra, infatti da un lato,, l'opinione di chi intende l'organizzazione come coordinamento di fattori produttivi, e dall'altro, l'orientamento che sostanzialmente svaluta l'elemento della etero-organizzazione dei fattori produttivi per giungere a ritenere imprenditore anche colui che si limita ad organizzare il proprio lavoro, senza cioè che sia necessario il coordinamento del lavoro e/o del capitale altrui, come dimostrato dal fatto che il piccolo imprenditore è pur sempre un imprenditore<sup>300</sup>.

Ai fini che qui rilevano si può peraltro prescindere dal prendere posizione a favore dell'una o dell'altra delle tesi ricordate; anche a ritenere preferibile la prima ricostruzione non si può non rilevare che l'attività della società di gestione consiste proprio nell'organizzazione del mercato, per cui il dato organizzativo connota necessariamente l'attività tipica della società stessa. In altre parole: o l'attività concretamente svolta dalla società di gestione può essere definita come gestione ed organizzazione di un mercato regolamentato, ed allora tale attività non può che essere organizzata, oppure l'attività concretamente svolta dalla società di gestione è un'attività diversa da quella tipicamente esercitata, ma allora non ha alcuna importanza, ai nostri fini, stabilire se è o non è qualificabile come attività organizzata.

Passando a considerare il terzo dei requisiti che sono stati enucleati dalla definizione di imprenditore contenuta nell'art. 2082 c.c. va osservato che, secondo parte della dottrina, l'economicità dell'attività volta alla produzione ed allo scambio di beni e servizi sarebbe in realtà un requisito sostanzialmente pleonastico, dovendosi intendere per attività economica un'attività produttiva, volta cioè alla produzione e/o allo scambio di beni o servizi.

A tale conclusione si è però correttamente ribattuto che "(n)ell'art. 2082 l'economicità è richiesta in aggiunta allo scopo produttivo dell'attività ed al concetto di «attività economica» può e deve essere recuperato un proprio ed autonomo significato. Invero, ciò che qualifica

---

<sup>300</sup> Con riferimento a quest'ultimo orientamento si è obiettato che non sarebbe esatto "negare che il concetto normativo di piccolo imprenditore escluda del tutto l'eteroorganizzazione, perché, a parte la considerazione che l'organizzazione del lavoro altrui non è elemento indefettibile dell'organizzazione imprenditoriale, e a parte il fatto che il lavoro familiare è pur esso organizzazione del lavoro altrui, è anche vero che esiste, o per lo meno può esistere, anche lavoro non familiare; e questo dà ragione a chi, or è quarant'anni, sosteneva che il concetto di prevalenza del lavoro familiare postula un rapporto fra gli elementi organizzativi e quindi una pluralità di essi" (V. BUONOCORE, *L'impresa*, Torino, 2002, p. 115).



un'attività come economica non è solo il fine (produttivo) cui essa è indirizzata. E' anche il modo, il metodo con cui essa è svolta", metodo che, peraltro, dovrebbe essere connotato dalla non eccedenza (almeno potenziale) dei costi di produzione sui ricavi derivanti dalla vendita dei beni e/o dei servizi.

Quest'ultima affermazione non è tuttavia pacifica. E' diffuso infine il convincimento secondo cui elemento costitutivo dell'impresa debba essere considerato anche lo scopo di lucro, ma proprio l'art. 61, comma 1, del TUF dimostra che nell'attuale contesto normativo può trovare pieno fondamento il sillogismo secondo cui, essendo lo scopo di lucro non essenziale per alcuni tipi di impresa ed essendo, almeno nel diritto commerciale, unitaria la nozione di impresa, lo scopo di lucro non può essere considerato elemento essenziale della fattispecie<sup>301</sup>.

Pare pertanto preferibile la tesi secondo cui il metodo economico che caratterizza l'attività imprenditoriale deve essere inteso come (almeno potenziale) copertura dei costi di produzione con i ricavi derivanti dall'attività. Ciò comporta che per poter considerare come imprenditoriale una data attività di produzione e/o di scambio di beni/servizi questa deve essere esercitata con un metodo che permetta la prosecuzione nel corso del tempo dell'attività medesima e, quindi, che assicuri la generazione delle risorse che consentano l'acquisizione anche in futuro dei fattori produttivi necessari per lo svolgimento dell'attività<sup>302</sup>. I ricavi complessivamente

---

<sup>301</sup> *Contra* V. BUONOCORE, *L'impresa*, cit., p. 71 ss.

<sup>302</sup> Per una società di gestione del mercato di diritto italiano le fonti di ricavo sono peraltro limitate, potendo derivare unicamente dall'esercizio delle attività che, in base al disposto congiunto dell'art. 61 del TUF e dell'art. 5 del Regolamento Mercati, essa può porre in essere.

Con riferimento all'attività tipica delle società di gestione si è osservato che tra i principali componenti positivi di reddito vi sono i corrispettivi richiesti agli operatori ammessi a partecipare alle negoziazioni, nonché, anche se non necessariamente, i proventi che derivano dalla vendita del servizio di ammissione a quotazione.

Con riferimento a questi ultimi si è evidenziato come le società che chiedono l'ammissione a quotazione in un mercato dei propri strumenti finanziari, ed in particolare delle azioni, sono generalmente disposte a pagare un corrispettivo per essere ammesse, dato che la quotazione non solo rende più facilmente liquidabile lo strumento finanziario quotato, e quindi contribuisce a rendere più facile/meno costoso il reperimento di capitali di rischio sul mercato, ma "segnala agli investitori la qualità e lo status degli emittenti stessi e crea un servizio complementare al servizio di certificazione offerto dai singoli *underwriter*" (A. CYBO OTTONE, *Strategia e struttura dei mercati organizzati di valori mobiliari*, in AA.VV., *La riforma dei mercati finanziari*, cit., p. 509).

L'importanza di questo servizio offerto agli emittenti quotati è peraltro sottolineata anche da J. R. MACEY - M. O'HARA, *La regolamentazione delle borse e dei sistemi alternativi di negoziazione: una prospettiva giuridico-economica*, in *Banca, impr., soc.*, 1998, p. 229, i quali ritengono che i mercati finanziari storicamente non si sono limitati a consentire l'incontro tra la domanda e l'offerta degli strumenti finanziari negoziati sul mercato, ma abbiano svolto altresì altre rilevanti funzioni tra le quali, oltre al monitoraggio delle negoziazioni e alla predisposizione di contratti *standard*, vi è anche l'offerta agli emittenti gli strumenti finanziari quotati di "capitale reputazionale".

connessi all'attività, ivi compresi i contributi riconosciuti a vario titolo da terzi e non aventi carattere straordinario, devono pertanto essere tendenzialmente superiori (o, quantomeno, uguali) ai costi sostenuti per il suo esercizio.

Individuati i caratteri che qualificano un'attività economica come imprenditoriale, va affrontata la questione relativa alle conseguenze che il difetto di uno dei predetti caratteri può comportare. Premesso che, come si è osservato, l'attività di organizzazione e gestione di mercati regolamentati deve essere organizzata, va in primo luogo rilevato che il difetto del carattere professionale non può che determinare l'impossibilità di procedere all'iscrizione del/i mercato/i nell'elenco di cui all'art. 67 del TUF o, se l'iscrizione è già intervenuta, la revoca dall'esercizio del mercato. Ciò in quanto, in base all'art. 1, punto 13, della direttiva n. 93/22/CEE, condizione essenziale per poter qualificare come regolamentato un dato mercato, e quindi per l'iscrizione dello stesso nell'elenco di cui all'art. 67 del TUF, è, tra l'altro, la circostanza che esso funzioni regolarmente. Tale condizione implica dunque non solo che le negoziazioni avvengano con carattere di stabilità, ma anche che il gestore assolva stabilmente, e non quindi occasionalmente, i compiti che sono imposti dalla normativa.

Maggiori difficoltà pone invece l'individuazione delle conseguenze connesse all'accertato difetto dell'economicità dell'attività di organizzazione e gestione di mercati regolamentati. Al riguardo va rilevato che, ad una prima analisi, il carattere imprenditoriale dell'attività non è condizione richiesta dal TUF per l'autorizzazione all'esercizio dei mercati regolamentati, dato che, ai sensi dell'art. 63, comma 1, la Consob può concedere la predetta autorizzazione solo se:

- a) sussistono i requisiti previsti dall'art. 61, commi 2, 3, 4 e 5, del TUF;
- b) 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.

Tra i presupposti per la concessione dell'autorizzazione non è dunque richiamato l'art. 61, comma 1, del TUF, ossia la disposizione che qualifica come imprenditoriale l'attività di organizzazione e gestione di mercati regolamentati di strumenti finanziari. L'Autorità cui compete la concessione del provvedimento di autorizzazione non pare pertanto legittimata a verificare, nel rilasciare (o nel revocare) tale provvedimento, anche la presenza del requisito

---

Proprio quest'ultima considerazione ha indotto a sottolineare come sarebbero gli emittenti gli strumenti finanziari negoziati sul mercato i soggetti che maggiormente beneficiano di una maggiore vigilanza sugli scambi che avvengono sul mercato e di una migliore qualità degli strumenti finanziari negoziati, per cui dovrebbero essere essi a fissare il livello ottimale di vigilanza e di trasparenza, sostenendone, di conseguenza, i relativi costi.

dell'economicità dell'attività. Ciò non toglie, tuttavia, che l'autorizzazione possa essere negata quando vi siano fondati motivi per ritenere che l'iniziativa economica presenti, nel breve periodo, elevati rischi di difficoltà finanziarie.

Benché parte della dottrina escluda che la Consob possa valutare le "effettive possibilità di successo economico della nuova iniziativa, e pertanto dati quali il numero e la provenienza di eventuali manifestazioni di interesse all'adesione al nuovo mercato (ovvero in ordine agli emittenti e/o agli operatori ammessi, in caso di mercati preesistenti), o l'esistenza di mercati regolamentati con analoghe caratteristiche"<sup>303</sup>, si è dell'avviso che tale verifica non possa essere sottratta alle Autorità di vigilanza. Ciò in quanto:

- a) se il regolamento del mercato deve essere tale da assicurare la tutela dei risparmiatori non si vede ragione perché l'interesse degli stessi non debba essere tenuto presente anche con riferimento alle prospettive economico-finanziarie della società di gestione del mercato<sup>304</sup>;
- b) non ha molto senso prevedere capitale sociale minimo, quale condizione per l'esercizio dei mercati regolamentati, e non consentire la verifica che non vi siano elevate probabilità che tale capitale possa nel giro di breve tempo scendere sotto il minimo, con conseguente revoca dell'autorizzazione all'esercizio dei mercati, senza che vi siano elementi per far ritenere che il capitale possa essere reintegrato in tempi brevi.

### 3.3 Attività di organizzazione e gestione di mercati regolamentati di strumenti finanziari e servizi di investimento

Esaminate le conseguenze che il difetto del requisito dell'imprenditorialità dell'attività di organizzazione e gestione di mercati può comportare sull'operatività della società di gestione,

---

<sup>303</sup> C. MOTTI, *I mercati regolamentati di strumenti finanziari*, cit., p. 388.

<sup>304</sup> Non a caso, infatti, le Istruzioni di vigilanza relative alla disciplina dei mercati e della gestione accentrata di strumenti finanziari emanate da Banca d'Italia e Consob con provvedimento del 24 gennaio 2002 (in seguito, per brevità, le "Istruzioni di vigilanza"), al paragrafo 31 del titolo II della parte II, per le società di gestione dei mercati regolamentati di strumenti finanziari diversi da quelli all'ingrosso di titoli di Stato, ed al paragrafo 31 del titolo II della parte I per le società di gestione dei mercati regolamentati all'ingrosso di titoli di Stato, prevedono espressamente che, al fine di consentire la verifica, "anche in chiave prospettica", dell'efficienza complessiva del mercato, alle competenti Autorità di vigilanza (Banca d'Italia o Consob, a seconda che si tratti o meno di mercati all'ingrosso di titoli di Stato) "vanno trasmessi i documenti di pianificazione aziendale sottoposti al consiglio di amministrazione, riguardanti anche le società controllate, nei quali vengono delineati gli obiettivi strategici perseguiti, indicando tempi e modalità di attuazione".

va osservato che quando un intermediario riceve un ordine di acquisto o di vendita di uno strumento finanziario da parte del cliente sono ipotizzabili i seguenti scenari:

- a) l'intermediario, fermo restando l'obbligo di *best execution*, può, qualora il cliente dia il proprio assenso, operare in contropartita diretta del cliente stesso, soddisfacendo direttamente le esigenze di investimento/disinvestimento di quest'ultimo. In tal caso l'intermediario viene a svolgere attività di negoziazione per conto proprio;
- b) l'intermediario trasmette a sua volta l'ordine del cliente ad altro intermediario, svolgendo così attività di ricezione e trasmissione di ordini;
- c) l'intermediario esegue l'ordine sul mercato, acquistando/vendendo lo strumento finanziario per conto del cliente, ponendo in essere attività di negoziazione per conto terzi di strumenti finanziari;
- d) l'intermediario individua uno o più soggetti terzi potenzialmente interessati a concludere l'operazione con il proprio cliente e pone in contatto le potenziali parti, prestando in tal modo il servizio di investimento- mediazione.

In dottrina si è correttamente rilevato che, nell'eventualità in cui un sistema di scambi organizzati consenta a coloro che possono inserire nel sistema le proprie proposte negoziali di concludere operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari direttamente ed esclusivamente con intermediari finanziari operanti nel sistema in qualità di *dealers* o *brokers*, questi ultimi verrebbero a porre in essere un'attività riconducibile alla negoziazione (rispettivamente, per conto proprio e per conto terzi) di strumenti finanziari e, quindi, presterebbero un servizio di investimento<sup>305</sup>.

Resta allora da verificare se sia possibile considerare prestazione di servizi di investimento anche l'attività del gestore del mercato regolamentato che si limita ad organizzare e gestire il mercato stesso. Al riguardo va osservato che, in base al tredicesimo considerando della direttiva n. 93/22/CEE, l'attività di ricezione e trasmissione di ordini comprende anche l'attività consistente nel mettere in contatto due o più investitori, rendendo così possibile la conclusione di un'operazione fra di essi.

L'art. 1, comma 5, lett. e), del TUF, a sua volta, ricomprende tra i servizi di investimento "l'attività di ricezione e trasmissione di ordini, nonché di mediazione", quando tale attività ha ad oggetto strumenti finanziari .

---

<sup>305</sup> Così C. MOTTLI, *Sub art. 78*, cit., p. 738.

Se, come sembra, il termine mediazione utilizzato nel TUF non può che essere interpretato tenendo presente il ricordato tredicesimo considerando della direttiva n. 93/22/CEE, ne consegue che per mediazione, nell'ambito dei servizi di investimento, si deve intendere l'attività di "messa in contatto" di due o più investitori volta a far concludere fra di essi un'operazione avente ad oggetto strumenti finanziari.

In considerazione della circostanza che l'attività di organizzazione e gestione di mercati è tipicamente volta a permettere la conclusione di quei particolari affari che sono i contratti di compravendita degli strumenti finanziari negoziati nei mercati, pare difficile negare che tale attività possa essere sussunta nella nozione di mediazione alla quale fa riferimento l'art. 1, comma 5, lett. c), del TUF.

Anche ragioni di carattere sistematico paiono deporre in questo senso: la *ratio* delle norme in tema di servizi di investimento, come si è visto (cfr. *supra* par. 2.4), va ricercata nell'esigenza di apprestare una tutela all'investitore con riferimento ad una serie di attività che consentono il soddisfacimento diretto di un'esigenza di investimento/disinvestimento dell'investitore stesso. La mediazione sicuramente è un'attività volta proprio a consentire tale soddisfacimento, permettendo all'investitore di entrare in contatto con un soggetto con il quale potrebbe concludere l'operazione.

Dato che la disciplina della negoziazione per conto proprio si applica solo se l'intermediario soddisfa direttamente l'esigenza di investimento/disinvestimento dell'investitore, il legislatore comunitario ha avvertito la necessità di tutelare quest'ultimo non solo quando l'intermediario procura o cede lo strumento finanziario per suo conto, agendo come suo mandatario (negoziazione per conto terzi), ma anche allorché l'intermediario si limiti a trasferire l'ordine ad altro intermediario per l'esecuzione a sua cura (attività di ricezione o trasmissione di ordini) oppure a mettere in contatto due investitori, affinché concludano tra di loro un contratto avente ad oggetto strumenti finanziari (mediazione).

E' quest'ultima la funzione tipica svolta dal gestore del mercato, il quale attraverso la predisposizione del sistema di negoziazione normalmente assolve proprio il compito di consentire agli operatori presenti sul mercato non solo di venire a conoscenza dell'esistenza di proposte negoziali, ma anche di accettare le proposte diffuse dal sistema e di concludere quindi contratti aventi ad oggetto strumenti finanziari per mezzo del sistema stesso.

Nell'attuale contesto normativo, pertanto, se il sistema predisposto dal gestore del mercato permette agli operatori di venire a conoscenza di proposte negoziali di altri operatori, si ritiene che vi siano i presupposti per l'applicazione delle disposizioni dettate per la prestazione del

servizio di investimento-mediazione. Se il legislatore comunitario ha avvertito l'esigenza di tutelare gli investitori imponendo agli intermediari di osservare le regole dettate per la prestazione dei servizi di investimento nei casi in cui il loro intervento si limita a ricevere dalla clientela gli ordini relativi a strumenti finanziari e a trasmettere gli stessi ad altri intermediari affinché li eseguano, a maggior ragione deve essere apprestata tutela agli investitori allorché il servizio reso dall'intermediario consente la diffusione di proposte negoziali e, addirittura, la (eventuale) conclusione del contratto senza che intervenga altro intermediario<sup>306</sup>.

Va segnalato che recentemente la Consob ha emanato nei confronti di Smallxchange.com LTD, società di diritto inglese che attraverso il sito Internet [www.smallxchange.com](http://www.smallxchange.com) aveva organizzato un sistema di scambi organizzati denominato Smallxchange.com<sup>307</sup>, dapprima un provvedimento di sospensione a tempo indeterminato degli scambi organizzati dalla suddetta società<sup>308</sup> e, successivamente, un provvedimento con cui venivano definitivamente vietati gli scambi in base al disposto dell'art. 78, comma 2, lett. b), del TUF (delibera del 17 ottobre 2001, n. 13305).

Tra le motivazioni che hanno indotto la Consob ad adottare il provvedimento di sospensione degli scambi figura la circostanza che gli stessi erano eseguiti in connessione sia "allo svolgimento abusivo delle attività indicate dall'art. 166, comma 1, del citato d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58", sia "ad attività di sollecitazione all'investimento effettuata in violazione delle disposizioni degli artt. 94, comma 1, del citato d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58".

Il generico riferimento all'art. 166 del TUF non consente, tuttavia, di stabilire quale (o quali) tra le tre condotte illecite individuate nel medesimo articolo (svolgimento di servizi di

---

<sup>306</sup> La circostanza che l'ordine del cliente potrebbe non portare alla conclusione del contratto, perché, ad esempio, presenta condizioni di prezzo e/o di quantità non compatibili con quelle richieste dal mercato nel momento in cui è stato impartito, non ha alcuna rilevanza decisiva per l'applicazione delle norme in tema di prestazione di servizi di investimento. Come dimostrato, tra l'altro, dagli artt. 28, comma 1, e 29, comma 1, del Regolamento Intermediari, tali norme sono applicabili talvolta anche prima che il servizio sia effettivamente prestato.

<sup>307</sup> Il sistema di scambi prevedeva, tra l'altro, che "per quotare una società su SmallXChange, (...) [era] necessario diventare soci della Smallxchange.com Ltd., scambiando una quota delle azioni della società da quotare con azioni della Smallxchange.com Ltd. stessa" (delibera Consob del 4 agosto 2000, n. 12698). Anche gli investitori dovevano inoltre diventare soci per poter effettuare negoziazioni nel sistema. Secondo la Consob configuravano attività rilevanti ai sensi e per gli effetti delle norme di cui agli artt. 94 e 102 del TUF non solo l'offerta di scambio e vendita delle azioni della Smallxchange.com Ltd., ma anche l'offerta delle azioni/quote delle società che aderivano al sistema di scambi organizzati creato dalla medesima società.

<sup>308</sup> Delibera del 2 marzo 2000, n. 12411.

investimento o di gestione collettiva del risparmio; offerta in Italia di quote o azioni di O.i.c.r.; offerta fuori sede, ovvero promozione o collocamento mediante tecniche di comunicazione a distanza, di strumenti finanziari o di servizi di investimento) fosse stata contestata all'intermediario, ma nella delibera n. 13305, con la quale la Consob vietò gli scambi, veniva espressamente sostenuto che "l'organizzazione e la gestione di un mercato aperto direttamente agli investitori al dettaglio configura la prestazione, mediante strumenti informatici, del servizio di mediazione di cui all'art. 1, comma 5, lett. e), del d. lgs. n. 58/1998, riservato agli intermediari autorizzati".

L'aver dunque ricondotto, nell'attuale contesto normativo, l'attività di organizzazione e gestione dei mercati nell'ambito dei servizi di investimento comporta la necessità di una prima, importante, precisazione: tali servizi sono regolati da norme specifiche non solo con riferimento alla fase della prestazione degli stessi, ma anche con riferimento all'autorizzazione necessaria per lo svolgimento dell'attività ed ai requisiti dei soggetti che possono prestarli per cui, essendo previste per la società di gestione del mercato una serie di disposizioni specifiche, diviene necessario individuare un criterio che consenta di stabilire quali norme dettate per la prestazione dei servizi di investimento e per i soggetti che li possono applicare anche alla società di gestione del mercato e quali, invece, non trovano applicazione. Tale criterio sembra peraltro possa essere individuato nella specialità delle disposizioni in tema di società di gestione del mercato, per cui troveranno applicazione le norme dettate per la prestazione dei servizi di investimento che non sono incompatibili con quelle previste per i gestori del mercato.

La seconda precisazione riguarda il fatto che, come già in precedenza osservato, molte delle regole di comportamento che il Regolamento Intermediari impone nella prestazione del servizio di investimento non devono essere osservate quando controparte dell'intermediario è un operatore qualificato. Ciò significa che se le regole di funzionamento predisposte dal gestore del mercato consentono la partecipazione alle negoziazioni ai soli operatori qualificati il gestore non sarà tenuto ad osservare le suddette norme comportamentali.

#### 3.4 Attività di organizzazione e gestione di mercati regolamentati di strumenti finanziari e contratto di mediazione

Resta da verificare se tale attività sia o meno riconducibile nella nozione codicistica di mediazione. Come noto, l'art. 1754 c.c. definisce mediatore "colui che mette in relazione due o più parti per la conclusione di un affare, senza essere legato ad alcuna di esse da rapporti di

collaborazione, di dipendenza o di rappresentanza" e, pertanto, si può dedurre che per il legislatore del codice civile la mediazione non sia altro che l'attività con cui un soggetto "indipendente"<sup>309</sup> mette in relazione due o più parti per la conclusione di un affare.

---

<sup>309</sup> Si è lungamente discusso se dalla previsione contenuta nell'art. 1754 c.c., secondo cui il mediatore non deve essere legato da rapporti di collaborazione, di dipendenza o di rappresentanza ad alcuna delle parti interessate all'affare alla cui conclusione la sua attività è rivolta, si possa desumere che elemento essenziale della mediazione è l'imparzialità del mediatore. La questione è stata spesso affrontata nell'ambito della problematica relativa alla possibilità di ammettere la figura del c.d. "mediatore unilaterale", cioè del mediatore che ha ricevuto l'incarico da una sola delle parti interessate alla conclusione di un determinato affare.

La prevalente giurisprudenza, sia di merito che di legittimità, si esprime a favore della tesi secondo cui il mediatore può assumere tale qualifica solo se la sua condotta è connotata dall'imparzialità (così, tra le altre, Cass. 28 febbraio 1986, n. 1294, in *Arch. civ.*, 1986, p. 506; App. Milano, 15 febbraio 1972, in *Monitore Trib.*, 1972, p. 707 ss.; Pret. Monza, 19 dicembre 1986, in *Giur. it.*, 1989, I, 2, c. 338, con nota di P. ARBORE, *Il procacciatore di affari*; una posizione per certi versi peculiare è assunta da Cass. 13 gennaio 1982, n. 186, in *Giur. it.*, 1983, I, 1, c. 820 ss., con nota di G. LENZI, *Sulle differenze tra mediazione e figure affini e sul dovere di imparzialità del mediatore*, dato che in tale sentenza la Corte sembra avere ritenuto che se il requisito dell'imparzialità dovesse mancare la conseguenza sarebbe la qualificazione del rapporto come contratto atipico).

Tale orientamento, condiviso da una parte della dottrina (E. FAVARA, *I limiti dell'imparzialità del mediatore*, in *Riv. giur. edil.*, 1962, I, p. 1284; Id., *Mediazione, mandato e imparzialità del mediatore*, in *Riv. giur. edil.*, 1963, I, p. 1244; A. GIORDANO, *Elementi costitutivi del rapporto di mediazione*, in *Giur. compl. Cass. civ.*, 1945, II, p. 94; P. RUSSO DE CERAME, *Obbligo di imparzialità del mediatore?*, in *Dir. e giur.*, 1950, p. 162), è tuttavia rigettato da chi ha osservato che il riconoscimento del carattere essenziale dell'imparzialità del mediatore non sarebbe giustificato né sul piano logico, né dalla ratio delle disposizioni codicistiche, né, infine, dalla lettera dell'art. 1754 c.c. (così, G. DI CHIO, voce «Mediazione e mediatori», in *Dig. disc. priv., sez. comm.*, IX, Torino, 1993, p. 386, per il quale dalle «motivazioni dei giudici è facile constatare la confusione operata tra i concetti di indipendenza e di imparzialità. La fonte dell'obbligo di imparzialità, secondo i giudici di Cassazione, andrebbe ricercata nella Relazione al codice, senonché, proprio nella Relazione si legge che elemento caratteristico della mediazione è l'indipendenza dell'opera del mediatore, mentre non vi è traccia di dovere od obbligo di imparzialità. Ed allora: o con il concetto di imparzialità si vuole intendere qualcosa di ulteriore e di diverso dai requisiti espressamente indicati nell'art. 1754 oppure si deve ammettere che l'espressione «imparzialità» sia null'altro che un concetto di sintesi che racchiude i divieti di dipendenza, collaborazione e di rappresentanza». Anche secondo A. CATAUDELLA, *Note sulla natura giuridica della mediazione*, in *Riv. dir. comm.*, 1978, I, p. 379, l'imparzialità potrebbe «costituire l'oggetto di un obbligo che dal rapporto discende e non il presupposto per il sorgere del rapporto stesso» e nello stesso senso si erano in precedenza espressi L. CARRARO, *La mediazione*, Padova, 1960, p. 140 ss.; G. LENZI, *Sulle differenze tra mediazione e figure affini e sul dovere di imparzialità del mediatore*, in *Giur. it.*, 1983, I, 1, p. 820). Tra gli Autori che negano il carattere essenziale dell'imparzialità vanno inoltre ricordati U. AZZOLINA, *La mediazione*, Torino, 1943, p. 96 ss.; M. STOLFI, *La mediazione*, nel *Comm. del cod. civ.*, a cura di A. Scialoja e G. Branca (art. 1754-1765), Bologna-Roma, 1966, sub art. 1754, p. 4 ss. Secondo A. CATRICALA', *La mediazione*, nel *Tratt. di dir. priv.*, diretto da P. Rescigno, Torino, 1985, II, IV, 2, p. 423 sarebbe un dato giuridico formale, inutile e superfluo, in quanto già presente nell'obbligo di informazione posto a carico del mediatore dall'art. 1759, comma 1, c.c.

Va infine tenuto presente che, secondo parte minoritaria della dottrina, l'imparzialità, pur non configurando un requisito essenziale della mediazione, costituirebbe comunque un obbligo che il mediatore è tenuto a rispettare (A. MANCA, *Della mediazione*, nel *Comm. del cod. civ.*, diretto da M. D'Amelio ed E. Finzi, Firenze, 1947, vol. II, p. I, p. 542).



Tra la nozione di mediazione rilevante ai fini dell'applicazione della disciplina del TUF e quella codicistica vi è, dunque, un elemento comune, rappresentato dal fatto che entrambe, seppur con espressioni non esattamente coincidenti (l'art. 1754 c.c. utilizza il termine "relazione", mentre nella direttiva comunitaria si fa riferimento al "contatto" tra gli investitori), si riferiscono ad un'attività di interposizione nella conclusione di un contratto<sup>310</sup>.

Inoltre, posto che nel codice civile del 1942 nulla si dispone in ordine all'affare alla cui conclusione è rivolta l'attività del mediatore, pare possa essere accolta l'affermazione secondo cui il tipo di contratto alla cui stipulazione l'attività del mediatore è finalizzata non costituisce un elemento rilevante per l'individuazione della fattispecie in esame<sup>311</sup>. Non vi sarebbero pertanto ragioni per negare, in linea di principio, l'applicabilità della disciplina di cui agli artt. 1754-1765 c.c., allorché l'affare alla cui conclusione è rivolta l'attività dell'intermediario sia rappresentato dalla compravendita di strumenti finanziari.

Se si considera, infine, che secondo un'opinione diffusa deve essere riconosciuta la natura mediatrice dell'attività di intermediazione tutte le volte in cui l'intervento dell'intermediario presenta "efficienza causale, sia pure assieme ad altri fattori, rispetto alla conclusione del contratto"<sup>312</sup>, si potrebbe concludere che l'attività di organizzazione e gestione di mercati regolamentati comporta in capo al soggetto che svolge tale attività la qualifica di mediatore anche in senso codicistico, dato che la predisposizione della struttura di negoziazione che

---

<sup>310</sup> Dal contenuto di alcune comunicazioni, nelle quali si fa espresso riferimento alla possibilità di applicare alla mediazione avente ad oggetto strumenti finanziari alcune norme del codice civile dettate per il mediatore, parrebbe che anche per la Consob la mediazione quale servizio di investimento sarebbe ricompresa nell'ambito della corrispondente figura codicistica (cfr. comunicazione Consob n. 96005724 del 13 giugno 1996; comunicazione Consob n. DI/980092762 del 2 dicembre 1998, nella quale l'Autorità di vigilanza ha espressamente richiamato, con riferimento al servizio di investimento, il disposto degli artt. 1754 e 1761 c.c. per negare che vi possa essere compatibilità tra la posizione di mediatore e quella di mandatario con rappresentanza di una delle parti, escludendo quindi che sia configurabile il servizio di investimento-mediazione nel caso in cui i dipendenti di un intermediario bancario concludano operazioni in nome e per conto di una società consociata dell'intermediario stesso).

In dottrina definisce il servizio di investimento-mediazione "l'attività consistente nel mettere in contatto, come nel rapporto di mediazione codicistico (art. 1754), gli interessati alla conclusione di un contratto senza alcun vincolo di collaborazione o mandato con alcuno di essi" R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 112, mentre anche secondo F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2003, p. 81, la "identificazione delle caratteristiche e della natura del servizio [di mediazione] può muovere dalla disciplina di diritto comune di cui all'art. 1754 c.c."

<sup>311</sup> E. GIACOBBE, *Brokeraggio e tipo contrattuale*, Milano, 2001, p. 312.

<sup>312</sup> Così M. MINASI, voce «Mediazione (dir. priv.)», in *Enc. del dir.*, XXVI, Milano, 1976, p. 40. Per una prima rassegna della dottrina e della giurisprudenza sul punto si veda B. TROISI, *La mediazione*, Milano, 1995, p. 37 ss.

consente gli scambi è sicuramente *condicio sine qua non* per la conclusione degli affari che ivi si concludono.

Un primo ostacolo alla riconduzione dell'attività svolta dal gestore del mercato nell'ambito della mediazione potrebbe tuttavia essere rappresentato dalla tesi secondo cui, nel sistema del codice civile, la mediazione non sarebbe un contratto. Posto che, generalmente, l'ammissione alle negoziazioni degli intermediari o degli altri soggetti abilitati adoperare sul mercato è rappresentata da una convenzione che ha natura contrattuale<sup>313</sup>, l'adesione alla tesi della natura non contrattuale della mediazione potrebbe precludere la possibilità di ricondurre l'attività del gestore del mercato nell'ambito della mediazione codicistica<sup>314</sup>.

La tesi che nega la configurabilità di una mediazione avente fonte contrattuale<sup>315</sup> non appare tuttavia persuasiva, posto che da essa consegue necessariamente la ricostruzione del diritto alla provvigione, espressamente riconosciuto al mediatore dall'art. 1754 c.c., come obbligo *ex lege*, al pari di quanto accade, ad esempio, nella gestione di affari altrui<sup>316</sup>. Tale conclusione si

---

<sup>313</sup> Nella prospettiva dell'ordinamento italiano la partecipazione di un soggetto ad un sistema di negoziazione pare effettivamente configurare un rapporto contrattuale tra il gestore del sistema ed il partecipante stesso, posto che l'ammissione alle negoziazioni dà vita ad un rapporto continuativo avente contenuto sicuramente patrimoniale, sia nell'eventualità in cui a fronte della partecipazione al sistema il partecipante debba corrispondere al gestore una somma di denaro, sia nell'eventualità in cui il partecipante non assume nei confronti del gestore alcun obbligo di pagamento, avendo comunque contenuto patrimoniale l'interesse del partecipante a prendere parte alle negoziazioni.

<sup>314</sup> S. CARTA, *Mediazione di contratto non contratto di mediazione*, in *Foro it.*, 1947, I, c. 296.

<sup>315</sup> E' questa l'impostazione seguita, tra gli altri, da S. CARTA, *Mediazione di contratto*, cit., c. 296; A. A. CATRICALA', *La mediazione*, cit., p. 407 ss.; G. DE ROBERTO, *Recesso, frode e mediazione*, in *Foro it.*, 1968, I, c. 3082; G. FERRI, *Manuale di diritto commerciale*, Torino, 1991, p. 768 ss., secondo il quale l'eventuale incarico conferito al mediatore non avrebbe rilevanza giuridica, in quanto i diritti e gli obblighi derivanti dal rapporto di mediazione si producono soltanto a partire dall'avvenuta conclusione del contratto tra le parti messe in relazione dal mediatore.

Per quanto concerne gli aspetti che vengono spesso adottati dai critici della teoria contrattualistica per negare la possibilità di qualificare come contratto la mediazione, questi riguardano sostanzialmente "le peculiari caratteristiche del rapporto di mediazione, ed in particolare la posizione di libertà del mediatore di attivarsi (o meno) per la riuscita dell'affare, la libera facoltà dei contraenti di giovare della sua opera e financo di concludere (o non) l'affare, e la subordinazione della (nascita della) principale obbligazione inerente al rapporto (ossia dell'obbligo di corrispondere la provvigione) alla conclusione dell'affare" (A. LUMINOSO, *La mediazione*, nel *Tratt. di dir. civ. e comm.*, diretto da A. Cicu e F. Messineo, Milano, 1993, v. XXXI, t. 3, p. 48).

<sup>316</sup> L'equiparazione tra mediazione e gestione di affari altrui è stata in effetti prospettata da G. MIRABELLI, *L'atto non negoziale nel diritto privato italiano*, Napoli, 1955, p. 268.

porrebbe pertanto in aperto conflitto con la possibilità che le parti del contratto hanno di determinare sia l'*an*, sia il *quantum* del compenso<sup>317</sup>.

L'art. 1755 c.c. stabilisce infatti che, in mancanza di patto, di tariffe professionali o di usi, la misura e la proporzione in cui la provvigione deve gravare su ciascuno delle parti è determinata dal giudice secondo equità. Ciò significa che le parti, e quindi anche il mediatore, possono pattuire tale misura, nonché la percentuale in cui essa deve essere corrisposta dalle parti stesse. Né si potrebbe sostenere che la norma sia volta a disciplinare esclusivamente il patto successivo alla conclusione dell'affare, quando il diritto alla provvigione è già sorto, dato che ciò implicherebbe per il mediatore lo svolgimento di un'attività di cui potrebbe conoscere l'importo della (eventuale) remunerazione solo *ex post*, il che pare francamente inaccettabile.

Un ulteriore elemento a sostegno della tesi negoziale della mediazione pare possa essere rinvenuto nell'osservazione di chi ha rilevato come non potrebbe essere considerato sufficiente "un mero e astratto nesso di consequenzialità ipotetica per accertare la sussistenza del rapporto di mediazione: il diritto alla provvigione spetta al mediatore se l'affare intermediato è concluso per effetto del suo intervento. La norma (...) non si limita a richiedere la presenza del fatto obiettivo dell'interposizione, ma pretende che le parti, messe in grado di rilevare l'attività di intermediazione realizzata dal mediatore, non abbiano ignorato l'intervento del mediatore, ma abbiano accertato l'interposizione quando, preso atto dell'attività mediatoria, hanno avviato le trattative per la conclusione del contratto"<sup>318</sup>.

Considerando in tal modo superati gli ostacoli che alla qualificazione come mediazione del rapporto tra gestore del mercato e soggetti ammessi da quest'ultimo ad operare sullo stesso avrebbero potuto essere posti dalla negazione della natura negoziale del rapporto di mediazione, va osservato che in dottrina si è negato che l'attività di predisposizione della struttura di negoziazione abbia natura mediatoria sulla base del rilievo che nel nostro ordinamento l'opera del mediatore sarebbe limitata alla conclusione di un singolo e determinato affare e non potrebbe, pertanto, comprendere anche l'attività volta a porre in relazione con

---

<sup>317</sup> E. GIACOBBE, *Brokeraggio e tipo contrattuale*, cit., p. 353; C. VARELLI, *Appunti in tema di mediazione*, in *Giur. Compl. Cass. Civ.*, 1951, p. 340; Id., *Sulla natura giuridica della mediazione*, in *Dir. giur.*, 1953, I, p. 165.

<sup>318</sup> G. DI CHIO, voce «Mediazione e mediatori», cit., p. 383, il quale conclude, in adesione a quanto già sostenuto da M. COLOMBATTO, *Mediazione*, in *Riv. dir. civ.*, 1984, II, p. 627, osservando come "«scientia più mancata protestatio della parte intermediata con riguardo all'opera intrapresa dal mediatore vale conclusione del contratto»".

carattere di continuità più soggetti al fine di consentire a costoro la conclusione di "una massa indeterminata di contratti"<sup>319</sup>.

Al riguardo va notato che la lettera dell'art. 1754 c.c. fa effettivamente riferimento alla conclusione di un affare e potrebbe quindi legittimare l'interpretazione ora riportata. Una volta ammessa la possibilità che la mediazione possa avere fonte (anche) negoziale e che il contratto possa anche essere inizialmente concluso con un solo soggetto, tale interpretazione non sembra tuttavia precludere che il mediatore si adoperi per la conclusione di più affari tra le stesse parti oppure tra una di esse ed altri soggetti.

La disciplina positiva non pare, infatti, porre alcun vincolo a tale conclusione, né va dimenticato che, nell'ambito della mediazione creditizia, cioè di un'attività considerata, secondo un orientamento che pare da accogliere, una *species* della mediazione codicistica<sup>320</sup>, il mediatore ha un rapporto che si protrae nel tempo con una o più banche a favore delle quali può svolgere la propria attività di interposizione<sup>321</sup>.

Anche l'art. 34, comma 1, del Regolamento Intermediari, infine, disponendo che nello "svolgimento del servizio di mediazione, gli intermediari autorizzati mettono in contatto due o più investitori per la conclusione di *operazioni* aventi a oggetto strumenti finanziari", sembra lasciar trasparire che il servizio di investimento-mediazione possa essere connotato sia da episodicità, quando è prestato per la conclusione di una specifica operazione, ma anche da continuità, allorché il rapporto con l'intermediario è instaurato dal cliente al fine di consentire la conclusione di più operazioni non preventivamente individuate.

Se, dunque, i dati normativi sembrano deporre a favore della possibilità di ricomprendere nell'ambito della mediazione anche rapporti di "durata" che consentono il perfezionamento di più contratti anche con contraenti di volta in volta diversi, per cui sarebbe possibile qualificare come mediazione il rapporto tra il gestore del mercato e il soggetto ammesso ad operare sullo

---

<sup>319</sup> C. MOTTI,  *Mercati fuori borsa, nuovi mercati*, cit., p. 303, nota 12. In tal senso sembrerebbe orientato anche V. VULPETTI,  *Profili istituzionali del c.d. "Mercato secondario dei Titoli di Stato"*, cit., p. 37, nota 84.

<sup>320</sup> F. CAPRIGLIONE,  *Evoluzione informatica e soggettività finanziaria nella definizione di alcune tipologie operative on line*, in  *Banca, borsa, tit. cred.*, 2001, I, p. 503.

<sup>321</sup> Ai sensi dell'art. 2, comma 1, del d.p.r. 28 luglio 2000, n. 287, pubblicato nella G.U. 17 ottobre 2000, n. 243 ed emanato sulla base del disposto dell'art. 16, comma 2, della l. 7 marzo 1996, n. 108, è infatti definito mediatore "colui che professionalmente, anche se non a titolo esclusivo, ovvero abitualmente mette in relazione, anche attraverso attività di consulenza, banche o intermediari finanziari determinati con la potenziale clientela al fine della concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma".

stesso, va precisato che tale qualificazione, se comporta l'applicazione delle norme codicistiche di cui agli artt. 1755-1765 c.c., non rende applicabili nei confronti della società di gestione del mercato, e neppure nei confronti degli organizzatori di sistemi di scambi organizzati, la normativa contenuta nella l. 3 febbraio 1989, n. 39, avendo essa introdotto una regolamentazione generale dell'attività dei mediatori che non avrebbe ragione di essere applicata alle attività di mediazione disciplinate da norme speciali<sup>322</sup>.

### 3.5 Le attività connesse e strumentali esercitabili dalla società di gestione del mercato

Oltre all'attività caratteristica di organizzazione e gestione del mercato, le società di gestione possono esercitare le attività connesse e strumentali all'attività principale<sup>323</sup> individuate dalla Consob [art. 61, comma 2, lett. b), del TUF], la quale, con l'art. 5, comma 1, del Regolamento Mercati, ha stabilito che le società di gestione sono legittimate a svolgere le seguenti attività:

- a) predisposizione, gestione, manutenzione e commercializzazione di *software*, *hardware* e reti telematiche relativi a sistemi di contrattazione, trasmissione di ordini e dati;
- b) elaborazione, distribuzione e commercializzazione di dati concernenti gli strumenti finanziari negoziati nei mercati da esse gestiti e di dati relativi ai mercati;
- c) istituzione e gestione di sistemi di riscontro e rettifica delle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari per l'invio dei relativi saldi al servizio di compensazione e liquidazione delle operazioni di cui all'art. 69, comma 1, del TUF;
- d) promozione dell'immagine del mercato anche attraverso la diffusione di informazioni concernenti il mercato stesso e le società emittenti e ogni altra attività finalizzata allo sviluppo del mercato;

---

<sup>322</sup> E' questa la conclusione cui giunge, seppur con riferimento all'attività di mediazione creditizia, anche U. MORERA, *Sulla figura del «mediatore creditizio»*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, I, p. 342.

<sup>323</sup> In dottrina sono stati definiti "servizi del mercato" le infrastrutture tipiche dei mercati organizzati, mentre sono stati indicati come "servizi al mercato" le attività connesse e strumentali, le quali consentono di integrare i servizi del mercato, incrementandone "l'economicità, l'efficienza o l'utilità" [C. MOTTI, *La concorrenza tra prestatori dei servizi di mercato*, cit., pp. 242-243, la quale osserva che rientrano generalmente tra i servizi del mercato tipicamente offerti dai gestori di mercati organizzati la predisposizione "di un luogo di incontro fra compratori e venditori (fisico o virtuale), che offra la possibilità di concludere l'affare o almeno di avviare le trattative; di meccanismi per la conferma degli affari conclusi; di un sistema per accertare la posizione netta dei singoli partecipanti al termine di ciascun ciclo operativo (compensazione, o clearing); di un sistema per estinguere i debiti e i crediti così accertati (regolamento, o liquidazione, o *settlement*: quest'ultimo termine viene per lo più adoperato se il regolamento non è curato dallo stesso gestore del *clearing*)"].

- e) istituzione e gestione di sistemi di garanzia delle operazioni effettuate nei mercati anche attraverso la costituzione di fondi di garanzia, in conformità a quanto previsto dall'art. 68 del TUF e dalle relative disposizioni di attuazione;
- f) istituzione e gestione di sistemi di scambi organizzati, in conformità a quanto previsto dall'art. 78 del TUF e delle relative disposizioni di attuazione;
- g) istituzione e gestione di scambi organizzati di fondi interbancari, in conformità a quanto previsto dall'art. 79 del TUF e delle relative disposizioni di attuazione<sup>324</sup>.

Tale elenco avrebbe natura tassativa, per cui la società di gestione non potrebbe porre in essere attività diverse da quelle ora indicate. Al riguardo si è osservato che, sebbene l'art. 61, comma 2, del TUF non contenga un'espressa esclusività dell'oggetto sociale della società di gestione del mercato, "nello stabilire le attività che possono essere svolte, la norma non può avere altro senso se non quello di stabilire *a contrario* ciò che è precluso alla società di gestione"<sup>325</sup>.

L'art. 5, comma 2, del Regolamento Mercati disciplina le partecipazioni detenibili dalla società di gestione del mercato, disponendo che "le società di gestione possono assumere

<sup>324</sup> Va notato che nella comunicazione Consob del 19 aprile 1999 l'Autorità di vigilanza aveva ritenuto possibile che una società di gestione organizzi e gestisca, contemporaneamente, mercati regolamentati di strumenti finanziari e mercati non regolamentati per la negoziazione di depositi interbancari di denaro. Più precisamente, in tale comunicazione si è osservato che "i depositi interbancari di denaro appartengono al genere dei "mezzi di pagamento": in base all'art. 1, comma 2, del testo unico essi pertanto non costituiscono "strumenti finanziari", sebbene l'art. 79 del testo unico disciplini espressamente la fattispecie dei fondi interbancari che formano oggetto di scambi organizzati. Ne consegue che un sistema che organizzi le negoziazioni di fondi interbancari non può in nessun caso acquisire lo status di mercato regolamentato, né quello di mercato non regolamentato ex art. 78 del testo unico, ma solo il rango di sistema di scambi organizzati ai sensi dell'art. 79 dello stesso testo unico. Ciò premesso, questa commissione è dell'avviso che l'attività di gestione del Mercato Telematico dei Depositi Interbancari rientri nell'ambito della "predisposizione, gestione, manutenzione e commercializzazione di software, hardware e reti telematiche relativi a sistemi di contrattazione, trasmissione di ordini e dati" che l'art. 5, comma 1, lett. a) del regolamento Consob n. 11768/98 del 23.12.1998 pone tra le attività connesse e strumentali il cui svolgimento è consentito alla società di gestione di mercati regolamentati. Il MID possiede infatti il requisito strutturale costituito dal carattere telematico del sistema di contrattazione. Si consideri, inoltre, che il citato art. 5, comma 1, lett. a) del regolamento Consob n. 11768 non si limita a prevedere sistemi di contrattazione, trasmissione di ordini e dati riguardanti "strumenti finanziari", bensì lascia intendere che tali sistemi possano anche avere ad oggetto beni di diversa natura - tra cui i fondi interbancari - purché non manchi il nesso di strumentalità tra gli stessi sistemi e i mercati regolamentati gestiti al contempo dalla società di gestione. Ed invero, nel caso di specie la connessione tra mercati regolamentati di pronti contro termine o di <swap> su tassi di interesse e scambi organizzati di depositi interbancari effettivamente sussiste, dal momento che i secondi hanno per oggetto il bene "sottostante" agli strumenti derivati negoziati nei primi".

Con le modifiche introdotte dalla delibera del 20 aprile 2000, n. 12497, si è opportunamente inserito nel testo dell'art. 5, comma 1, del Regolamento Mercati la nuova lett. g), che espressamente consente alle società di gestione di istituire e gestire scambi organizzati di fondi interbancari.

<sup>325</sup> Così M. RUBINO DE RUTIS, *Sub art. 61*, cit., p. 516, per il quale l'esclusività dell'oggetto sociale sarebbe altresì "desumibile in via interpretativa, rappresentando un dato comune alle società di diritto speciale".

partecipazioni in società che svolgono in via esclusiva o principale le attività di cui al comma 1. Esse possono inoltre assumere partecipazioni nella società di cui all'articolo 69, comma 1, del Testo Unico e negli organismi di cui all'articolo 70 del Testo Unico, in società di gestione accentrata di cui all'articolo 80 del Testo Unico, nonché in società di gestione di mercati anche diversi da quelli previsti dagli articoli 63, comma 2, e 67, commi 1 e 2, del Testo Unico". In forza dell'art. 5, comma 2, del Regolamento Mercati, le società di gestione del mercato possono quindi acquisire partecipazioni in:

- società che svolgono in via esclusiva o principale le attività connesse e strumentali all'attività principale individuate nell'elenco di cui all'art. 5, comma 1, del Regolamento Mercati sopra riportato;
- società che prestano il servizio di compensazione e di liquidazione, nonché il servizio di compensazione su base lorda, delle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari non derivati;
- organismi che prestano servizi di compensazione e garanzia delle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari derivati;
- società di gestione accentrata;
- società di gestione di mercati, ancorché questi ultimi non siano iscritti nell'elenco (o nella sezione speciale dello stesso) tenuto dalla Consob, previsto dall'art. 63, comma 2, del TUF, o non siano riconosciuti dalla Consob ex art. 67, comma 2, del TUF.

In dottrina si è ritenuto che la scelta della Consob di disciplinare anche l'assunzione di partecipazioni possa presentare "profili di illegittimità nella misura in cui il potere di regolare le attività esercitabili è stato incondizionatamente esteso alla diversa materia delle partecipazioni"<sup>326</sup>.

A tali rilievi si è però correttamente ribattuto che, pur essendo incontestabile che vi sono stati casi in cui il legislatore ha tenuto distinto il potere di regolamentare le attività di intermediari, diverse dall'attività principale, dal potere di disciplinare l'assunzione di partecipazioni in altre società<sup>327</sup>, "il limite all'acquisizione di partecipazioni sociali serve comunque a determinare con

---

<sup>326</sup> V. MEZZACAPO, *Sub artt. 56 e 57*, cit., p. 484.

<sup>327</sup> L'art. 9, comma 5, lett. e) ed f), della l. n. 1/1991 prevedeva, ad esempio, che la Banca d'Italia, d'intesa con la Consob, con proprio regolamento da pubblicare nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica, era tenuta a determinare le attività connesse e strumentali all'attività di intermediazione mobiliare, nonché "i limiti, i criteri e le modalità con i quali le società di intermediazione mobiliare possono partecipare al capitale di altre società". Per quanto concerne l'attuale disciplina si vedano, tra gli altri, M. DE MARI - L. SPADA, *Orientamenti in tema di intermediari e promotori finanziari (parte terza)*, cit., c.

più precisione l'attività – diversa da quella rivolta direttamente all'organizzazione e gestione dei mercati – che la società di gestione può svolgere<sup>328</sup>.

A sottolineare la sostanziale irrilevanza che, nella prospettiva degli organi di vigilanza, assumono le modalità di esercizio (diretto od indiretto) di un'attività, va evidenziato che le Istruzioni di vigilanza prevedono che le società di gestione debbano a comunicare alla Consob (alla Banca d'Italia nel caso di società di gestione di mercati regolamentati all'ingrosso di titoli di Stato) le attività connesse e strumentali che intendono esercitare, nonché le partecipazioni assunte<sup>329</sup>.

### 3.6 Le attività delegabili dalla Consob alla società di gestione del mercato

In base a quanto previsto dall'art. 64, comma 1, lett. f), del TUF la società di gestione provvede anche allo svolgimento degli "altri compiti a essa eventualmente affidati dalla Consob"<sup>330</sup>. Vi sono poi numerose norme del TUF che attribuiscono alla Consob il potere di assegnare alla società di gestione lo svolgimento di particolari attività.

---

861; D. GALLETTI, *I servizi accessori delle Sim nel testo unico della finanza*, in *Banca, impr., soc.*, 1999, p. 127.

<sup>328</sup> M. RUBINO DE RUTIS, *Sub art. 61*, cit., p. 517.

<sup>329</sup> Così il paragrafo 3 del capitolo I del titolo II della parte II delle Istruzioni di vigilanza, per le società di gestione dei mercati regolamentati di strumenti finanziari diversi da quelli all'ingrosso di titoli di Stato, nonché il paragrafo 3 del capitolo I del titolo II della parte I delle Istruzioni di vigilanza, per le società di gestione dei mercati regolamentati all'ingrosso di titoli di Stato. Tali paragrafi prevedono inoltre l'obbligo per la società di gestione di fornire tempestivamente alla Consob o alla Banca d'Italia, nel caso di società di gestione dei mercati regolamentati all'ingrosso di titoli di Stato, una preventiva informativa sui progetti di acquisizione di partecipazioni. Ciò potrà avvenire anche nel corso degli incontri periodici tra Autorità di vigilanza ed esponenti della società di gestione del mercato (sui quali si veda *infra* il par. 6.2), previsti, rispettivamente, dal paragrafo 22 del titolo III della parte II delle Istruzioni, per le società di gestione dei mercati regolamentati di strumenti finanziari diversi da quelli all'ingrosso di titoli di Stato, e dal paragrafo 22 del titolo III della parte I delle Istruzioni di vigilanza, per le società di gestione dei mercati regolamentati all'ingrosso di titoli di Stato.

<sup>330</sup> Tale norma differisce sensibilmente da quello che può essere considerato il suo immediato antecedente normativo, ossia l'art. 49, comma 3, del d. lgs. n. 415/1996, il quale disponeva che la società di gestione fosse tenuta a provvedere, sulla base di apposita convenzione con la Consob:

a) agli adempimenti previsti dall'art. 2, n. 6, dall'art. 3, n. 2 e dall'art. 4, comma 1, n. 2 e 3, del d.p.r. n. 138/1975 [tali norme prevedevano, rispettivamente, che: la Camera di commercio provvedesse in materia di conservazione dei listini originali dei prezzi formati e pubblicati secondo le prescrizioni della Consob e al rilascio dei relativi estratti e certificati autentici (art. 2, n. 6); la Deputazione di borsa avesse il potere di denunciare al tribunale competente per territorio le insolvenze di cui all'art. 6 della l. n. 272/1913 (sul punto vedasi *supra* par. 1.2, nota 81), nonché il dovere di comunicare alla Consob tutte le insolvenze, comprese quelle per le quali fosse intervenuto amichevole



Così, l'art. 65 del TUF farebbe trasparire la possibilità per la Consob di incaricare la società di gestione del mercato a registrare tutte le operazioni compiute su strumenti finanziari nei mercati da essa gestiti<sup>331</sup>

---

componimento (art. 3, n. 2); il Comitato direttivo degli agenti di cambio fosse competente in merito alla liquidazione immediata delle insolvenze notorie o formalmente accertate prima della liquidazione mensile (art. 4, comma 1, n. 2) ed all'esecuzione degli atti e degli adempimenti relativi al procedimento di liquidazione coattiva dei contratti di borsa ex art. 12 del r.d.l. n. 815/1932 (art. 4, comma 1, n. 3). In dottrina si era peraltro sottolineato che gli adempimenti previsti dalle norme ora citate non rientravano "nelle materie di diretta competenza della Consob" [A. MAGNONI, *Sub art. 49*, in AA.VV., *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari*, cit., p. 417, il quale giungeva a tale conclusione in base non solo alla considerazione che "tali disposizioni contenevano l'elencazione di talune attribuzioni e competenze, non già della Consob, ma degli organi locali di borsa (e, poi, del Consiglio di borsa ai sensi dell'art. 24, comma 1, della legge 2 gennaio 1991, n. 1)", ma anche del fatto che "gli articoli 2, 3 e 4 del detto decreto presidenziale n. 138 devono considerarsi, in ragione della loro manifesta incompatibilità con il regime privatistico dei mercati introdotto dal decreto in esame, interamente abrogati"].

b) agli altri compiti ad essa eventualmente affidati dalla Consob.

<sup>331</sup> L'art. 65 del TUF prevede infatti che la Consob debba stabilire con regolamento le modalità di registrazione di tutte le operazioni compiute su strumenti finanziari, nonché i termini e le modalità con cui i soggetti che prestano servizi di investimento aventi a oggetto strumenti finanziari ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato devono comunicare le operazioni eseguite fuori da tale mercato. Rinviano al precedente par. 2.2 l'esame delle disposizioni concernenti i termini e le modalità di comunicazione delle operazioni relative a strumenti negoziati in mercati regolamentati che sono eseguite fuori da tali mercati, va precisato che, con riferimento alle modalità di registrazione delle operazioni compiute su strumenti finanziari in mercati regolamentati, l'art. 10 del Regolamento Mercati dispone, tra l'altro, che:

- a) le società di gestione devono istituire, per ogni singolo mercato da esse gestito, procedure elettroniche per la registrazione delle operazioni effettuate nei mercati stessi;
- b) le registrazioni devono essere conservate per un periodo non inferiore a otto anni e devono essere effettuate in modo tale da permettere di individuare:
  - le generalità degli intermediari interessati;
  - per i mercati che utilizzano sistemi di negoziazione telematici, le singole proposte immesse nei sistemi stessi, ivi incluse quelle modificate, cancellate o ineseguite e le relative data e ora di inserimento, modifica o cancellazione;
  - il tipo di operazione;
  - l'oggetto dell'operazione;
  - la quantità;
  - il prezzo unitario;
  - la data e l'ora di esecuzione dell'operazione;
- c) le procedure elettroniche di registrazione devono inoltre consentire alla Consob di effettuare in ogni momento ricerche su ogni singolo strumento finanziario, ogni singola tipologia di operazione, nonché ogni singolo intermediario partecipante al mercato.

Va peraltro rilevato che l'obbligo di registrazione delle operazioni previsto dal combinato disposto degli artt. 65 del TUF e 10 del Regolamento Mercati assolve anche la funzione di consentire all'Autorità di vigilanza di acquisire dati importanti ai fini dell'esercizio dei poteri che, in presenza di reati di abuso di informazioni privilegiate e di agiotaggio su strumenti finanziari, l'art. 185, comma 2, del TUF le riconosce. Tale conclusione deriva dalla genesi storica dell'obbligo di registrazione, che fu introdotto nel nostro ordinamento dall'art. 6, comma 1, della l. 17 maggio 1991, n. 157, contenente norme relative all'uso di informazioni riservate nelle operazioni. Proprio quella disposizione riconosceva alla Consob la funzione di determinare, mediante l'emanazione di un regolamento, le modalità di registrazione,

L'art. 94, comma 5, del TUF consente inoltre alla Consob, su richiesta della società di gestione e "tenuto anche conto delle caratteristiche dei singoli mercati", di affidare al gestore del mercato "compiti inerenti al controllo del prospetto per sollecitazioni all'investimento riguardanti strumenti finanziari quotati ovvero oggetto di domanda di ammissione alla quotazione in un mercato regolamentato". Ai sensi dell'art. 113, comma 2, lett. c), del TUF, la Consob può poi, anche qui su richiesta della società di gestione, affidarle compiti inerenti al controllo del prospetto di quotazione, "tenuto anche conto delle caratteristiche dei singoli mercati".

In tutti questi casi si ritiene che la società di gestione venga a svolgere un'attività di ausilio all'espletamento dei compiti che la legge riconosce istituzionalmente alla Consob, ma vi sono peraltro, sempre nel TUF, altre norme che permettono alla Consob di avvalersi della collaborazione della società di gestione del mercato:

- a) l'art. 112 stabilisce che la Consob può, con provvedimento da pubblicare nella Gazzetta Ufficiale, sentita la società di gestione del mercato, elevare per singole società la percentuale del novanta per cento prevista dall'art. 108 del TUF quale soglia di riferimento per l'obbligo di offerta pubblica di acquisto residuale, superata la quale scatta in capo al soggetto che detiene la partecipazione l'obbligo di o.p.a.<sup>332</sup>;

---

mediante procedure elettroniche presso i singoli mercati regolamentati per valore mobiliare e per intermediario, di tutte le operazioni compiute su valori mobiliari.

L'art. 49, comma 2, del d. lgs. n. 415/1996, disponendo a sua volta che la società di gestione doveva istituire e gestire, in conformità alle disposizioni emanate dalla Consob, il "registro delle operazioni effettuate sul mercato ai sensi dell'articolo 6 della legge 17 maggio 1991, n. 157", confermava sostanzialmente "la disciplina a suo tempo introdotta dalla legge n. 157/1991 al fine di dotare la Consob di utili strumenti di indagine nei casi di *insider trading*" (A. MAGNONI, *Sub art. 49*, cit., p. 416). Anche alla luce dei sopra ricordati compiti che il TUF riconosce alla Consob in materia di *insider trading*, sembra quindi che una delle finalità perseguite dall'art. 65 del TUF sia proprio quella di permettere alla Consob la ricostruzione delle eventuali operazioni su strumenti finanziari effettuate in violazione della normativa dettata in tema di abuso di informazioni riservate e di agiotaggio.

Va infine evidenziato che l'art. 10, comma 3, del Regolamento Mercati stabilisce che le informazioni di cui al comma 2, lettere a) e b), del medesimo regolamento (e quindi le informazioni concernenti le generalità degli intermediari interessati, nonché le informazioni riguardanti le singole proposte immesse nei sistemi stessi, ivi incluse quelle modificate, cancellate o ineseguite e le relative data e ora di inserimento, modifica o cancellazione) "sono consultabili, oltre che dalle società di gestione, esclusivamente dalla Consob". Da ciò si è dedotto che "le altre informazioni su tipi di operazioni, loro oggetto, quantità scambiate, prezzi, data ed ora di esecuzione delle operazioni (lett. c, d, e, f, g dell'art. 10, co. 2) possono essere liberamente consultate" (M. RUBINO DE RUTIS, *Sub art. 65*, in AA.VV., *Testo Unico della Finanza*, cit. p. 549).

<sup>332</sup> Al riguardo va rilevato che con l'art. 50, comma 2, del Regolamento Intermediari la Consob ha precisato che la società di gestione del mercato:

- b) l'art. 114, comma 1 prevede che, fermi gli obblighi di pubblicità stabiliti da specifiche disposizioni di legge, gli emittenti quotati e i soggetti che li controllano informino il pubblico dei fatti che accadono nella loro sfera di attività e in quella delle società controllate, non di pubblico dominio e idonei, se resi pubblici, a influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari. La Consob stabilisce con regolamento le modalità dell'informazione del pubblico su tali fatti, detta disposizioni per coordinare le funzioni attribuite alla società di gestione con le proprie e può individuare compiti da affidarle per il corretto svolgimento delle funzioni previste dall'articolo 64, comma 1, lettera b), del TUF<sup>333</sup>.

La presenza delle norme ora ricordate pone il problema di coordinare le stesse con quanto previsto dal sopra riportato art. 64, comma 1, lett. f), del TUF; più precisamente, è necessario verificare se tali disposizioni non sono altro che un'esemplificazione normativa delle funzioni che la Consob può attribuire alla società, per cui dovrebbe comunque riconoscersi in capo a quest'ultima la possibilità di richiedere l'adempimento di compiti ulteriori e diversi da quelli già previsti dal dato positivo, oppure se, in tale ambito, l'Autorità di vigilanza è vincolata alle ipotesi esplicitamente previste dal legislatore.

A quest'ultimo riguardo si è ritenuto che la Consob non potrebbe trasferire alla società di gestione del mercato compiti rientranti nella propria sfera di attribuzione diversi da quelli "individuati da puntuali norme (cfr. artt. 94, 5° comma, 113, 2° comma, lett. c), 114, 1° comma, in fine), questo in quanto non solo dovrebbe ritenersi implicitamente abrogato l'art. 16 d.p.r. n. 138/1975, per cui tale disposizione non potrebbe essere utilmente invocata nella ricostruzione delle eventuali relazioni tra Consob e società-mercato<sup>334</sup>, ma anche in considerazione del fatto che un'interpretazione volta a consentire il trasferimento di qualsiasi compito istituzionale della

- 
- a) segnala alla Consob le società per le quali, in applicazione dei criteri generali predeterminati dalla stessa, può essere adottata una soglia superiore al novanta per cento, tenuto conto della necessità di assicurare un regolare andamento delle negoziazioni;
- b) dà notizia dell'avvenuto ripristino del flottante.

<sup>333</sup> L'art. 64, comma 1, lett. b), del TUF prevede che la società di gestione sia tenuta ad adottare "tutti gli atti necessari per il buon funzionamento del mercato" e a verificare "il rispetto del regolamento". Il richiamo, contenuto nell'art. 114, comma 1, del TUF, alla disposizione ora ricordata sembra peraltro riferirsi non alla verifica del rispetto del regolamento, quanto piuttosto del buon funzionamento del mercato, dovendosi ritenere che la società di gestione disponga di tutti i poteri necessari per far rispettare il regolamento.

<sup>334</sup> C. MOTTI, *I mercati regolamentati di strumenti finanziari*, cit., p. 382, la quale sottolinea altresì l'opportuna "soppressione della norma di cui all'art. 49, 3° comma, d. lgs. n. 415/1996, che suggeriva un improprio accostamento fra società di gestione e cessati organi locali di borsa".

Consob si porrebbe in aperto contrasto con il principio di legalità che presiede l'organizzazione degli uffici pubblici<sup>335</sup>.

Osservato che in dottrina risulta sostanzialmente condivisa l'affermazione del carattere "aperto" dell'art. 64, comma 1, lett. f), del TUF, il quale legittimerebbe l'attribuzione alla società di gestione di compiti "atipici"<sup>336</sup>, ed anche ipotizzando di non accogliere la tesi secondo cui tale attribuzione sarebbe limitata ai soli "atti di natura schiettamente privatistica"<sup>337</sup>, va peraltro rilevato che anche nel sistema del TUF la Consob incontra dei vincoli nell'esercizio di quei poteri che la disposizione ora in esame le conferiscono.

Se è vero che il mancato riferimento alla necessità che l'affidamento risulti da una convenzione tra l'Autorità di vigilanza e la società-mercato potrebbe trovare la propria giustificazione nella volontà del legislatore del TUF di "evitare alla società di gestione la possibilità di sottrarsi all'affidamento di compiti"<sup>338</sup>, si è osservato che "ragioni di coerenza sistematica inducono ad escludere, sul piano concettuale, soluzioni che configurino l'esistenza di un potere della Consob d'imporre unilateralmente compiti che snaturerebbero il carattere imprenditoriale della società di gestione, trasformandola in un concessionario di un pubblico servizio o, al più, in un'impresa funzionalizzata"<sup>339</sup>.

---

<sup>335</sup> C. MOTTI, *I mercati regolamentati di strumenti finanziari*, cit., p. 382.

<sup>336</sup> M. RUBINO DE RUTIS, *Sub art. 64*, cit., p. 544; in questo senso sembra orientato anche F. CAPRIGLIONE, voce «Borsa (mercati di)», cit., p. 190, secondo il quale «la possibilità che «altri compiti» siano eventualmente affidati dalla CONSOB alla società di gestione consente di ampliare ulteriormente il quadro degli interventi consentiti a quest'ultima, estesi a ricomprendere sia le forme di vigilanza risultanti dal raccordo della disposizione dell'art. 64 con quella degli art. 94 comma 5 e 113, comma 2 lett. c) (...), sia altre attività di natura squisitamente privatistica spettanti alla CONSOB (ad esempio, studi, ricerche, ecc.)», in tal modo evidenziando il carattere aperto dell'art. 64, comma 1, lett. f) TUF.

<sup>337</sup> C. MOTTI, *I mercati regolamentati di strumenti finanziari*, cit., p. 382, nota 62.

<sup>338</sup> F. CAPRIGLIONE, *Sub art. 64*, in AA.VV., *Commentario al testo unico*, cit., p. 627.

<sup>339</sup> F. CAPRIGLIONE, *Sub art. 64*, cit., p. 628; Id., voce «Borsa (mercati di)», cit., p. 190. Movendo dalla necessaria presenza del consenso della società di gestione del mercato quale condizione necessaria affinché la Consob possa affidare alla società stessa compiti "atipici", l'A. ha rilevato che potrebbero "nella specie ipotizzarsi costruzioni concettuali volte a rendere applicabile l'istituto della delega amministrativa di funzioni, cui per solito si fa ricorso al fine di estendere l'operatività della P.A. al di là degli aspetti organizzativi istituzionali (...); si finirebbe, peraltro, col dover ammettere una posizione di supremazia del soggetto delegante, atteso che l'atto di conferimento produce i suoi effetti senza che sia richiesto il consenso del delegato. Diviene, pertanto, congruo ricondurre gli affidamenti in questione ad «accordi» che la P.A. può concludere, nel perseguimento dei suoi fini istituzionali, allo scopo d'individuare, convenzionalmente ed in via preliminare, i contenuti di atti che devono ritenersi preordinati all'esercizio della relativa funzione. In particolare, sembra possa farsi riferimento alla tipologia prevista dall'art. 11 l. n. 241/90, che per l'appunto riconosce alla P.A. la possibilità di

Tale conclusione appare effettivamente da condividere, seppur con qualche precisazione: l'imposizione unilaterale da parte della Consob di compiti in capo alla società di gestione del mercato non sembra possa essere *a priori* esclusa, anche in ragione della mancata riproposizione nell'art. 64, comma 1, lett. f), del TUF del riferimento alla convenzione tra Autorità di vigilanza e società di gestione del mercato, quale condizione per l'attribuzione da parte della prima alla seconda di compiti diversi da quelli assegnati dalla normativa primaria<sup>340</sup>. Questa attribuzione deve essere comunque funzionale alla difesa degli interessi alla cui tutela la Consob è per legge tenuta, deve avvenire nel rispetto dei limiti dei poteri e delle competenze attribuiti alla stessa e non può in ogni caso tradursi in disposizioni che si pongono in contrasto con la riconosciuta natura imprenditoriale della società di gestione del mercato. Ciò a prescindere da qualsiasi considerazione in ordine alle ricadute che l'imposizione di tali compiti potrebbe avere in termini di qualificazione dell'attività della società di gestione: la libertà di iniziativa economica della società di gestione può infatti essere compressa solo attraverso l'emanazione da parte dell'Autorità di vigilanza di provvedimenti adottati nell'ambito e nei limiti individuati dagli artt. 73 e 74 del TUF, e cioè nell'ambito dell'esercizio delle funzioni di vigilanza sul corretto funzionamento della società di gestione e del mercato.

---

*concludere accordi* al fine di determinare il contenuto di provvedimenti finali, che conseguentemente potranno evidenziare modalità disciplinari conformi alle previsioni di fattispecie proprie della disciplina privatistica (...). In tale contesto, a fronte del conferimento di alcune funzioni della CONSOB, il potere decisionale della società di gestione può ritenersi salvaguardato, atteso che questa resta libera di non aderire all'accordo, qualora le valutazioni relative (costi, qualità delle strutture, ecc.) inducano a ritenere difficilmente eseguibili gli impegni di cui trattasi" (F. CAPRIGLIONE, *Sub art. 64*, cit., pp. 628-629).

Di contrario avviso è M. RUBINO DE RUTIS, *Sub art. 64*, cit., p. 545, secondo il quale la tesi ora riportata non sarebbe del tutto convincente, in quanto "l'art. 11 l. 241/1990, prevede solo la *facoltà* dell'amministrazione procedente di concludere accordi con gli interessati. Del resto, solo gli artt. 94, co. 3, e 113, co. 2, lett. c), prevedono espressamente un'esplicita *richiesta* della società di gestione per l'affidamento dei compiti ivi indicati. Né vi sono difficoltà ad ammettere un possibile spostamento, con atto amministrativo, di determinate competenze dalla Consob alla società di gestione senza il consenso di quest'ultima, analogamente a quanto legislativamente previsto in tema di delega amministrativa (...), senza necessariamente trasformare la società di gestione in concessionario di pubblico servizio".

<sup>340</sup> Come osserva M. RUBINO DE RUTIS, *Sub art. 64*, cit., p. 545, è comunque plausibile ritenere che "la Consob, anche per evitare il rischio di un'impugnazione del proprio atto sotto il profilo dell'eccesso di potere, concordi preventivamente con la società di gestione i compiti da affidarle, anche se diversi da quelli indicati dagli artt. 94, 113 e 114".

## CAPITOLO 4: LA SOCIETÀ DI GESTIONE DEL MERCATO COME SOCIETÀ A "STATUTO" SPECIALE

### 4.1 Governance dei mercati finanziari e strutture di tipo societario

Storicamente la creazione di mercati organizzati di strumenti finanziari è di solito avvenuta su impulso degli stessi soggetti che ponevano in essere gli scambi<sup>341</sup> oppure per iniziativa statale.

Il dato storico evidenzia, inoltre, non solo che il soggetto che decide l'istituzione del mercato può essere diverso da chi lo organizza e lo gestisce<sup>342</sup>, ma anche che l'attività di gestione e di predisposizione delle regole che presiedono agli scambi e delle strutture che ne consentono l'effettuazione può essere esercitata secondo modalità eterogenee: accanto al modello *non-profit*, tipico esempio del quale è il mercato gestito da un ente pubblico<sup>343</sup>, il gestore del mercato ha assunto anche il modello mutualistico, caratterizzato dalla partecipazione degli stessi operatori alla gestione degli scambi, nonché il modello lucrativo, che ricorre quando il gestore del mercato organizza gli scambi unicamente al fine di massimizzare i profitti che possono derivare dall'attività posta in essere.

L'adozione dei primi due modelli ora ricordati (modello *non-profit* e modello mutualistico) è stata spesso associata a situazioni di monopolio nell'offerta del servizio, che nel caso di mercati

<sup>341</sup> Ciò in quanto "the brokers needed a platform to develop their trading activities and, given the limited communication possibilities, the concentration of several people in one place was to everyone's advantage since only by that means could the depth of the market, essential for trading, be established. This meant that the inclusion of brokers in the stock exchange, providing them with *secondary* services, which were, however, absolutely essential for business in general, created the institution which supported the business of its members (trading in securities). In addition, unification was necessary to channel and pool the trading current in order to achieve critical mass" (S. KALSS, *Different Stock Exchange Interest Group*, in AA.VV., *Capital Markets in the Age of the Euro. Cross-Border Transactions, Listed Companies and Regulation*, G. Ferrarini, K.J. Hopt, E. Wymeersch (eds), The Hague-London-New York, 2002, p. 202).

<sup>342</sup> È il caso, come si è visto nel capitolo 1, dell'esperienza dei mercati azionari italiani vigente la l. n. 272/1913, nonché, almeno per taluni aspetti, dell'attuale disciplina tedesca.

<sup>343</sup> La decisione di attribuire allo Stato il compito di intervenire, direttamente o indirettamente, nella organizzazione dei mercati finanziari viene normalmente ricondotta all'esigenza di tutelare l'interesse pubblico al corretto funzionamento di questo tipo di mercati (D. REGOLI, voce «Mercati finanziari in diritto comparato», in *Dig. disc. priv., sez. comm.*, IX, Torino, 1993, p. 421). Come si è in precedenza rilevato (cfr. *supra* cap. 1.6), tale modello di disciplina è entrato in crisi nel momento in cui si sono manifestate esigenze di riduzione del debito pubblico (così A. CYBO OTTONE, *Strategia e struttura dei mercati organizzati di valori mobiliari*, cit., p. 531), in un contesto di competizione crescente che richiedeva non solo nuovi e considerevoli investimenti ma anche sempre maggiore flessibilità decisionale.

"pubblici" erano la conseguenza di ben precise scelte del legislatore (ad esempio, al fine di controllare gli scambi relativi agli strumenti finanziari), mentre nel caso dei mercati "controllati" da intermediari derivavano da consapevoli comportamenti di coloro che operavano sul mercato, i quali, al fine di creare barriere all'entrata di altri operatori, costituivano strutture associative di tipo chiuso<sup>344</sup>.

Negli anni più recenti si è assistito, da un lato, all'adozione del modello societario quale forma giuridica ritenuta maggiormente idonea per la gestione efficiente dei mercati finanziari, soprattutto a pronti<sup>345</sup>, e, dall'altro, alla c.d. demutualizzazione degli stessi, al passaggio cioè

---

<sup>344</sup> Si è rilevato, infatti, che "(c)onsider a situation where there is only one (...) [trading-system], where this system is operated on a for-profit basis, and where it is not owned and controlled by the financial intermediaries. Its owners would then be able to raise the prices paid by the financial intermediaries for their use of the system, and restrict the amount of services available, compared to what would obtain if there were many such systems competing with each other. In such circumstances, the financial intermediaries might seek to operate the trading system as a nonprofit or consumer cooperative, assuming the costs of exercising control over it were not too high" (R. LEE, *What is an Exchange? The Automation, Management, and Regulation of Financial Markets*, New York, 1998, p. 13; A. CYBO OTTONE, *Strategia e struttura dei mercati organizzati di valori mobiliari*, cit., p. 533; in senso sostanzialmente analogo si esprime anche G. SABATINI, *La gestione dei mercati servizi di regolamento: il passaggio dal pubblico al privato*, in AA.VV., *Il Testo Unico della intermediazione finanziaria. Commentario al d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di C. Rabitti Bedogni, Milano, 1998, p. 457, il quale rileva che "(s)e il mercato godesse di una qualche forma di monopolio e fosse gestito da un soggetto indipendente rispetto agli intermediari, l'obiettivo di ridurre il costo del servizio comune potrebbe essere vanificato da una politica di commissioni di negoziazione elevate e dal rischio che il mercato ampli la gamma dei servizi offerti occupando settori prima riservati agli intermediari negozianti. Ecco quindi che gli intermediari hanno un incentivo a controllare direttamente il mercato stesso: la possibilità di controllare direttamente il sistema di negoziazione consente di determinare collettivamente il prezzo del servizio comune eliminando il rischio che gli intermediari negozianti ed il mercato entrino in concorrenza diretta".

Vi è inoltre un'altra ragione che spiega il motivo per cui gli operatori hanno interesse a controllare l'impresa che gestisce il mercato in cui essi sono attivi: la partecipazione alle negoziazioni sul mercato da parte dell'intermediario comporta dei costi specifici (c.d. *sunk costs*), difficilmente recuperabili nel caso di interruzione della relazione con il gestore del mercato. Ciò contribuisce ad accrescere la forza contrattuale di quest'ultimo nei confronti degli intermediari ed induce questi ad assumere, laddove possibile, il controllo del "fornitore" del servizio (sul punto si veda H.B. HANSMANN, *Reforming Nonprofit Corporation Law*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 1981, 129, n. 3, p. 508).

<sup>345</sup> Il fenomeno della trasformazione in società delle organizzazioni che gestiscono i mercati finanziari non ha, invero, interessato in misura rilevante i mercati dei derivati e ciò potrebbe essere dovuto alla circostanza che la concorrenza in tali mercati è stata finora meno intensa di quella che ha interessato i mercati *cash* (R. LEE, *What is an Exchange?*, cit., p. 29, il quale nota altresì come "(i)n addition and more importantly, centralization of order flow on a single futures exchange yields the advantage that all contracts traded are fungible, as they can be offset against each other through a single clearinghouse. If competition between futures exchange obtains without appropriate agreement between the relevant clearinghouses, such fungibility is impossible. This increase both the cost and the risk of trading in competing contracts").

“da una struttura proprietaria dominata dagli intermediari clienti ad una struttura proprietaria più aperta”<sup>346</sup>.

Per quanto concerne il *trend* verso l’assunzione di strutture di tipo societario per la *governance* dei mercati finanziari, si è rilevato che il fenomeno troverebbe la propria spiegazione essenzialmente nel fatto che tale tipo di strutture consentirebbe una maggiore facilità di reperimento di risorse finanziarie, anche sotto forma di capitale di rischio, una maggiore elasticità e velocità decisionale, nonché la conclusione di accordi di vario tipo con altri gestori del mercato, ad esempio attraverso scambi di partecipazioni o operazioni di fusione con altri gestori o, ancora, per mezzo del ricorso a istituti che agevolano le operazioni di ristrutturazione (ad esempio, scissioni, conferimenti di rami aziendali attraverso aumenti di capitale sociale, ecc.)<sup>347</sup>.

Nel caso di mercati organizzati secondo modelli di tipo pubblicistico, inoltre, il passaggio ad una struttura di tipo societario avrebbe l’ulteriore vantaggio di consentire l’ingresso nel capitale sociale di intermediari operanti sul mercato, i quali, attraverso l’assunzione di un rischio economico, potrebbero essere in grado di contribuire ad accrescere l’attenzione verso l’obiettivo di un’efficiente gestione del mercato stesso<sup>348</sup>.

---

<sup>346</sup> G. SICILIANO, *Gli effetti economici della privatizzazione*, cit., p. 89, nota 1.

<sup>347</sup> Negli ultimi anni numerosi sono stati i casi di operazioni di varia natura che hanno determinato accordi o aggregazioni tra i gestori di mercati finanziari (sul punto si vedano A. CYBO OTTONE – C. DI NOIA – M. MURGIA, *Recent Developments in the Structure of Securities Markets*, Brookings-Wharton Papers on Financial Services, 2000).

<sup>348</sup> M. ONADO, *Competition among Exchanges or Financial Systems ?*, in AA.VV., *European Securities Markets. The Investment Services Directive and Beyond*, ed. G. Ferrarini, London-The Hague-Boston, 1998, p. 238.

Anche nell’*Issues Paper on Exchange Demutualization*, redatto dal Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO) del giugno 2001, vengono sottolineati i vantaggi che una struttura societaria presenta rispetto ad un modello di gestione dei mercati di tipo mutualistico-associativo, laddove si sostiene (pp. 3-4) che “(t)he distinguishing feature of a mutually owned exchange is that the owners of the enterprise, its decision-makers and the direct users of its trading services usually are the same persons: the member firms. Generally, decisions are made on a one-member, one-vote basis, and often are made by committees of representatives of member firms. Ownership rights may not be freely tradeable and terminate with cessation of membership. Mutually owned exchanges seldom are able to raise capital from anyone other than members. In contrast, most for-profit enterprises are organized as corporations with share capital under which the owners of the company, its decision-makers and its principal customers may well be three separate groups. The shareholders vest decision-making power for the company in a board of directors who are subject to election and removal by shareholders and this power is exercised on a day-to-day basis by the management of the corporation. The voting rights of shareholders usually are commensurate with their economic interest in the company: one share, one vote. The economic interests represented by shareholdings constitute property rights, which are distinct from the interests of members. Share enterprises may raise new capital in a variety of ways and from various sources”.



Diversi sono, peraltro, anche i fattori che hanno determinato in più Paesi l'avvio del processo di demutualizzazione dei mercati finanziari<sup>349</sup>, processo che spesso, ma non necessariamente, ha accompagnato l'adozione di modelli di gestione dei mercati finanziari di tipo societario. L'abbandono del paradigma di mercato organizzato e gestito da organizzazioni di intermediari, che ha per lungo tempo connotato le principali piazze finanziarie mondiali, pare infatti essere dovuto in primo luogo al fatto che il mercato, come luogo fisico dove avvenivano le negoziazioni *inter presentes*, è stato molto spesso sostituito, grazie alla disponibilità di sempre più sofisticate applicazioni elettroniche, da circuiti telematici, in cui le contrattazioni avvengono attraverso procedure informatiche che consentono l'incontro delle proposte di segno opposto immesse dagli operatori direttamente per mezzo dei loro terminali situati nei luoghi più disparati<sup>350</sup>.

La diffusione delle negoziazioni a distanza ha così consistentemente diminuito le barriere all'ingresso nel mercato dei servizi di negoziazione<sup>351</sup>: non solo è venuta meno l'esigenza di individuare un luogo ed attrezzare un immobile dove svolgere le negoziazioni, ma anche per gli operatori potenzialmente interessati a partecipare alle negoziazioni non è stato più necessario essere presenti con una rappresentanza in un luogo preciso, con conseguente diminuzione dei costi di impianto e di gestione del mercato<sup>352</sup>, nonché dei costi di partecipazione al mercato

---

<sup>349</sup> Con riferimento ai principali mercati finanziari mondiali si rileva che tale processo, avviato in vari Paesi, è stato attualmente completato solo dall'Australian Stock Exchange e dall'OM Stockholm, che sono stati privatizzati in senso economico, mentre gli altri mercati sono ancora gestiti da società o da enti controllati dagli intermediari che vi operano (C. DI NOIA, *Considerazioni sull'evoluzione della «governance» nelle borse e sul «self-listing»*, in *An. giur. ec.*, 2002, n. 1, pp. 53-54).

<sup>350</sup> Per una prima descrizione del funzionamento delle borse valori italiane antecedente alla introduzione della negoziazione "telematica" si veda A. CALAMANTI, *Valori mobiliari e borse valori*, Milano, 1994.

<sup>351</sup> R. HAMAUI, *La competizione fra mercati e intermediari ed il nuovo ruolo della regolamentazione*, in *Banca, impr., soc.*, 2000, p. 289.

<sup>352</sup> Al riguardo si è rilevato che "(i)t is exceptionally difficult to compare the costs involved in operating automated as opposed to floor-based trading structures on the basis of cross-market expenditure comparisons. Trading volumes, ancillary services, and regulatory obligations may vary markedly across exchanges. In terms of up-front construction costs, recent European automated and floor system development plans indicate that the latter are at least three to four times more costly. The best way we may be able to do in estimating the annual operating cost savings in switching from floor to automated trading is to rely on the proprietary estimates of exchanges which have undergone, or are undergoing, the transition. The most recent such published estimate comes from the Sydney Futures Exchange, which expects savings in human resources and ancillary services of at least 40 percent" [I. DOMOWITZ - B. STEIL, *Automation, Trading Costs, and the Structure of the Trading Services Industry*, Brookings-Wharton Papers on Financial Services, 1999, pp. 6-7, i quali a p. 7, nota 6, osservano altresì che "(t)he London Stock Exchange and Deutsche Boerse each spent over \$100 million implementing their new

stesso per i soggetti che non avevano la propria sede nella città dove si svolgevano le negoziazioni<sup>353</sup>.

Ulteriori fattori di sviluppo di mercati alternativi alle borse tradizionali sono stati poi rappresentati sia dalla consistente diffusione di nuovi prodotti finanziari, la quale ha fatto emergere l'esigenza (e l'opportunità) di istituire appositi mercati che consentissero gli scambi di tali prodotti al fine di aumentarne la liquidità, sia dall'atteggiamento delle Autorità di vigilanza dei mercati finanziari dei principali Paesi, le quali hanno ritenuto opportuno stimolare la concorrenza nel settore al fine di diminuire i costi di transazione ed aumentare l'efficienza dei mercati.

La conseguente crescente competitività tra le piazze finanziarie e i mercati diversamente organizzati ha così, a sua volta, determinato una crescente attenzione verso l'individuazione della struttura ottimale dei mercati finanziari, degli assetti proprietari dei soggetti che organizzano e gestiscono tali mercati e del grado di autoregolamentazione da riconoscere ai gestori del mercato.

Rinviando le considerazioni su quest'ultimo aspetto al cap. 7 e concentrando invece qui l'attenzione sulla struttura proprietaria dei soggetti che gestiscono un mercato finanziario, va subito rilevato come i dati derivanti da alcune ricerche empiriche hanno evidenziato che se gli intermediari operanti sul mercato ne sono anche i "controllori", minori sono gli incentivi ad introdurre sistemi di *automated auction trading* in grado di consentire l'accesso diretto degli investitori alle negoziazioni<sup>354</sup>, con conseguenti maggiori costi sia per gli investitori, sia per gli emittenti gli strumenti finanziari negoziati.

---

automated auction systems, Sets and Xetra, yet Tradepoint's system was developed for under \$10 million. Relative volumes cannot account for the difference, as Tradepoint could match the capacity of either with a further technology investment of around \$5 million. Yet the cost of building and technologically equipping a floor is clearly much higher. Liffe's floor development plan, abandoned in the spring of 1998, was priced at over \$400 million. A smaller bond futures trading floor project at the Chicago Mercantile Exchange was completed in 1997 at a cost of approximately \$200 million"].

<sup>353</sup> In tal senso anche B. STEIL, *Changes in the Ownership and Governance of Securities Exchanges: Causes and Consequences*, Brookings-Wharton Papers on Financial Services, 2002.

<sup>354</sup> B. STEIL, *Changes in the Ownership and Governance of Securities Exchanges*, cit., p. 3 ss., il quale nota come "(e)xchange members are the conduits to the trading system, and they thereby derive profits from intermediating non-member transactions. They can therefore be expected to resist both technological and institutional innovations which serve to reduce demand for their intermediation services, even where such innovations would increase the economic value of the exchange itself. If the members are actually *owners* of the exchange, they will logically exercise their powers to block disintermediation where the resulting decline in brokerage profits would not at least be offset by their share in the increase in exchange value. As a major economic benefit of automated auction trading is the

Premesso che l'attribuzione dei c.d. *residual claims* a soggetti privati, aventi come obiettivo la massimizzazione dei profitti derivanti dalla prestazione dei servizi di negoziazione (o di quotazione), può determinare un'offerta in grado di rispondere alle esigenze degli utenti dei servizi di negoziazione in un contesto caratterizzato da massima efficienza operativa<sup>355</sup> solo se i mercati finanziari sono organizzati e gestiti in un contesto competitivo<sup>356</sup>, non si può non

---

elimination of the need for trade intermediation, mutualized exchanges can be expected both to have difficulties introducing automated systems and, once introduced, allowing their full potential to be exploited by non-member investors. Both of these effects can well be documented. The largest UK-based market-makers on the London Stock Exchange (LSE) fought to block the adoption of electronic auction trading in the mid-1990s. New York Stock Exchange (NYSE) specialist firms have long fought against automated matching of investor orders and display of their limit order books to the trading floor and the wider public. Nasdaq market-makers blocked the incorporation of mandatory price-time priority in Nasdaq's trading system upgrade, known as SuperMontage, successfully arguing that customers should be allowed to trade with them even if they were not posting the best price, or the earliest best price (they could simply agree to match the best-posted price)".

Il punto è sottolineato anche da A. CYBO OTTONE, *Strategia e struttura dei mercati organizzati di valori mobiliari*, cit., p. 525, il quale rileva come "(l)a decisione sull'apertura dell'accesso al sistema ai broker esteri e agli investitori istituzionali pone un trade-off ai membri del mercato, e in particolare ai broker locali, che vedono ridurre la loro quota di mercato e osservano le commissioni di brokeraggio finora ricavate dai broker esteri transitare sul bilancio del proprietario del sistema di trading. Al limite, l'attività del broker, se priva di elementi di valore aggiunto come la research o la vendita di pacchetti di back-office, diventa quasi totalmente irrilevante".

<sup>355</sup> In base ai dati riportati da H. SCHMIEDEL, *Technological development and concentration of stock exchanges in Europe*, Bank of Finland Discussion Paper, n. 1, 2001 con riferimento al periodo 1985-1999, le borse europee gestite secondo modelli di tipo pubblicistico o che presentavano strutture proprietarie non completamente demutualizzate, mostravano costi di gestione notevolmente più elevati.

<sup>356</sup> D. FISCHER - S. GROSSMAN, *Customer Protection in Futures and Securities Market*, in *Journal of Future Markets*, 1984; G. SICILIANO, *Gli effetti economici della privatizzazione*, cit., p. 91.

Si è da più parti osservato che i principali servizi offerti da un gestore del mercato, ossia, come si è in precedenza rilevato (cfr. *supra* cap. 3.1), il servizio di quotazione per gli emittenti ed il servizio di negoziazione per gli intermediari, sono caratterizzati da quelle che nella letteratura economica vengono definite *network externalities*, le quali ricorrono allorché l'utilità che un utilizzatore di beni o di servizi di un determinato tipo può ritrarre dal consumo degli stessi aumenta con il crescere del numero dei soggetti che utilizzano il medesimo bene o servizio (N. ECONOMIDES, *Network Economics with Application to Finance*, in *Financial Market, Institutions & Instrument*, 1993, n.5; Id., *The Economics of Networks*, in *International Journal of Industrial Organization*, 1995; C. DI NOIA, *The Stock Exchange Industry: Network Effects, Implicit Mergers, and Corporate Governance*, in *Quaderni di Finanza Consob*, n. 33, 1999, p. 9; G. SICILIANO, *Gli effetti economici della privatizzazione*, cit., p. 90).

Nel caso del servizio di *trading* è plausibile ritenere che gli intermediari siano indotti a negoziare nei mercati finanziari che attraggono il maggiore volume di scambi e quindi presentano una maggiore liquidità, ma anche la scelta degli emittenti di quotare in un certo mercato piuttosto che in un altro i propri strumenti finanziari può essere influenzata sia dal numero degli intermediari operanti sul mercato, posto che in tale caso essi possono ritrarre "more utility in being listed on exchanges where there are more intermediaries as they give more liquidity to the market (...); they can gather more trading orders from consumers and their increasing competition could lower commissions to buy stocks" (c.d. *cross-network externality*), sia dal numero delle altre imprese che hanno scelto quel mercato (c.d. *direct network-effect*), in quanto "it may be a sign of quality of the market, or because they anticipate that more

considerare che anche in un mercato finanziario "demutualizzato" si possono generare conflitti tra i vari *stakeholders* coinvolti.

Così, a titolo esemplificativo, il gestore del mercato potrebbe avere interesse ad ampliare il più possibile il numero dei titoli quotati, derivando i ricavi di gestione il più delle volte dalle commissioni pagate dagli emittenti per l'ammissione a negoziazione degli strumenti finanziari o dalle commissioni pagate dagli intermediari per poter accedere agli scambi. Se il gestore del mercato è anche il soggetto cui viene riconosciuto il potere di fissare i requisiti per l'ammissione a quotazione e di verificare il rispetto degli stessi, vi è il rischio che, al fine di non ostacolare l'ingresso di nuove azioni, vengano fissati requisiti di ammissione non adeguati o non vengano effettuati controlli penetranti su tali requisiti, con serio pregiudizio per gli investitori i quali potrebbero essere indotti a rinvenire nell'avvenuta quotazione di un titolo una prova della garanzia di qualità dello stesso.

La libera trasferibilità delle azioni potrebbe, inoltre, comportare l'assunzione dello *status* di socio da parte di soggetti, quali, ad esempio, i clienti del gestore del mercato, gli emittenti degli strumenti finanziari negoziati, i c.d. *information vendors*, interessati ad acquistare la

---

intermediaries will be there and the variance of such a market may be lower than of an exchange with a very small number of firms highly correlated" (C. DI NOIA, *The Stock Exchange Industry*, cit., p. 25).

La presenza di *network externalities* e la contestuale assenza di coordinamento da parte di coloro che utilizzano i servizi di *trading* o di *listing* potrebbero comportare il rischio di insorgenza di situazioni di monopolio e quindi di originare equilibri sub-ottimali: in tale ipotesi, infatti, il gestore del mercato in grado di costituirsi il *network* più ampio di intermediari e di emittenti si troverebbe nella condizione di fissare i prezzi dei servizi prestati a livelli più elevati di quelli che si verrebbero a determinare in presenza di un'offerta concorrenziale dei servizi stessi (G. SICILIANO, *Gli effetti economici della privatizzazione*, cit., p. 91).

Si è tuttavia dell'avviso che quella che è stata definita come mancanza di coordinamento nelle scelte di intermediari ed emittenti circa l'individuazione dei mercati finanziari dove, rispettivamente, operare e quotare i propri strumenti finanziari, non rappresenti altro che una vischiosità nell'entrata nel mercato e nell'uscita dallo stesso sia per coloro che sono interessati ad offrire il servizio, sia per i consumatori del servizio stesso, vischiosità il cui grado spesso dipende dalla disciplina normativa del mercato. Se le società emittenti gli strumenti finanziari negoziati su un dato mercato possono decidere liberamente di uscire dal mercato attraverso il *delisting*; se la tecnologia consente di organizzare e gestire i mercati senza che siano necessari investimenti eccessivamente rilevanti; se l'ordinamento non pone ostacoli all'offerta di servizi finanziari dettati da ragioni meramente protezionistiche; se gli investimenti richiesti agli intermediari per operare su un dato mercato non sono tali da scoraggiare un'uscita dal mercato stesso; anche nei mercati dei servizi di *listing* e di *trading* il prezzo dei servizi, assieme vero ad altre variabili, quali le *network externalities*, i costi delle transazioni, la qualità dei servizi di *trading* e di *post-trading*, la trasparenza del mercato, la disciplina delle negoziazioni, pare possa assurgere ad elemento centrale nella scelta del mercato da parte degli utenti. In altre parole, quanto minore sarà la vischiosità all'entrata/uscita dal mercato e, quindi, quanto maggiore sarà la pressione competitiva sul gestore del mercato, tanto maggiore sarà il rischio per quest'ultimo di perdita del *network* in caso di comportamenti opportunistici. Quanto maggiore per sarà, invece, la vischiosità e, quindi, la difficoltà di ricreare altrove il *network*, tanto maggiore sarà il rischio di comportamenti opportunistici del gestore del mercato.

partecipazione nella società di gestione "al fine di estrarre rendite in forma di vantaggi di prezzo per i diversi beni o di una regolamentazione meno stringente da parte degli organi della borsa"<sup>357</sup>.

Infine, particolari situazioni di conflitto potrebbero porsi nel caso in cui le azioni della società di gestione del mercato siano ammesse alle negoziazioni nei mercati gestiti dalla medesima società<sup>358</sup> o nell'eventualità in cui le azioni della società che controlla il gestore del mercato siano quotate in uno dei mercati gestiti da quest'ultimo (è il caso, ad esempio, dell'Australian Stock Exchange, dell'OM Stockholm, del London Stock Exchange) o nell'ipotesi di quotazione delle azioni della società che controlla il gestore del mercato (Hong Kong, Singapore, Deutsche Boerse).

Il c.d. *self-listing* o la quotazione delle azioni della controllante potrebbe infatti determinare situazioni di conflitto di interessi non solo in fase di ammissione alla quotazione, ma anche nell'esercizio di quell'attività di vigilanza che normalmente viene svolta dal gestore del mercato<sup>359</sup>.

---

<sup>357</sup> C. DI NOIA, *Considerazioni sull'evoluzione della «governance» nelle borse*, cit., p. 58.

<sup>358</sup> Le ragioni inducono il gestore del mercato a quotarsi possono essere analoghe a quelle di una società che svolge una comune attività industriale, finanziaria o commerciale e, quindi, possono essere individuate nell'esigenza di consentire agli azionisti di smobilizzare, in tutto o in parte, le proprie partecipazioni oppure nella necessità di reperire nuove fonti di finanziamento, al fine di dotarsi di risorse tali da permettere nuovi investimenti tecnologici o di acquisire partecipazioni che consentano integrazioni verticali (ad esempio, acquisizione di società che svolgono attività di *post-trading*) o integrazioni orizzontali (ad esempio, acquisizione del controllo di altri gestori di mercati).

La società di gestione del mercato potrebbe, tuttavia, optare per la quotazione anche per ragioni peculiari ed, in particolare, per consentire l'ingresso nel capitale sociale di soci non intermediari allo scopo di rendere maggiormente indipendente il *management* dai soci-clienti (C. DI NOIA, *Considerazioni sull'evoluzione della «governance» nelle borse*, cit., p. 61, per il quale "grazie alla quotazione è più semplice l'utilizzo di tecniche di incentivazione quali le *stock-option* per amministratori e dipendenti").

<sup>359</sup> Ritene "particolarmente critico (...) l'esercizio diretto delle prerogative in tema di informativa e. d. «continua» cioè relativa alle comunicazioni di fatti rilevanti" C. DI NOIA, *Considerazioni sull'evoluzione della «governance» nelle borse*, cit., p. 62, secondo il quale, nell'attuale sistema normativo, la vigilanza da parte della società di gestione del mercato sul proprio titolo include "la verifica della completezza delle comunicazioni, spesso anche ex ante, e la «sollecitazione» di tali informazioni in caso di *rumors*. Inoltre, nell'esercizio della vigilanza continua può essere frequente il ricorso alle sospensioni temporanee dalle negoziazioni del titolo in attesa di comunicato stampa. Sono questi i casi di oggettiva contrapposizione tra l'autorità di vigilanza (in questo caso la borsa) e il *management* della società quotata (anche in questo caso la borsa): in tali casi l'indipendenza e autorevolezza degli esponenti della vigilanza potrebbe essere indebolita nel tentare di consigliare o «imporre» comportamenti al proprio *management* ovvero nel decidere la sospensione dal *trading*".

Con specifico riferimento al caso italiano, si è ritenuto che agli strumenti finanziari emessi da una società di gestione del mercato possano essere negoziati in mercati dalla stessa gestiti<sup>360</sup>, ferma restando tuttavia l'opportunità di adottare soluzioni in grado di permettere il superamento delle situazioni di conflitto di interessi derivanti dal *self-listing*.

Tali soluzioni sarebbero in particolare date, in primo luogo, dall'introduzione nel regolamento del mercato in cui le azioni (o gli altri strumenti finanziari emessi dalla società di gestione) verranno ad essere negoziate, di appositi organi, composti da soggetti indipendenti rispetto alla società di gestione, agli azionisti "importanti" ed al *management* della stessa, ai quali dovrebbe essere attribuito il mandato specifico di decidere in ordine all'ammissione alle negoziazioni dei suddetti strumenti finanziari. Inoltre, sempre il regolamento del mercato potrebbe prevedere il coinvolgimento della Consob nella fase precedente alla decisione di ammissione a quotazione, con possibile attribuzione alla stessa del diritto di opporsi alla quotazione, nonché una procedimentalizzazione degli scambi di flussi informativi tra la società di gestione del mercato e la Consob nella fase successiva alla quotazione, al fine di consentire a quest'ultima la possibilità di intervenire tempestivamente nell'esercizio dei propri poteri di vigilanza<sup>361</sup>.

Secondo altri, tuttavia, l'ipotesi di introdurre nei regolamenti dei mercati disposizioni specifiche, nonché di prevedere eventuali ristrutturazioni societarie comportanti la creazione di una società *holding* cui conferire la partecipazione nella società di gestione del mercato ed eventuali altre partecipazioni in società che prestano servizi accessori o connessi all'attività di negoziazione, rappresenterebbero soluzioni di *second best*, per cui sarebbe maggiormente auspicabile l'attribuzione all'Autorità di vigilanza della gestione dell'intera procedura di

---

<sup>360</sup> Così G. FERRARINI, *L'ammissione a quotazione: natura, funzione, responsabilità e «self-listing»*, in *An. giur. ec.*, 2002, n. 1, p. 36 ss., per il quale deporrebbero a favore di tale soluzione non solo la circostanza che la scelta dell'attuale modello di *governance* del mercato troverebbe la propria giustificazione nell'esigenza di assicurare "la più larga possibilità di manovra ai gestori di mercati regolamentati, sia rispetto alla causa sociale (...), che rispetto alle operazioni possibili", ma anche nella circostanza che "(l)a stessa ipotesi di quotazione di una impresa-mercato era contemplata all'epoca della redazione del T.U.F. ed appare verosimile che i redattori della nuova disciplina l'abbiano ritenuta praticabile. Certamente non l'hanno vietata".

Un ulteriore argomento a favore della tesi ora esaminata può essere rinvenuto anche nel fatto che il TUF non pone vincoli al trasferimento delle azioni, prevedendo soltanto, come si avrà modo di osservare tra breve ( cfr. *infra* par. 4.5), un obbligo di comunicazione e non, invece, un obbligo di autorizzazione, come accade per i trasferimenti di partecipazione di altri intermediari (ad esempio, SIM, SGR, banche).

<sup>361</sup> In questo senso G. FERRARINI, *L'ammissione a quotazione*, cit., p. 41 ss., secondo il quale, in caso di quotazione preceduta da un collocamento presso il pubblico degli strumenti finanziari quotandi, potrebbe essere opportuno il rilascio da parte dello *sponsor* di una *fairness opinion* "più diffusa" di quella normalmente richiesta, al fine di aumentare il livello di trasparenza, nonché le garanzie circa la correttezza e l'equità dell'operazione di collocamento proposta.

quotazione, del controllo delle informazioni relative alla società di gestione quotata e delle decisioni in ordine alla sospensione delle negoziazioni dei titoli emessi da quest'ultima<sup>362</sup>.

Anche nel caso di gestione dei mercati secondo il modello "mutualistico" è, peraltro, possibile individuare ipotesi di conflitto di interessi: in particolare, come l'esperienza americana ha dimostrato, la circostanza che il gestore del mercato sia controllato dagli intermediari che vi operano potrebbe portare ad una più debole attività di monitoraggio sia dei comportamenti tenuti da costoro nello svolgimento dell'attività di *trading*, sia in ipotesi di ammissione a negoziazione degli strumenti dagli stessi<sup>363</sup>.

Ulteriori possibili situazioni di conflitti tra *stakeholders*, dovute alla diversità di interessi di cui essi sono portatori nei confronti del mercato, possono determinare l'adozione da parte degli intermediari che controllano il mercato di decisioni in grado di avvantaggiare gli stessi a svantaggio di altri intermediari operanti sul medesimo mercato, siano questi ultimi soci di minoranza o non soci del soggetto che gestisce il mercato<sup>364</sup> (ad esempio, mancata ammissione a particolari attività, fissazione di commissioni diverse a seconda dell'intermediario, scelta delle modalità con cui effettuare le negoziazioni<sup>365</sup>).

Il legislatore italiano, pur prevedendo un penetrante sistema di vigilanza di tipo pubblicistico (cfr. *infra* cap. 6), non ha imposto vincoli né in termini di finalità che il gestore deve perseguire, potendo l'attività essere svolta anche senza scopo di lucro, né di composizione della compagine azionaria, né di *governance* per il gestore del mercato.

Sono stati, tuttavia, previsti alcuni punti cardine nella disciplina delle società di gestione, sui quali ci si è in parte già soffermati (limitazione dell'oggetto sociale) e in parte ci si soffermerà nei prossimi paragrafi (forma societaria, capitale sociale minimo, requisiti di onorabilità e professionalità per gli esponenti aziendali, requisiti di onorabilità per i soci in possesso di partecipazioni rilevanti)<sup>366</sup>.

---

<sup>362</sup> C. DI NOIA, *Considerazioni sull'evoluzione della «governance» nelle borse*, cit., pp. 66-67.

<sup>363</sup> Il punto è sottolineato da G. FERRARINI, *L'ammissione a quotazione*, cit., p. 14.

<sup>364</sup> C. DI NOIA, *Considerazioni sull'evoluzione della «governance» nelle borse*, cit., pp. 58-59.

<sup>365</sup> L'intermediario che è *dealer/market maker* potrebbe, ad esempio, ritenere preferibile un mercato con un'organizzazione ed una gestione poco costosa e caratterizzata da scarsa trasparenza, mentre l'intermediario che svolge funzioni di *broker* potrebbe privilegiare un mercato altamente trasparente.

<sup>366</sup> La presenza di queste disposizioni ha indotto parte della dottrina a ricondurre le società di gestione del mercato "nell'alveo delle tipologie denominate di diritto speciale (o, più precisamente, società legali); formula che nell'evocare un rapporto di genere a specie, è indicativa di un *proprium* normativo che implica una qualche difformità rispetto al modello di riferimento (e, dunque, alla disciplina generale)

#### 4.2 La forma societaria

L'art. 61, comma 1, del TUF, come già in precedenza l'art. 46 del d. lgs. n. 415/1996, dispone espressamente che la società di gestione del mercato debba essere costituita come società per azioni, derogando in tal modo al principio della libera scelta dell'imprenditore in ordine sia alle modalità di esercizio dell'iniziativa imprenditoriale (costituzione di un'impresa personale *versus* costituzione di una società), sia al tipo societario da adottare per lo svolgimento dell'attività economica nell'eventualità in cui si ritenga preferibile l'esercizio in forma collettiva dell'attività stessa.

La disposizione ora ricordata, peraltro pienamente conforme a quanto previsto dall'art. 2249, ultimo comma, c.c., il quale ammette esplicitamente che le leggi speciali possano imporre l'utilizzazione di un determinato tipo di società "per l'esercizio di particolari categorie di imprese"<sup>367</sup>, prevede altresì che la società di gestione possa anche non perseguire uno scopo di lucro, in tal modo lasciando al gestore del mercato la scelta tra "un modello che vede nel mercato un «club» degli intermediari e un modello che invece assimila in tutto e per tutto il mercato ad un'impresa"<sup>368</sup>.

La possibilità di adottare due modelli alternativi è il risultato del dibattito che ha accompagnato i lavori di recepimento nel nostro ordinamento della direttiva n. 93/22/CEE, nel corso del quale "il settore bancario aveva manifestato la sua preferenza per l'adozione del modello della società consortile, mentre gli altri intermediari meno patrimonializzati (agenti e sim di origine bancaria) avevano palesato il loro gradimento per la società cooperativa,

---

della società per azioni. Più precisamente, la categoria individuabile dalla nozione di specialità si contraddistingue per l'affermazione, nella materia societaria, di un «particolarismo di disciplina» che consente di selezionare la regolamentazione applicabile. Ciò dà luogo alla possibilità di valorizzare «la varietà tipologica della realtà societaria riconducibile alla fattispecie società per azioni», ove con questa si coniughino fenomenologie associative diversificate e, dunque, di articolare la tipizzazione legale del fenomeno societario facendo sì che al «tipo negoziale generale (descritto nell'art. 2247 c.c.) corrispondano [...] più sottotipi» (così F. CAPRIGLIONE, voce «Borsa (mercati di)», cit., pp. 187-188).

<sup>367</sup> Si è osservato che il fondamento delle norme che impongono un determinato tipo di società di capitali per lo svolgimento di specifiche attività andrebbe ricercato nell'esigenza di assicurare una "più solida tutela del credito che deriva dall'utilizzazione di una società di capitali, specialmente in considerazione delle rigorose regole in ordine alla formazione, consistenza e salvaguardia del patrimonio sociale" (G. MARASÀ, *Le società*, Milano, 1991, p. 209).

<sup>368</sup> G. SABATINI, *La gestione dei mercati servizi di regolamento*, cit., p. 457.



ritenendo che il principio del voto capitaro meglio garantisca una rappresentanza degli interessi coinvolti.

Comune ad entrambe le parti era però la visione che l'impresa-mercato costituisse un «club» sostanzialmente chiuso a soggetti diversi dagli intermediari (emittenti, investitori istituzionali, società di software, ecc.) e che il ruolo delle imprese mercato fosse quello di ripartire tra gli stessi intermediari, allo stesso tempo soci e clienti, i costi congiunti dei servizi di negoziazione.

La linea sostenuta traeva ragione dalla considerazione che qualora l'impresa-mercato si fosse posta obiettivi di profitto, inevitabilmente si sarebbe venuta a trovare in conflitto di interessi con i suoi stessi soci clienti, che ne avrebbero utilizzato i servizi solo quando avessero incontrato maggiori costi nello svolgerli in proprio.

Tale impostazione presentava peraltro il rischio di sostituire al previgente monopolio pubblico un monopolio privato di tipo corporativo e risultava incoerente con la riconosciuta possibilità che anche altri soggetti, diversi dagli intermediari, potessero divenire soci, anche di maggioranza, dell'impresa-mercato.

Nell'ottica di evitare ogni preclusione al libero esplicarsi delle forze della concorrenza il legislatore ha quindi lasciato ai promotori la scelta se configurare la società di gestione come un mero centro di ripartizione di costi congiunti, escludendo la finalità di lucro, ovvero assimilarla *in toto* a un'impresa generatrice di profitti, come è necessario nel caso in cui la società di gestione ritenga di aprirsi non solo agli intermediari, ma anche agli altri attori dell'industria dei servizi finanziari<sup>369</sup>.

#### 4.3 Il capitale sociale minimo

Il capitale sociale della società di gestione non può essere inferiore al minimo determinato dalla Consob [art. 61, comma 2, lett. a), TUF]<sup>370</sup> ed il rispetto di tale soglia è requisito necessario ai fini della concessione dell'autorizzazione all'esercizio del mercato ai sensi dell'art. 63 del TUF e dell'iscrizione della società di gestione nell'albo tenuto dalla Consob ex art. 73 del TUF.

---

<sup>369</sup> M. DRAGHI, *Sub art. 46*, cit., p. 392.

<sup>370</sup> Attualmente, in base all'art. 4 del Regolamento Mercati, l'importo minimo è fissato in € 5 milioni.

A tale requisito non è stata riconosciuta una funzione univoca, essendo da alcuni ritenuto strumentale allo scopo di assicurare la serietà dell'iniziativa imprenditoriale<sup>371</sup>, mentre altri ne hanno sottolineato la finalità di garanzia<sup>372</sup> o di stabilità<sup>373</sup>.

La tesi di chi ha individuato nella previsione che impone un importo minimo di capitale sociale per la società di gestione del mercato una regola volta ad assegnare ad esso una funzione di garanzia o di stabilità si basava sostanzialmente sull'esistenza di minimi di capitale differenziati a seconda del tipo di attività che la società di gestione poneva in essere (art. 3, comma 2, del regolamento approvato con delibera Consob del 1° luglio 1998, n. 11521<sup>374</sup>), nonché sul fatto che l'art. 2, comma 1, lett. c), del medesimo regolamento faceva riferimento al "capitale versato ed esistente"<sup>375</sup>.

Con l'originario art. 4 del Regolamento Mercati, il quale ha sostituito il citato regolamento n. 11521/1998<sup>376</sup>, non si è confermata la soluzione che prevedeva importi minimi di capitale sociale differenziati in base all'attività svolta dalla società di gestione. Inoltre, a seguito delle modifiche apportate al suddetto art. 4 dalla delibera Consob del 20 aprile 2000, n. 12497, è stato anche abbandonato ogni riferimento al capitale versato ed esistente, per cui, in conseguenza della diversa impostazione che caratterizza l'attuale normativa in tema di importo minimo di capitale nella società di gestione ed in considerazione altresì del fatto che attualmente essa non assume rilevanti rischi in proprio, pare effettivamente preferibile la

---

<sup>371</sup> M. DRAGHI, *Sub art. 46*, cit., p. 395.

<sup>372</sup> A. PATRONI GRIFFI, *Sub art. 61*, in AA.VV., *Commentario al testo unico*, cit., p. 587.

<sup>373</sup> F. CAPRIGLIONE, voce «Borsa (mercati di)», cit., p. 188.

<sup>374</sup> Con questa norma si fissava in lire 10 miliardi l'ammontare del capitale minimo della società di gestione, ma tale ammontare doveva essere aumentato a lire 25 miliardi se essa svolgeva anche l'attività di istituzione e gestione di sistemi di compensazione e garanzia aventi ad oggetto strumenti finanziari derivati ammessi alle negoziazioni nei mercati dalla stessa gestiti.

<sup>375</sup> Il riferimento al "capitale versato ed esistente", già contenuto nel regolamento approvato con delibera Consob del 1° ottobre 1996, n. 10247 ed emanato in attuazione del disposto dell'art. 46, comma 2, del d. lgs. n. 415/1996, è stato considerato un eccesso di delega da parte della Consob da chi ha rilevato come l'art. 61 del TUF attribuisca all'Autorità di vigilanza il solo potere di stabilire "il capitale minimo" della società di gestione (A. PATRONI GRIFFI, *Sub art. 61*, cit., p. 587).

<sup>376</sup> L'art. 59 del Regolamento Mercati stabilisce infatti che "il presente regolamento entra in vigore il giorno successivo a quello di pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale. Dalla medesima data sono abrogati i regolamenti adottati con delibere Consob n. 5552 del 14 novembre 1991, n. 10358 del 10 dicembre 1996 e successive modificazioni, n. 11521 del 1° luglio 1998, n. 11600 del 15 settembre 1998, n. 11714 del 24 novembre 1998 e n. 11723 del 1 dicembre 1998".

conclusione che ravvisa nella regola che fissa un minimo di capitale una norma avente lo scopo di garantire che l'iniziativa sia connotata da una certa serietà.

L'importo minimo del capitale sociale non rappresentata in ogni caso una condizione stabilita dalla legge per la costituzione della società di gestione del mercato, ma "va rispettato per ottenere l'autorizzazione all'esercizio del mercato ai sensi dell'art. 63 e l'iscrizione della società di gestione nell'albo tenuto dalla Consob ex art. 73"<sup>377</sup>.

La circostanza che il limite minimo del capitale rilevi non ai fini della costituzione della società, bensì per l'ottenimento dell'autorizzazione, ha comunque importanti implicazioni nel caso di perdite il cui ammontare sia tale da ridurre il capitale sociale al di sotto del minimo fissato dalla Consob.

In questa ipotesi, infatti, si ritiene che la società sia tenuta a procedere ad un immediato aumento del capitale per evitare che l'autorizzazione all'esercizio del mercato possa essere revocata dall'Autorità competente<sup>378</sup>.

#### 4.4 I requisiti di onorabilità e professionalità degli esponenti aziendali

Passando a considerare i requisiti di onorabilità e professionalità degli esponenti aziendali delle società di gestione di mercati regolamentati<sup>379</sup>, va osservato che l'art. 61, comma 3, del

---

<sup>377</sup> M. RUBINO DE RUTIS, *Sub art. 61*, cit., p. 515, il quale osserva anche che prima "dell'entrata in vigore della l. 24-12-2000, n. 340, potevano sorgere dubbi in ordine all'estensione del controllo del tribunale in sede di omologazione ex art. 2330 c.c. anche alle condizioni previste per l'autorizzazione [all'esercizio dei mercati], con particolare riguardo al capitale sociale minimo. Oggi, la verifica dell'adempimento delle condizioni stabilite dalla legge è rimessa al notaio (art. 138-bis, co. 2, l. 16-2-1913, n. 89, inserito dalla stessa l. 340/2000) ed è prevista la verifica della regolarità formale della documentazione da parte dell'ufficio delle imprese. Appare preferibile ritenere che quest'ultimo non possa controllare se il capitale sociale sia stato versato nell'ammontare minimo determinato dalla Consob, trattandosi di limite stabilito in via amministrativa solo per l'esercizio dell'attività di organizzazione e gestione dei mercati regolamentati". Così anche C. MOTTI, *I mercati regolamentati di strumenti finanziari*, cit., p. 357, la quale osserva come il problema del minimo di capitale in sede di omologa potrebbe essere "risolto in radice, ove si ammetta che lo statuto possa prevedere genericamente la gestione di mercati, anziché contemplare espressamente la gestione di mercati regolamentati"; N. SALANITRO, *Società per azioni e mercati finanziari*, cit., p. 271.

<sup>378</sup> F. CAPRIGLIONE, voce «Borsa (mercati di)», cit., p. 188, nota 31; M. RUBINO DE RUTIS, *Sub art. 61*, cit., p. 515. Sul punto si vedano anche le considerazioni svolte *infra* cap. 6.4.

<sup>379</sup> Come è stato osservato, la sempre più diffusa tendenza a prevedere regole specifiche in tema di requisiti degli organi di amministrazione e controllo degli intermediari finanziari "prende avvio dalle direttive comunitarie e, in particolare, dalla prima direttiva di coordinamento sugli enti creditizi n. 77/780, la quale ha richiesto che al vertice della banche almeno due persone in grado di determinare l'orientamento dell'impresa debbano essere in possesso di adeguata esperienza e onorabilità (...).

TUF riconosce al Ministro del tesoro, del bilancio e della programmazione economica il compito di determinare con regolamento, sentita la Consob, i requisiti di onorabilità e professionalità dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo.

In attuazione di tale disposizione è stato emanato il regolamento, adottato con decreto ministeriale dell'11 novembre 1998, n. 471<sup>380</sup>, il cui art. 1 prevede espressamente che:

- a) i consiglieri di amministrazione ed i sindaci devono essere scelti secondo criteri di professionalità e competenza fra persone che hanno maturato un'esperienza complessiva di almeno un triennio attraverso l'esercizio di:
  - attività di amministrazione o di controllo ovvero compiti direttivi presso imprese;
  - attività professionali in materia attinente al settore creditizio, finanziario, mobiliare, assicurativo o comunque funzionali all'attività della società di gestione o della società di gestione accentrata;
  - attività d'insegnamento universitario in materie giuridiche o economiche; funzioni amministrative o dirigenziali presso enti pubblici o pubbliche amministrazioni aventi attinenza con il settore creditizio, finanziario, mobiliare o assicurativo ovvero presso enti pubblici o pubbliche amministrazioni che non hanno attinenza con i predetti settori, purché le funzioni comportino la gestione di risorse economico-finanziarie;
- b) il presidente del consiglio di amministrazione deve essere scelto secondo criteri di professionalità e competenza fra persone che hanno maturato un'esperienza complessiva di almeno un quinquennio attraverso l'esercizio dell'attività o delle funzioni indicate nel precedente punto a);
- c) l'amministratore delegato e il direttore generale devono essere in possesso di una specifica competenza in materia creditizia, finanziaria, mobiliare o assicurativa maturata attraverso esperienze di lavoro in posizione di adeguata responsabilità per un periodo non inferiore a

---

Successivamente, la direttiva in materia di organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari e la direttiva sui servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari hanno riprodotto tale modello, riferendone l'applicazione ad ogni dirigente, inteso come «persona» che, in base alla legge o ai documenti costitutivi, rappresenta la società» ovvero ne «determina effettivamente l'orientamento dell'attività» (così E. DE LILLO, *Sub art. 13*, in AA.VV., *Commentario al testo unico*, cit., pp. 150-151, al quale si rinvia per una prima ricognizione dei vari provvedimenti normativi, volti a disciplinare la materia dei requisiti degli esponenti aziendali degli intermediari finanziari, che si sono susseguiti nel tempo prima dell'emanazione del TUF).

<sup>380</sup> Il provvedimento e l'annesso regolamento sono stati pubblicati nella G.U. dell'11 gennaio 1999, n. 7.

un quinquennio. Analoghi requisiti sono richiesti per le cariche che comportano l'esercizio di funzioni equivalenti a quella di direttore generale<sup>381</sup>.

L'art. 2 del decreto *de quo* prevede, altresì, che non possano ricoprire le cariche di amministratore, direttore generale e sindaco<sup>382</sup> coloro che, almeno per i due esercizi precedenti l'adozione dei relativi provvedimenti:

---

<sup>381</sup> La formulazione dell'art. 1 del decreto del Ministro del tesoro n. 471/1998 riproduce sostanzialmente quanto previsto dall'art. 1 del regolamento recante norme per l'individuazione dei requisiti di professionalità e di onorabilità dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso SIM, società di gestione del risparmio e SICAV, emanato in pari data dal Ministro del tesoro, del bilancio e della programmazione economica con il decreto n. 468/1998, pubblicato anch'esso nella G.U. dell'11 gennaio 1999, n. 7.

Va peraltro incidentalmente notato che sia il decreto n. 471/1998, sia il decreto del Ministro del tesoro n. 468/1998, così come già in precedenza il decreto del 18 marzo 1998, n. 140, emanato per le SIM in attuazione dell'art. 7 del d. lgs. n. 415/1996 e pubblicato nella G.U. del 12 maggio 1998, n. 108, superano l'impostazione in precedenza accolta nell'art. 1 della l. n. 77/1983, che permetteva di limitare alla maggioranza degli amministratori il possesso dei requisiti di onorabilità e professionalità.

<sup>382</sup> Nonostante la formulazione ampia dell'art. 61, comma 3, del TUF, che consente di imporre requisiti specifici, seppur graduati, anche ai soggetti che non rivestono posizioni di assoluto vertice nell'organigramma aziendale, il regolamento ministeriale, conformemente a quello che pare essere l'orientamento di fondo che caratterizza la normativa comunitaria, ha circoscritto il "regime speciale dell'onorabilità e professionalità agli esponenti al solo livello apicale delle responsabilità di direzione e controllo interno" [così E. DE LILLO, *Sub art. 13*, cit., p. 153, secondo il quale "(i)n un meccanismo di efficiente allocazione delle responsabilità (...) l'effettiva determinazione dell'orientamento dell'attività d'impresa o la rappresentanza della società, intesa nella sua interezza (e non per segmenti definiti), appaiono riconducibili, in ultima analisi, alle cariche elettive che il citato regolamento ministeriale prende in considerazione"].

In realtà ciò che rileva è il potere effettivamente esercitato e, pertanto, si ritiene che l'eventuale esercizio di funzioni di amministrazione e direzione da parte di soggetti non formalmente investiti delle stesse e non in possesso dei requisiti previsti dal regolamento possa, da un lato, legittimare l'adozione dei provvedimenti straordinari previsti dall'art. 75, comma 1 e 2, del TUF e, dall'altro, assumere rilevanza anche sotto il profilo sanzionatorio, in base al disposto dell'art. 190, comma 2, lett. a) e comma 3, del TUF (in particolare la sanzione potrebbe essere irrogata ai soggetti che svolgono formalmente funzioni di amministrazione e controllo per l'omessa vigilanza sulla corretta applicazione dell'art. 61, comma 3, del TUF; più difficile appare l'applicazione della sanzione nei confronti dell'amministratore/dirigente di fatto, anche se va notato che, a differenza di quanto previsto dall'art. 190, comma 1, del TUF, il secondo comma del medesimo articolo fa riferimento alle violazioni delle disposizioni del capo I del titolo I della parte III e di quelle emanate in base ad esso e non, come fa invece il 190, comma 1, in base alle disposizioni emanate dalla Banca d'Italia o dalla Consob).

La conclusione cui si è giunti in ordine all'irrelevanza della qualifica formale dell'esponente aziendale pare suffragata dalla lettera dell'art. 61, comma 3, del TUF, la quale non contiene alcun riferimento al dato formale della carica ricoperta, con ciò mostrando di ritenere rilevante l'aspetto sostanziale della funzione esercitata, nonché, a livello sistematico, dal disposto dell'art. 2639, comma 1, c.c. Tale norma, prevedendo che per i reati individuati nel titolo XI del libro V del codice civile "al soggetto formalmente investito della qualifica o titolare della funzione prevista dalla legge civile è equiparato sia chi è tenuto a svolgere la stessa funzione, diversamente qualificata, sia chi esercita in modo continuativo e significativo i poteri tipici inerenti alla qualifica o alla funzione", mostra chiaramente che anche per quanto riguarda gli aspetti sanzionatori concernenti gli organi di amministrazione e direzione il dato dell'investitura formale non può essere di ostacolo all'applicazione delle sanzioni per comportamenti non conformi al dato normativo.

- a) hanno svolto funzioni di amministrazione, direzione o controllo in imprese sottoposte a fallimento, a liquidazione coatta amministrativa o a procedure equiparate<sup>383</sup>;
- b) hanno svolto funzioni di amministrazione, direzione o controllo in imprese operanti nel settore creditizio, finanziario, mobiliare o assicurativo sottoposte alla procedura di amministrazione straordinaria;
- c) nell'esercizio della professione di agente di cambio non hanno fatto fronte agli impegni previsti dalla legge o si trovano in stato di esclusione dalle negoziazioni in un mercato regolamentato<sup>384</sup>.

Tali divieti, che hanno la durata di tre anni, ridotta ad un anno nelle ipotesi in cui il provvedimento sia stato adottato su istanza dell'imprenditore o degli organi amministrativi dell'impresa<sup>385</sup>, pare essere venuti meno a seguito della decisione del TAR del Lazio, sez. I, del 7 aprile 2000, n. 2907, che ne ha dichiarata l'illegittimità<sup>386</sup>.

Per quanto concerne i requisiti di onorabilità degli esponenti aziendali, l'art. 3 del decreto ministeriale in esame stabilisce che le cariche, comunque denominate, di amministratore, sindaco e direttore generale<sup>387</sup> nelle società di gestione non possono essere assunte da:

<sup>383</sup> Le frazioni dell'ultimo esercizio superiori a sei mesi sono considerate equivalenti ad un esercizio intero.

<sup>384</sup> Con riferimento all'art. 2, comma 1, lett. c), del decreto del Ministro del tesoro n. 468/1997, la cui formulazione è peraltro identica a quella dell'art. 2, comma 1, lett. c), del decreto in esame, si è rilevato che sarebbe necessario un coordinamento tra la norma ivi prevista e "la disciplina introdotta dall'art. 201 del t.u. della finanza, in relazione alla quale l'inadempimento dell'agente andrebbe probabilmente correlato quantomeno all'adozione di un provvedimento di sospensione da parte della Consob" (E. DE LILLO, *Sub art. 13*, cit., p. 156).

<sup>385</sup> Il momento da cui inizia a decorrere il periodo durante il quale opera il divieto è quello dell'adozione dei provvedimenti menzionati nel testo.

<sup>386</sup> La sentenza è riportata in *Dir. banc. merc. fin.*, 2000, pp. 491-500. Le Istruzioni di vigilanza relative alla disciplina dei mercati e della gestione accentrata di strumenti finanziari emanate da Banca d'Italia e Consob con provvedimento del 24 gennaio 2002 prevedono tuttavia che "(n)on possono essere nominati esponenti aziendali i soggetti che versano nelle situazioni impeditive di cui all'art. 2 del DM 471/98" (così, testualmente, sia il paragrafo 16 del capitolo II del titolo II della parte I, per le società di gestione dei mercati regolamentati all'ingrosso di titoli di Stato, sia il paragrafo 16 del capitolo II del titolo II della parte II, per le società di gestione dei mercati regolamentati di strumenti finanziari diversi da quelli all'ingrosso di titoli di Stato).

<sup>387</sup> Non si è seguito neppure per le società di gestione del mercato quanto previsto dall'art. 1, comma 4, lett. b), della l. n. 77/1983. Tale norma prevedeva, infatti, specifici requisiti di onorabilità e professionalità non solo per il direttore generale, ma anche per i dirigenti che avevano la rappresentanza legale della società di gestione di fondi comuni di investimento, dirigenti tra i quali, parte della dottrina, faceva rientrare anche coloro che, pur qualificabili come institori, si trovavano in una posizione di

- a) chi si trova in una delle condizioni di ineleggibilità o decadenza previste dall'articolo 2382 del codice civile;
- b) chi è stato sottoposto a misure di prevenzione disposte dall'Autorità giudiziaria ai sensi della l. 27 dicembre 1956, n. 1423 o della l. 31 maggio 1965, n. 575, e successive modificazioni ed integrazioni, salvi gli effetti della riabilitazione;
- c) chi è stato condannato con sentenza irrevocabile, salvi gli effetti della riabilitazione:
  - 1) a pena detentiva per uno dei reati previsti dalle norme che disciplinano l'attività bancaria, finanziaria, mobiliare, assicurativa e dalle norme in materia di mercati e valori mobiliari, di strumenti di pagamento;
  - 2) alla reclusione per uno dei delitti previsti nel titolo XI del libro V del codice civile e nel r.d. del 16 marzo 1942, n. 267;
  - 3) alla reclusione per un tempo non inferiore a un anno per un delitto contro la pubblica amministrazione, contro la fede pubblica, contro il patrimonio, contro l'ordine pubblico, contro l'economia pubblica ovvero per un delitto in materia tributaria;
  - 4) alla reclusione per un tempo non inferiore a due anni per un qualunque delitto non colposo;
- d) coloro ai quali sia stata applicata, su richiesta delle parti, una delle pene indicate alla lettera c), salvo il caso di estinzione del reato. Le pene di cui alla lettera c), n. 1 e n. 2, non rilevano se inferiori ad un anno.

Il difetto dei requisiti di onorabilità e di professionalità sopra considerati determina, in base al combinato disposto degli artt. 61, comma 3, e 13, comma 2, del TUF, la decadenza dalla carica<sup>388</sup>, la quale deve essere dichiarata dal consiglio di amministrazione entro 30 giorni dalla nomina o dalla conoscenza del difetto sopravvenuto.

---

subordinazione rispetto al direttore generale (così V. MEZZACAPO, *Commento all'art. 1 della legge n. 77/1983*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1984, p. 387). Una scelta simile era stata operata per le SIM dall'art. 3, comma 2, lett. b), della l. n. 1/1991, il quale richiedeva il possesso di requisiti di onorabilità e professionalità per gli amministratori, per i direttori generali, nonché per i "dirigenti muniti di rappresentanza".

<sup>388</sup> A proposito dei requisiti degli esponenti aziendali di SIM, SGR e SICAV, si è osservato che, mentre la mancanza dei requisiti di un esponente aziendale di un intermediario autorizzato comporta unicamente la decadenza dalla carica, nel caso in cui l'intermediario non sia ancora autorizzato il difetto dei requisiti impedirebbe il rilascio dell'autorizzazione (L. LACAITA, *Sub artt. 13-14*, in AA.VV., *Il Testo Unico della intermediazione finanziaria*, cit., p. 149).

Per le società di gestione, come si è anticipato e come si avrà modo di approfondire in seguito, non è prevista una generica autorizzazione alla prestazione del servizio, ma è invece contemplata l'autorizzazione all'esercizio di ogni singolo mercato regolamentato. Dato che tale autorizzazione viene concessa solo se sussistono determinate condizioni, tra le quali figura il possesso da parte degli esponenti

In caso di inerzia da parte del consiglio di amministrazione, la decadenza è pronunciata dalla Consob per quanto concerne gli esponenti aziendali delle società di gestione dei mercati diversi da quelli all'ingrosso dei titoli di Stato, mentre è pronunciata dalla Banca d'Italia per le società di gestione dei mercati all'ingrosso dei titoli di Stato<sup>389</sup> <sup>390</sup>. La stessa procedura (dichiarazione del consiglio di amministrazione o, in caso di inerzia di quest'ultimo, dichiarazione da parte della Consob/Banca d'Italia, a seconda del tipo di mercato) si applica altresì nel caso in cui si verificano delle cause che determinano la sospensione della carica (art. 61, comma 4, ultima parte, del TUF).

Queste cause sono individuate dall'art. 4 del decreto, il quale prevede la sospensione dalle funzioni di amministratore, sindaco e direttore generale in presenza di:

- a) condanna con sentenza non definitiva per uno dei reati di cui all'art. 3, comma 1, lettera c), del decreto stesso;
- b) applicazione su richiesta delle parti di una delle pene di cui all'art. 3, comma 2, del decreto stesso, con sentenza non definitiva;
- c) applicazione provvisoria di una delle misure previste dall'articolo 10, comma 3, della l. 31 maggio 1965, n. 575, come sostituito dall'articolo 3 della l. 19 marzo 1990, n. 55, e successive modificazioni e integrazioni;
- d) applicazione di una misura cautelare di tipo personale.

In base a quanto previsto dal successivo art. 4, comma 2, la sospensione può essere convertita in revoca. La norma dispone infatti che il consiglio di amministrazione sia tenuto ad iscrivere l'eventuale revoca dei soggetti, dei quali ha dichiarato la sospensione, fra le materie da trattare nella prima assemblea successiva al verificarsi di una delle cause di sospensione sopra

---

aziendali dei requisiti in esame, ne consegue che, anche per le società di gestione che non hanno ancora iniziato l'attività, il difetto dei requisiti previsti per gli esponenti aziendali preclude di fatto la possibilità di svolgere l'attività stessa.

<sup>389</sup> Posto che l'art. 61, comma 3, del TUF dispone espressamente che, in caso di inerzia dell'organo amministrativo, la decadenza debba essere pronunciata dalla Consob, la previsione dell'art. 2, comma 3, del decreto del Ministro del tesoro n. 219/1999, secondo cui per il mercato all'ingrosso dei titoli di Stato la dichiarazione di decadenza, se non vi provvede il consiglio di amministrazione, è dichiarata dalla Banca d'Italia, può essere spiegata solo tenendo presente quanto disposto dall'art. 66, comma 1, del TUF, il quale legittima il Ministro del tesoro a disciplinare i mercati all'ingrosso di titoli di Stato anche in deroga alle disposizioni del capo I del titolo I della parte III del TUF.

<sup>390</sup> Si è rilevato che la delibera dell'organo amministrativo con cui si dichiara la decadenza può essere oggetto di impugnazione davanti all'Autorità giudiziaria, "mentre la pronuncia da parte degli organi di vigilanza è soggetta ai mezzi di gravame amministrativi" (L. PISANI, *Sub art. 13*, in AA.VV., *Testo Unico della Finanza*, cit. p. 111).



ricordate<sup>391</sup>. Dal tenore letterale della norma sembra potersi quindi desumere che la sospensione non comporti automaticamente la revoca della carica.

Non è invece chiaro il disposto dell'ultima parte dell'art. 4, comma 2, laddove si prevede che "la sospensione del direttore generale nominato dagli amministratori non può durare oltre quarantacinque giorni, trascorsi i quali il consiglio di amministrazione deve deliberare se procedere alla revoca; salvo i casi previsti dalle lettere c) e d) del comma 1. L'esponente non revocato è reintegrato nel pieno delle funzioni. Nelle ipotesi previste dalle lettere c) e d) del comma 1, la sospensione si applica in ogni caso per l'intera durata delle misure ivi previste".

---

<sup>391</sup> Durante il periodo di sospensione si è ritenuto che "al fine di assicurare la funzionalità degli organi aziendali, gli amministratori possono provvedere per cooptazione alla sostituzione transitoria del consigliere sospeso fino alla successiva assemblea e che, con riferimento ai sindaci possano transitoriamente subentrare i supplenti", mentre "ove la sospensione investa la maggioranza del consiglio di amministrazione, sembra necessaria l'immediata convocazione dell'assemblea" (E. DE LILLO, *Sub art. 13*, cit., p. 161).

La questione relativa alle conseguenze, in termini di composizione dell'organo amministrativo di un intermediario nel caso di sospensione di uno dei componenti, era particolarmente dibattuta vigente l'art. 1, comma 7, della l. n. 77/1983, introdotto dall'art. 1, comma 2, del d. lgs. 25 gennaio 1992, n. 83, il quale stabiliva, tra l'altro, che limitatamente al periodo di sospensione i sindaci effettivi dovevano essere sostituiti dai supplenti e gli amministratori dovevano essere sostituiti ai sensi dell'art. 2386 c.c. Secondo parte della dottrina tale norma poteva infatti trovare applicazione analogica "in presenza di situazioni similari" (così, tra gli altri, G. B. PORTALE, *Sospensione delle sanzioni di amministrazione di società bancaria e disciplina societaria*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1994, I, p. 378; R. WEIGMANN, *Commento all'art. 9 della l. 5 luglio 1991, n. 197*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1993, p. 1081).

Altro orientamento riteneva invece che non potesse essere configurato un obbligo di sostituzione degli amministratori sospesi, in quanto "il consigliere sospeso deve ritenersi in carica, ed assente in qualche modo «giustificato»", salva comunque la possibilità di attivare la procedura di revoca quando la sospensione "di per sé comprometta la funzionalità dell'organo amministrativo" (P. FERRO-LUZZI, *Sulla sospensione di amministratori e sindaci*, in *Riv. soc.*, 1993, pp. 1228-1229), mentre secondo un'ulteriore opinione l'art. 1, comma 7, della l. n. 77/1983 avrebbe avuto carattere eccezionale e pertanto sarebbe stato insuscettibile di applicazione analogica (così A. GIANNELLI, *Autonomia statutaria e sospensione degli amministratori di società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1997, p. 1196). L'avvenuta abrogazione della disposizione contenuta nell'art. 1, comma 7, della l. n. 77/1983, ad opera dell'art. 214, comma 2, lett. d), del TUF, rende ora impossibile l'applicazione analogica della norma ricordata.

Sempre con riferimento alle ipotesi di sospensione va infine tenuto presente che anche la possibilità di qualificare la sospensione come giusta causa di revoca dell'esponente aziendale è oggetto di interpretazioni divergenti. A fronte della tesi che riconosce nella sospensione una giusta causa di revoca "prevale tuttavia la tesi per cui devono comunque sussistere altri elementi a fondamento della revoca, quali la lesione del rapporto fiduciario con l'esponente, dell'immagine della società, dell'interesse alla funzionalità dell'organo amministrativo (...). E nello stesso senso depone oggi la normativa secondaria, che parla di «eventuale revoca» dei soggetti sospesi" [L. PISANI, *Sub art. 13*, cit., il quale osserva altresì che "non è chiaro se ed in che termini l'esponente sospeso - e sostituito - possa una volta venuta meno la causa di sospensione, essere riammesso alla carica in precedenza ricoperta. A chi esclude la possibilità di riammissione (...) si contrappone chi la ammette nei limiti in cui non sia scaduto il mandato originario, e sempre che il consiglio di amministrazione non sia stato interamente rinnovato (...). Quest'ultima posizione appare senz'altro più vicina alla ratio della norma: escludendo la riammissione, infatti, il provvedimento di sospensione perde nella sostanza la caratteristica della temporaneità e diventa, al pari della decadenza, una causa di cessazione definitiva"].

Nel caso di direttore generale nominato dall'assemblea sembrerebbe quindi che debbano applicarsi le norme previste per gli amministratori.

Né il TUF, né il decreto del Ministro del tesoro n. 471/1998 stabiliscono la procedura per la verifica della sussistenza in capo agli esponenti aziendali dei requisiti di onorabilità e professionalità. La lacuna è colmata dalle Istruzioni di vigilanza<sup>392</sup>, le quali, al paragrafo 19 del capitolo II del titolo II della parte I, per le società di gestione dei mercati regolamentati all'ingrosso di titoli di Stato, ed al paragrafo 19 del capitolo II del titolo II della parte II, per le società di gestione dei mercati regolamentati di strumenti finanziari diversi da quelli all'ingrosso di titoli di Stato, prevedono che:

- a) entro 30 giorni dall'accettazione della nomina o, comunque, entro la riunione del consiglio di amministrazione successiva a quella della nomina<sup>393</sup>, il consiglio di amministrazione della società di gestione debba procedere alla verifica del possesso dei requisiti di onorabilità<sup>394</sup> e professionalità dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo<sup>395</sup>;

---

<sup>392</sup> Come riportato nella Relazione Consob per l'anno 2001, p. 116, le Istruzioni di vigilanza si compongono "di 5 parti, ognuna relativa a una specifica area di vigilanza (mercati all'ingrosso di titoli di Stato e società di gestione, mercati regolamentati diversi da quelli all'ingrosso di titoli di Stato e società di gestione, sistemi di gestione accentrata di strumenti finanziari, servizio di compensazione su base lorda e servizio di compensazione e liquidazione delle operazioni aventi a oggetto strumenti finanziari non derivati, sistemi di compensazione e garanzia delle operazioni su strumenti finanziari derivati). Ciascuna parte contiene 3 distinti titoli (concernenti l'esercizio dell'attività, i partecipanti al capitale e gli esponenti aziendali e le modalità di esercizio della vigilanza). In particolare, le principali richieste informative che, a seguito della normativa vigente, vengono formulate, fanno riferimento all'informativa sull'operatività dei mercati e dei sistemi gestiti, alle attività connesse e strumentali e alle partecipazioni assunte dalle società di gestione, ai progetti di modifica dello statuto e del regolamento, alla compagine azionaria e agli organi sociali, alle informazioni contabili e di bilancio, ai documenti di pianificazione aziendale e agli accordi di cooperazione e, infine, alla struttura organizzativa e tecnologico/informatica. Considerata l'importanza che l'informazione riveste nel concreto esplicarsi dell'attività di vigilanza, le Istruzioni individuano modalità, termini e procedure per l'instaurazione di un adeguato flusso informativo suscettibile di revisioni e integrazioni che si dovessero rendere necessarie in risposta al possibile mutamento del quadro normativo di riferimento c/o in relazione all'evoluzione del contesto operativo."

<sup>393</sup> La disposizione pare possa essere interpretata unicamente nel senso che il termine ultimo per la verifica è il 30° giorno successivo a quello in cui è avvenuta l'accettazione della nomina. Se nel periodo di tempo che va dall'accettazione della nomina al 30° giorno successivo è in programma una riunione del consiglio di amministrazione, nel corso della stessa deve procedersi anche alla verifica dei requisiti.

<sup>394</sup> Per quanto concerne le fattispecie disciplinate, in tutto o in parte, da ordinamenti stranieri che possono rilevare ai fini della verifica dei requisiti di onorabilità, l'art. 3, comma 3, del decreto del Ministro del tesoro n. 471/1998 dispone che tale verifica "è effettuata sulla base di una valutazione di equivalenza sostanziale a cura della autorità competente a rilasciare l'autorizzazione alla società".

Le Istruzioni di vigilanza fanno specifico riferimento alla norma suddetta nel paragrafo 20 del capitolo II del titolo II della parte I, per le società di gestione dei mercati regolamentati all'ingrosso di titoli di

- b) la verifica debba avvenire sulla base della documentazione presentata dagli interessati al consiglio<sup>396</sup>, la quale deve comprovare:
- il possesso dei requisiti;
  - l'assenza di situazioni impeditive;
  - l'inesistenza di cause di sospensione dalla carica;
- c) l'esame delle posizioni degli esponenti aziendali debba essere condotto "partitamente per ciascuno degli interessati e con la rispettiva astensione"<sup>397</sup>;

---

Stato e nel paragrafo 20 del capitolo II del titolo II della parte II, per le società di gestione dei mercati regolamentati di strumenti finanziari diversi da quelli all'ingrosso di titoli di Stato. In entrambi i casi il relativo paragrafo è rubricato "Soggetti esteri", ma tale rubrica non sembra significare che la disposizione contenuta nel citato art. 3 non possa trovare applicazione anche al caso di esponenti aziendali italiani che, per qualsiasi motivo, abbiano posto in essere all'estero comportamenti rilevanti ai fini della verifica della sussistenza dei requisiti di onorabilità.

<sup>395</sup> Ai sensi del combinato disposto dei paragrafi 15 e 8 del capitolo II del titolo II della parte I delle Istruzioni di vigilanza, per le società di gestione dei mercati regolamentati all'ingrosso di titoli di Stato, ed ai sensi del combinato disposto dei paragrafi 15 e 8 del capitolo II del titolo II della parte II delle Istruzioni di vigilanza per le società di gestione dei mercati regolamentati di strumenti finanziari diversi da quelli all'ingrosso di titoli di Stato, non sono comunque tenuti a comprovare il possesso dei requisiti di onorabilità i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione e direzione in:

- banche e imprese di investimento italiane;
- capogruppo di gruppi bancari italiani;
- banche e imprese di investimento comunitarie;
- banche e imprese di investimento extracomunitarie autorizzate a prestare i propri servizi nel territorio della Repubblica, ovvero non insediate in Italia nei casi in cui gli esponenti aziendali siano soggetti ad analoghi requisiti in base alla regolamentazione del Paese d'origine (tale circostanza va comprovata mediante attestazione dell'Autorità di vigilanza locale);
- società operanti nel settore finanziario alle quali si applicano disposizioni speciali in materia di onorabilità (ad esempio, società di gestione accentrata di strumenti finanziari di cui all'art. 80 del TUF, imprese di assicurazione, ecc.).

La disposizione fa esplicito riferimento ai soli requisiti di onorabilità, per cui sembrerebbe che i requisiti di professionalità debbano essere comprovati in ogni caso. L'omissione del richiamo ai requisiti di professionalità pare tuttavia dovuta ad un difetto di coordinamento: il paragrafo 8 del capitolo I del titolo II della parte II delle Istruzioni di vigilanza, così come il paragrafo 8 del capitolo II del titolo II della parte II delle stesse, si occupa dei requisiti di onorabilità dei soci, per i quali, come vedremo, non sono invece previsti requisiti di professionalità.

Tale conclusione sembra del resto confermata dalla *ratio* dell'esenzione, individuabile nell'esigenza di evitare inutili duplicazioni di adempimenti: il possesso dei requisiti di onorabilità e professionalità è infatti condizione per l'assunzione od il mantenimento della carica che comporta lo svolgimento di funzioni di amministrazione e direzione presso i ricordati intermediari, purché tali requisiti siano analoghi a quelli previsti dalla normativa sulle SGM.

<sup>396</sup> La documentazione deve essere acquisita dal consiglio di amministrazione e, quindi, si ritiene debba essere allegata al verbale della riunione. Le Istruzioni di vigilanza attribuiscono, inoltre, all'organo amministrativo "la valutazione della completezza probatoria della documentazione", per cui pare implicitamente riconosciuto allo stesso il potere di chiedere la produzione di documenti ulteriori nell'eventualità in cui quelli presentati dall'interessato siano ritenuti insufficienti a consentire la verifica.

- d) la delibera con cui l'organo amministrativo dichiara la sussistenza (o l'insussistenza) delle condizioni previste dagli artt. 1, 2 e 3 del decreto del Ministro del tesoro, n. 471/1998, "deve essere di tipo analitico e pertanto deve dare atto dei presupposti presi a base delle valutazioni effettuate"<sup>397</sup>;
- e) copia del verbale della riunione dell'organo amministrativo nel corso della quale si è proceduto alla verifica dei requisiti degli esponenti aziendali deve essere trasmessa entro 30 giorni alla Banca d'Italia dalle società di gestione dei mercati regolamentati all'ingrosso di titoli di Stato, mentre va trasmessa, entro il medesimo termine, alla Consob dalle società di gestione dei mercati regolamentati di strumenti finanziari diversi da quelli all'ingrosso di titoli di Stato;
- f) la Banca d'Italia (la Consob nel caso di società di gestione dei mercati regolamentati di strumenti finanziari diversi da quelli all'ingrosso di titoli di Stato) può richiedere, nei "casi in cui dovesse ritenerlo opportuno, (...) l'esibizione della documentazione comprovante il possesso dei requisiti, l'inesistenza di cause di sospensione dalla carica e l'assenza di situazioni impeditive";

---

<sup>397</sup> La circostanza che la disposizione imponga l'astensione dell'interessato fa sorgere la questione relativa all'individuazione dell'oggetto dell'astensione, se cioè l'interessato non deve prendere parte alla delibera con cui il consiglio di amministrazione si pronuncia sull'esistenza dei requisiti, sull'assenza di situazioni impeditive, nonché sull'inesistenza di cause di sospensione dalla carica, oppure se egli non deve addirittura partecipare alla discussione che precede l'eventuale delibera. Elementari ragioni di correttezza, di completezza delle informazioni rilevanti per la verifica e di snellezza operativa inducono a preferire la prima soluzione, la quale comporta che il consiglio di amministrazione sia tenuto, in base alle Istruzioni di vigilanza, a pronunciarsi con una delibera specifica per ogni esponente aziendale di cui sia necessario verificare il possesso dei requisiti di onorabilità e professionalità.

Le Istruzioni di vigilanza, così come i decreti del Ministro del tesoro n. 471/1998 e n. 468/1998 non prevedono, a differenza di quanto invece stabilito dall'art. 1, comma 4, del decreto del Ministro del tesoro n. 161/1998 per gli esponenti bancari, che l'organo competente per la verifica dei requisiti di onorabilità e professionalità degli esponenti aziendali debba procedere alla valutazione dell'esperienza concretamente maturata in relazione a quelle che sono le esigenze della società. Ciò precluderebbe, di conseguenza, "ulteriori indagini sulla professionalità e sui risultati effettivamente raggiunti" (così, con riferimento alle disposizioni in tema di SIM, SGR e SICAV, E. DE LILLO, *Sub art. 13*, cit., p. 156).

<sup>398</sup> L'obbligo di trasmissione del verbale della riunione, e non, invece, del verbale contenente la delibera con cui l'organo amministrativo dichiara la sussistenza (o l'insussistenza) delle condizioni previste dal decreto ministeriale, induce a ritenere che debba essere fatto pervenire alle competenti Autorità il verbale della riunione dell'organo amministrativo avente all'ordine del giorno la verifica dei requisiti degli esponenti aziendali, indipendentemente dal fatto che nel corso di tale riunione sia stata o meno accertata la presenza in capo agli esponenti aziendali dei requisiti normativamente prescritti.

- g) la Banca d'Italia (la Consob nel caso di società di gestione dei mercati regolamentati di strumenti finanziari diversi da quelli all'ingrosso di titoli di Stato) "pronuncia la decadenza, ove ne ricorrano i presupposti, entro 30 giorni dal ricevimento del verbale"<sup>399</sup>;
- h) a seguito delle dichiarazioni di decadenza "vanno avviate le opportune iniziative per il reintegro dell'organo incompleto"<sup>400</sup>;
- i) gli esponenti aziendali sono tenuti ad informare, "nell'ambito del rapporto fiduciario esistente con la società di appartenenza, (...) il consiglio di amministrazione sui provvedimenti di rinvio a giudizio nei loro confronti per le fattispecie di reato considerate dall'art. 3, comma 1, del DM 471/98". Il consiglio di amministrazione, a propria volta, deve quindi darne riservata informativa alla Banca d'Italia (o alla Consob nel caso di società di gestione dei mercati regolamentati di strumenti finanziari diversi da quelli all'ingrosso di titoli di Stato).

#### 4.5. I requisiti di onorabilità dei partecipanti al capitale sociale

Analogamente a quanto è accaduto per i requisiti degli esponenti aziendali della società di gestione dei mercati regolamentati, per i quali il TUF ha dettato una disciplina che in alcuni punti differisce sostanzialmente da quella prevista dal d. lgs. n. 415/1996<sup>401</sup>, anche in tema di

<sup>399</sup> Nel caso in cui la Banca d'Italia o la Consob provvedano a richiedere ulteriori informazioni o valutazioni al consiglio di amministrazione, il termine è interrotto.

<sup>400</sup> La norma non è peraltro superflua, non tanto perché evidenzia che, nell'interpretazione delle Autorità di vigilanza, l'organo amministrativo è già legittimamente costituito al momento in cui si procede alla verifica dei requisiti; in quanto l'utilizzo nell'art. 13, comma 2, del TUF, del termine "decadenza" appare infatti un indice inequivoco della volontà del legislatore di non ritenere il "controllo" della sussistenza dei requisiti elemento perfezionativo della formazione dell'organo. La previsione secondo cui la società è tenuta ad intraprendere le opportune iniziative volte a reintegrare l'organo amministrativo assume invece importanza in quanto esplicita l'obbligo per la società di gestione di attivarsi prontamente al fine di procedere alla reintegrazione dell'organo amministrativo.

L'ambito di applicazione di questa disposizione non pare peraltro possa essere limitato ai casi di decadenza pronunciata dalla Banca d'Italia o dalla Consob, come potrebbe indurre a ritenere la sua collocazione. Se si reputa legittima la scelta dell'Autorità di vigilanza di introdurre l'obbligo per le società di gestione di porre in essere le iniziative opportune per la reintegrazione dell'organo amministrativo, risulta del tutto ingiustificato circoscrivere tale obbligo ai casi, che si ritiene debbano essere marginali, in cui la decadenza sia dichiarata dall'Autorità e non applicarlo, invece, quando la decadenza è pronunciata dall'organo societario competente.

<sup>401</sup> Rispetto all'art. 46, comma 3, del d. lgs. n. 415/1996, il quale stabiliva che "(i)l Ministro del tesoro, sentita la Consob, determina con regolamento i requisiti di onorabilità e professionalità dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo nelle società di gestione (...)", l'art. 61 del TUF, come si è visto, non si limita a delegare al Ministro del tesoro, del bilancio e della programmazione

requisiti di onorabilità dei partecipanti al capitale sociale<sup>402</sup> le norme del TUF presentano taluni aspetti di novità rispetto alla disciplina previgente.

Nel decreto Eurosif, infatti, non era dato rinvenire alcun limite partecipativo al superamento del quale scattava la necessità del possesso dei requisiti di onorabilità, né erano contenute disposizioni per l'ipotesi in cui il titolare della partecipazione fosse sprovvisto dei requisiti previsti. A tale lacuna aveva sopperito il Ministro del tesoro, del bilancio e della programmazione economica mediante il decreto 18 marzo 1998, n. 147, con il quale non solo vennero determinati i requisiti di onorabilità dei partecipanti, ma si individuò nella titolarità di una partecipazione di controllo o superiore al 5% del capitale sociale rappresentato da azioni con diritto di voto, le condizioni che determinavano in capo al socio l'obbligo di possedere i requisiti di onorabilità. Sempre nel medesimo decreto si precisava inoltre che la mancanza dei requisiti di onorabilità comportava il venire meno del diritto di voto per le azioni eccedenti il limite indicato o, nel caso di partecipazione di controllo, la sospensione del diritto di voto per l'intera partecipazione.

La soluzione di non prevedere generalmente ed incondizionatamente in capo al titolare della partecipazione nelle società di gestione particolari requisiti di onorabilità è stata sostanzialmente accolta anche dal TUF, il quale attribuisce al Ministro del tesoro il compito di

---

economica, sentita la Consob, il compito di determinare "con regolamento i requisiti di onorabilità e professionalità dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo nelle società di gestione"; il terzo comma dello stesso articolo detta, infatti, una specifica disciplina per quanto concerne le conseguenze del difetto, originario o sopravvenuto, dei requisiti di onorabilità e professionalità in capo agli esponenti aziendali, mentre il successivo quarto comma stabilisce che il regolamento ministeriale individui le cause che comportano la sospensione temporanea dalla carica, nonché la durata della sospensione stessa.

<sup>402</sup> La scelta di prevedere requisiti di onorabilità per i soggetti che detengono una partecipazione rilevante nel capitale sociale rappresentato da azioni con diritto di voto, nonché la presenza di disposizioni sulla onorabilità e professionalità degli esponenti aziendali, rispondono evidentemente alle esigenze di assicurare che l'amministrazione delle società di gestione dei mercati, così come del resto la gestione degli intermediari finanziari più in generale, stante l'affinità di disciplina che accomuna sul punto tali soggetti, sia informata a criteri di correttezza e di legalità (così anche E. DE LILLO, *Sub art. 14*, in AA.VV., *Commentario al testo unico*, cit., p. 163)

Per quanto concerne poi l'attribuzione ad un regolamento ministeriale del compito di predefinire i suddetti requisiti di professionalità e/o onorabilità, la presenza dei quali è comunque una condizione necessaria per la concessione dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività (e nelle SICAV addirittura per il rilascio dell'autorizzazione alla costituzione della società stessa), si è evidenziato che essa sarebbe diretta "a circoscrivere i fattori di carattere discrezionale, che possono rimettere l'apprezzamento delle qualità degli esponenti ad una valutazione successiva e puntuale dell'autorità di controllo. Si versa in altri termini in una manifestazione di quella neutralità della funzione di vigilanza che si è venuta sviluppando nel riformato ordinamento dei mercati finanziari e che trova espressione nell'architettura istituzionale del settore" (così E. DE LILLO, *Sub art. 13*, cit., p. 154; per un esame più approfondito di questi aspetti si veda F. CAPRIGLIONE, *L'ordinamento finanziario verso la neutralità*, Padova, 1994, p. 93 ss.).

determinare con regolamento, sentita la Consob, "i requisiti di onorabilità dei partecipanti al capitale, individuando la soglia partecipativa a tal fine rilevante" (art. 61, comma 5, TUF).

Con gli artt. 5-7 del regolamento approvato con il decreto ministeriale n. 471/1998<sup>403</sup> è stata data attuazione alla norma da ultimo riportata e si è in particolare stabilito, all'art. 5, comma 1, che chiunque partecipa in una società di gestione in misura superiore al 5% del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto<sup>404</sup> non può esercitare il diritto di voto inerente alle azioni eccedenti tale limite qualora:

- a) sia stato sottoposto a misure di prevenzione disposte dall'Autorità giudiziaria ai sensi della l. 27 dicembre 1956, n. 1423 o della l. 31 maggio 1965, n. 575, e successive modificazioni ed integrazioni, salvi gli effetti della riabilitazione;
- b) sia stato condannato con sentenza irrevocabile, salvi gli effetti della riabilitazione:
  - 1) a pena detentiva per un tempo non inferiore a sei mesi per uno dei reati previsti dalle norme che disciplinano l'attività bancaria, finanziaria, mobiliare, assicurativa e dalle norme in materia di mercati e valori mobiliari, di strumenti di pagamento;
  - 2) alla reclusione per un tempo non inferiore a sei mesi per uno dei delitti previsti nel titolo XI del libro V del codice civile e nel r.d. del 16 marzo 1942, n. 267;

---

<sup>403</sup> Si tratta dello stesso regolamento che contiene i requisiti di onorabilità e professionalità che gli esponenti aziendali di una società di gestione del mercato devono possedere e sui quali ci si è soffermati nel precedente paragrafo 5.4.

<sup>404</sup> Per le società di gestione dei mercati regolamentati di strumenti finanziari diversi da quelli all'ingrosso di titoli di Stato, il paragrafo 8 del capitolo I del titolo II della parte II delle Istruzioni di Vigilanza dispone che non sono tenuti a provare il possesso dei requisiti di onorabilità i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione e direzione in:

- banche e imprese di investimento italiane;
- capogruppo di gruppi bancari italiani;
- banche e imprese di investimento comunitarie;
- banche e imprese di investimento extracomunitarie autorizzate a prestare i propri servizi nel territorio della Repubblica, ovvero non insediate in Italia nei casi in cui gli esponenti aziendali siano soggetti ad analoghi requisiti in base alla regolamentazione del Paese d'origine; tale circostanza va comprovata mediante attestazione dell'Autorità di vigilanza locale;
- società operanti nel settore finanziario alle quali si applicano disposizioni speciali in materia di onorabilità (ad esempio, società di gestione accentrata di strumenti finanziari di cui all'art. 80 del TUF, imprese di assicurazione, ecc.).

Per le società di gestione dei mercati regolamentati all'ingrosso di titoli di Stato, il paragrafo 8 del capitolo I del titolo II della parte I delle Istruzioni di vigilanza ha una formulazione identica a quella, sopra riportata, del paragrafo 8 del capitolo I del titolo II della parte II, salvo l'inciso iniziale, il quale precisa che "(c)on riferimento alle fattispecie disciplinate dall'ordinamento italiano, non sono tenuti a comprovare il possesso dei requisiti di onorabilità i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione e direzione (...)".

- 3) alla reclusione per un tempo non inferiore a un anno per un delitto contro la pubblica amministrazione, contro la fede pubblica, contro il patrimonio, contro l'ordine pubblico, contro l'economia pubblica ovvero per un delitto in materia tributaria;
  - 4) alla reclusione per un tempo non inferiore a due anni per un qualunque delitto non colposo;
- c) sia stata applicata, su richiesta delle parti, una delle pene indicate alla lettera b), salvo il caso di estinzione del reato. Le pene di cui alla lettera b), n. 1) e n. 2), non rilevano se inferiori a un anno.

Ai sensi del secondo comma del medesimo articolo, inoltre, deve essere in possesso dei suddetti requisiti di onorabilità chiunque, indipendentemente dall'entità della partecipazione posseduta, controlla la società di gestione<sup>405</sup>.

Va peraltro osservato che, nell'ipotesi in cui sia individuabile una situazione di controllo, l'assenza in capo al soggetto controllante dei requisiti di onorabilità determina il divieto di esercizio del diritto di voto, che interessa l'intera partecipazione e non le sole azioni eccedenti la soglia del 5%, come accade in presenza di una partecipazione rilevante eccedente tale limite il cui titolare non ha il controllo della società di gestione.

Per quanto attiene alle modalità di calcolo della quota di capitale rilevante ai fini dell'applicazione delle disposizioni in tema di individuazione delle situazioni al ricorrere delle

---

<sup>405</sup> Anche ai sensi dell'art. 5, comma 2, del decreto del Ministro del tesoro n. 471/1998, come già nel precedente decreto n. 147/1998, la nozione di controllo a tal fine rilevante è quella contenuta nell'art. 23 del d. lgs. 1 settembre 1993, n. 385. Tale norma, come noto, prevede che "il controllo sussiste, anche con riferimento a soggetti diversi dalle società, nei casi previsti dall'articolo 2359, commi primo e secondo, del codice civile. Il controllo si considera esistente nella forma dell'influenza dominante, salvo prova contraria, allorché ricorra una delle seguenti situazioni:

- 1) esistenza di un soggetto che, in base ad accordi con altri soci, ha il diritto di nominare o revocare la maggioranza degli amministratori, ovvero dispone da solo della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria;
- 2) possesso di una partecipazione idonea a consentire la nomina o la revoca della maggioranza dei membri del consiglio di amministrazione;
- 3) sussistenza di rapporti, anche tra soci, di carattere finanziario e organizzativo idonei a conseguire uno dei seguenti effetti:
  - a) la trasmissione degli utili o delle perdite;
  - b) il coordinamento della gestione dell'impresa con quella di altre imprese ai fini del perseguimento di uno scopo comune;
  - c) l'attribuzione di poteri maggiori rispetto a quelli derivanti dalle azioni o dalle quote possedute;
  - d) l'attribuzione a soggetti diversi da quelli legittimati in base all'assetto proprietario di poteri nella scelta di amministratori e di dirigenti delle imprese;
- c) assoggettamento a direzione comune, in base alla composizione degli organi amministrativi o per altri concordanti elementi".



quali si applicano gli obblighi di astensione, l'art. 6 del decreto n. 471/1998 stabilisce che si deve tenere conto:

- a) delle azioni possedute direttamente e di quelle oggetto di contratto di riporto, anche se il soggetto sia privato del diritto di voto;
- b) delle azioni possedute indirettamente, per il tramite di società controllate, di società fiduciarie o per interposta persona;
- c) delle azioni per le quali il soggetto sia comunque titolare del diritto di voto.

Se tra i soci sono stati pattuiti accordi sull'esercizio del diritto di voto, il requisito di onorabilità deve essere "posseduto da tutti i soggetti aderenti all'accordo (...), indipendentemente dalla percentuale di capitale della società di gestione singolarmente posseduta" [art. 6, comma 1, lett. d)].

La verifica in ordine alla sussistenza dei requisiti di onorabilità dei titolari di partecipazioni rilevanti e dei soggetti che controllano la società di gestione spetta all'Autorità competente "a rilasciare l'autorizzazione alla società"<sup>406</sup>, ma, ai sensi dell'art. 7, comma 1, del decreto, il

---

<sup>406</sup> Se il partecipante al capitale della società di gestione del mercato è una persona giuridica, l'art. 5, comma 3, del decreto del Ministro del tesoro n. 471/1998 introduce una disciplina particolare per la verifica dei requisiti di onorabilità, statuendo che tali requisiti "devono essere posseduti dagli amministratori e dal direttore generale, ovvero dai soggetti che ricoprono cariche equivalenti".

Il paragrafo 7 del capitolo I del titolo II della parte I delle Istruzioni di vigilanza, per le società di gestione dei mercati regolamentati all'ingrosso di titoli di Stato, nonché il paragrafo 7 del capitolo I del titolo II della parte II, per le società di gestione dei mercati regolamentati di strumenti finanziari diversi da quelli all'ingrosso di titoli di Stato, integrano la suddetta disciplina, disponendo che:

- a) la verifica dei requisiti "viene effettuata dal consiglio di amministrazione della persona giuridica; il verbale della relativa delibera consiliare va trasmesso in allegato alla comunicazione concernente la partecipazione" (dato che, come si vedrà tra breve, la comunicazione concernente la partecipazione è prevista e deve essere effettuata entro ventiquattro ore dall'acquisto, è evidente che il controllo dei requisiti debba essere fatto prima della conclusione dell'operazione stessa);
- b) l'esame delle posizioni degli amministratori e del direttore generale, ovvero dei soggetti che ricoprono cariche equivalenti, "va condotto per ciascuno degli interessati e con la rispettiva astensione. La delibera dà atto della documentazione presa a base delle valutazioni effettuate";
- c) il consiglio di amministrazione o l'organo che svolge funzioni equivalenti è responsabile della "valutazione della completezza probatoria dei documenti". La Consob (la Banca d'Italia per le società di gestione dei mercati regolamentati all'ingrosso di titoli di Stato) "si riserva la facoltà, nei casi in cui lo ritenga opportuno, di richiedere l'esibizione della documentazione comprovante il possesso dei requisiti di onorabilità";
- d) se la partecipazione indiretta è detenuta "per il tramite di uno o più soggetti interposti, il requisito di onorabilità va verificato solo per il soggetto posto al vertice della catena partecipativa e per i diretti titolari delle azioni della società di gestione, sempreché questi ultimi possiedano partecipazioni superiori alle soglie rilevanti";
- e) la verifica va rinnovata in ogni caso di cambiamento nella composizione degli organi sociali di società o enti partecipanti. Più precisamente, in caso di rinnovo degli organi sociali la verifica interesserà tutti i membri, mentre nell'ipotesi di subentro riguarderà solo i soggetti subentranti.

In relazione alle fattispecie disciplinate da ordinamenti stranieri, l'art. 5, comma 4, del decreto precisa, inoltre, che la verifica dell'assenza dei requisiti di onorabilità indicati dal primo e dal secondo comma del

presidente dell'assemblea dei soci, in relazione ai suoi doveri di verifica della regolare costituzione della stessa e della legittimazione dei soci, è comunque tenuto ad "ammettere o non ammettere al voto i soggetti che, sulla base delle informazioni disponibili, sono tenuti a comprovare il possesso del requisito di onorabilità".

Oltre a prevedere per i titolari di una partecipazione rilevante il possesso dei requisiti di onorabilità descritti, l'art. 61, comma 6, del TUF, innovando rispetto alla disciplina contenuta nel d. lgs. n. 415/1996, dispone che gli acquisti e le cessioni di partecipazioni nelle società di gestione devono essere comunicati dall'acquirente entro ventiquattro ore alla Consob e alla società di gestione, unitamente alla documentazione attestante il possesso da parte degli acquirenti dei requisiti di onorabilità, anche se l'acquisto o la cessione è compiuto indirettamente, per il tramite di società controllate, di società fiduciarie o per interposta persona<sup>407</sup>.

Nulla dispongono invece né le norme primarie, né il regolamento ministeriale, in ordine al tipo di partecipazioni (qualificate o meno) il cui acquisto/cessione comporta l'obbligo di comunicazione. Proprio movendo dal silenzio della norma su quest'ultimo aspetto, alcuni interpreti hanno ritenuto che l'obbligo di comunicazione imposto dall'art. 61, comma 6, del TUF, sorga per il solo fatto che sia intervenuto un acquisto o una cessione, indipendentemente, cioè, dalla percentuale di capitale sociale rappresentata dalle azioni oggetto dell'operazione<sup>408</sup>.

A tale conclusione si è obiettato che essa si baserebbe su un'interpretazione letterale del dato normativo che tuttavia trascura di considerare come il medesimo art. 61, comma 6, del TUF, accanto all'obbligo di comunicazione dell'acquisto, preveda l'ulteriore obbligo per l'acquirente di inviare la documentazione attestante il possesso dei requisiti di onorabilità<sup>409</sup>.

---

medesimo art. 5 è "effettuata sulla base di una valutazione di equivalenza sostanziale a cura della autorità competente a rilasciare l'autorizzazione alla società". Per le società di gestione dei mercati regolamentati all'ingrosso di titoli di Stato si prevede, tuttavia, che il Ministero possa valutare anche "la sussistenza di eventuali condizioni di esenzione dalla prova del possesso dei requisiti di onorabilità" (paragrafo 9 del capitolo I del titolo II della parte I delle Istruzioni di vigilanza).

<sup>407</sup> Per le società di gestione dei mercati regolamentati all'ingrosso di titoli di Stato l'art. 2, comma 4, del decreto del Ministro del tesoro n. 219/1999 stabilisce che "le comunicazioni di cui all'articolo 61, comma 6, del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, sono effettuate anche al Ministero del tesoro, del bilancio e della programmazione economica e alla Banca d'Italia".

<sup>408</sup> A. PATRONI GRIFFI, *Sub art. 61*, cit., p. 589, secondo il quale il richiamo operato dall'art. 61, comma 6, TUF, al precedente quinto comma del medesimo articolo "nel quale è contenuto il riferimento alle soglie partecipative rilevanti, pare riferirsi esclusivamente all'invio, assieme alla comunicazione della cessione o dell'acquisto, della documentazione attestante il possesso dei requisiti di onorabilità".

<sup>409</sup> M. RUBINO DE RUTIS, *Sub art. 61*, cit., p. 519.

Dato che l'art. 5, comma 1, del decreto del Ministro del tesoro prevede, come si è visto, il possesso dei requisiti di onorabilità per i soli possessori di partecipazioni rilevanti e che la verifica di tale requisito è condizione per la concessione dell'autorizzazione all'esercizio dei mercati, una lettura dell'art. 61, comma 6, del TUF che imponesse la comunicazione relativa all'acquisto/cessione di qualsiasi partecipazione nella società di gestione dei mercati, implicherebbe, secondo l'orientamento in esame, un'implicita estensione dei requisiti di onorabilità anche agli acquirenti di partecipazioni non rilevanti. Questa conseguenza sarebbe, tuttavia, difficilmente accettabile: in sede di autorizzazione della società i requisiti di onorabilità sarebbero infatti prescritti unicamente per i possessori di partecipazioni rilevanti, mentre per coloro che divengono soci della medesima *durante societate* essi dovrebbero sussistere a prescindere dall'ammontare della partecipazione detenuta. Sarebbe, pertanto, preferibile "un'interpretazione correttiva dell'art. 61, comma 6, del TUF e (...) ritenere che il richiamo al comma 5 debba intendersi comprensivo non solo della determinazione dei requisiti di onorabilità, ma anche della soglia partecipativa a tal fine rilevante"<sup>410</sup>.

Le Istruzioni di vigilanza hanno, peraltro, imposto all'acquirente l'obbligo di comunicazione per "gli acquisti e le cessioni di partecipazioni che determinano il superamento della soglia del 5 per cento del capitale ordinario con diritto di voto nelle società di gestione, effettuati direttamente o indirettamente, anche per il tramite di società controllate, di società fiduciarie o per interposta persona"<sup>411</sup>.

Ad una prima lettura tale disposizione, che sembra confermare come la *ratio* dell'obbligo di comunicazione debba essere individuata nella necessità di permettere all'Autorità di vigilanza

---

<sup>410</sup> M. RUBINO DE RUTIS, *Sub. art. 61*, cit., p. 519.

<sup>411</sup> Così il paragrafo 6 del capitolo I del titolo II della parte I delle Istruzioni di vigilanza, per le società di gestione dei mercati regolamentati all'ingrosso di titoli di Stato, nonché il paragrafo 6 del capitolo I del titolo II della parte II delle, per le società di gestione dei mercati regolamentati di strumenti finanziari diversi da quelli all'ingrosso di titoli di Stato.

Le Istruzioni di vigilanza (paragrafo 12 del capitolo I del titolo II della parte I, per le società di gestione dei mercati regolamentati all'ingrosso di titoli di Stato; paragrafo 12 del capitolo I del titolo II della parte II, per le società di gestione dei mercati regolamentati di strumenti finanziari diversi da quelli all'ingrosso di titoli di Stato) precisano, inoltre, che, nell'eventualità in cui la partecipazione è acquisita o ceduta in via indiretta, "l'obbligo di comunicazione può essere assolto dal soggetto posto al vertice della catena partecipativa, a condizione che:

- la comunicazione sia sottoscritta anche da chi ha acquistato o ceduto direttamente le azioni, quando la partecipazione diretta abbia superato, in aumento o in diminuzione, le soglie rilevanti (5 per cento o controllo). In caso contrario il soggetto in questione andrà solo indicato;
- vengano indicati i soggetti interposti tra il dichiarante al vertice della catena partecipativa e il soggetto diretto titolare delle azioni della società di gestione".

di verificare il possesso dei requisiti di onorabilità da parte dei soci<sup>412</sup>, parrebbe sollevare più di una perplessità, dato che si potrebbe ritenere obbligato alla comunicazione l'acquirente della partecipazione anche nel caso in cui la cessione determina la riduzione della partecipazione del cedente al di sotto del 5%, per cui l'adempimento dell'obbligo *de quo* presupporrebbe il possesso di informazioni che l'acquirente potrebbe anche non avere, ad esempio, perché le azioni cedute sono solo indirettamente possedute da chi prima della cessione era titolare di una partecipazione rilevante. Vi potrebbero essere inoltre casi in cui a seguito dell'acquisto l'acquirente non viene a detenere, neppure indirettamente, una partecipazione superiore alla soglia rilevante, mentre a seguito dell'operazione il cedente potrebbe ridurre la propria partecipazione al di sotto della suddetta soglia.

Al fine di ovviare a queste distorsioni è utile evidenziare che le Istruzioni dispongono espressamente che "gli acquisti e le cessioni di partecipazioni che determinano il superamento della soglia del 5 per cento del capitale ordinario con diritto di voto nelle società di gestione devono essere comunicati dal soggetto acquirente (...), unitamente alla documentazione attestante il possesso da parte degli acquirenti dei requisiti di onorabilità di cui al DM 471/98"<sup>413</sup>.

---

<sup>412</sup> Così anche C. MOTTI, *I mercati regolamentati di strumenti finanziari*, cit., p. 359, la quale osserva che, con riferimento alle operazioni aventi ad oggetto partecipazioni nelle società di gestione del mercato, alle Autorità di vigilanza non è riconosciuto il potere di adottare provvedimenti volti a vietare l'operazione o ad imporre un termine massimo entro il quale l'operazione deve essere perfezionata, come invece prevede per SIM, SGR e SICAV l'art. 15, commi 1 e 2, del TUF, il quale dispone che chiunque, "a qualsiasi titolo, intenda acquisire o cedere, direttamente o indirettamente, una partecipazione qualificata nel capitale di una Sim, società di gestione del risparmio, Sicav, rappresentata da azioni con diritto di voto, deve darne preventiva comunicazione alla Banca d'Italia. La comunicazione preventiva è dovuta anche per gli acquisti e le cessioni da cui derivino variazioni, in aumento o in diminuzione, della partecipazione quando ciò comporti il superamento delle soglie partecipative stabilite ai sensi del comma 5, ovvero l'acquisizione o la perdita del controllo della società. La Banca d'Italia, entro novanta giorni dalla comunicazione, può vietare l'acquisizione della partecipazione quando ritenga che il potenziale acquirente non sia idoneo ad assicurare una gestione sana e prudente della società o a consentire l'effettivo esercizio della vigilanza. La Banca d'Italia può fissare un termine massimo per l'acquisizione nonché comunicare, anche prima della scadenza del termine, che nulla osta all'operazione".

Proprio la diversa disciplina normativa dimostrerebbe dunque che, mentre per gli intermediari ai quali si applica l'art. 15, commi 1 e 2, del TUF, "gli obblighi di informazione sono preordinati a preservare la gestione «sana e prudente» e la trasparenza della struttura di gruppo ai fini di vigilanza, il monitoraggio della circolazione di partecipazioni rilevanti nelle società-mercato si rivela strumentale al controllo in ordine al possesso dei requisiti di onorabilità" (C. MOTTI, *I mercati regolamentati di strumenti finanziari*, cit., p. 359).

<sup>413</sup> Paragrafo 6 del capitolo I del titolo II della parte I delle Istruzioni di vigilanza, per le società di gestione dei mercati regolamentati all'ingrosso di titoli di Stato. Va peraltro osservato che il paragrafo 6 del capitolo I del titolo II della parte II, per le società di gestione dei mercati regolamentati di strumenti finanziari diversi da quelli all'ingrosso di titoli di Stato, fa riferimento non "alla documentazione attestante il possesso da parte degli acquirenti dei requisiti di onorabilità di cui al DM 471/98", bensì

Anche alla luce della sopra ricostruita *ratio* degli obblighi di comunicazione, nonché della circostanza che le Istruzioni di vigilanza prevedono comunque che le società di gestione siano tenute a comunicare senza indugio alle Autorità di vigilanza (Banca d'Italia per le società di gestione dei mercati regolamentati all'ingrosso di titoli di Stato, Consob per le società di gestione dei mercati diversi dai mercati regolamentati all'ingrosso di titoli di Stato) ogni modifica nel libro dei soci<sup>414</sup>, vi sarebbe dunque un sufficiente margine per ritenere che la comunicazione dell'acquirente debba essere effettuata solo se, a seguito dell'acquisto, egli detiene, anche indirettamente, una partecipazione superiore al 5%.

Va, infine, osservato che le Istruzioni di vigilanza impongono obblighi di comunicazione ulteriori rispetto a quelli previsti dal TUF per le operazioni di acquisto/cessione delle partecipazioni così come sopra individuate. Il paragrafo 13 del capitolo I del titolo II della parte I delle Istruzioni suddette, per le società di gestione dei mercati regolamentati all'ingrosso di titoli di Stato, e il paragrafo 13 del capitolo I del titolo II della parte II delle stesse, per le società di gestione dei mercati regolamentati di strumenti finanziari diversi da quelli all'ingrosso di titoli di Stato, dispongono infatti che:

- a) coloro i quali hanno concluso accordi sull'esercizio del diritto di voto che determinano il superamento, in aumento o in diminuzione, delle soglie rilevanti (5% o controllo) sono tenuti a dare comunicazione<sup>415</sup> alla Consob e alla società di gestione<sup>416</sup>;

---

"alla documentazione attestante il possesso da parte degli acquirenti dei requisiti di onorabilità individuati ai sensi dell'art. 61, comma 5 del TUF".

<sup>414</sup> Così il paragrafo 28 del titolo III della parte I delle Istruzioni di vigilanza, per le società di gestione dei mercati regolamentati all'ingrosso di titoli di Stato, nonché il paragrafo 28 del titolo III della parte II, per le società di gestione dei mercati regolamentati di strumenti finanziari diversi da quelli all'ingrosso di titoli di Stato, i quali contemplano anche l'obbligo per la società di gestione di comunicare alla competente Autorità di vigilanza, "in occasione della trasmissione della documentazione di bilancio, una versione aggiornata del libro dei soci, con l'indicazione per ciascun socio:

- del numero di azioni con diritto di voto possedute;
- della percentuale delle azioni con diritto di voto rispetto al totale delle azioni con diritto di voto".

<sup>415</sup> Tale comunicazione deve:

- a) essere inviata dai partecipanti all'accordo (o dal soggetto a ciò delegato dagli altri aderenti al patto);
- b) dare conto, sinteticamente, del contenuto e delle finalità dell'accordo;
- c) riportare, in allegato, il testo dell'accordo;
- d) indicare il numero e le generalità dei partecipanti all'accordo, in via diretta o indiretta; la quota del capitale con diritto di voto complessivamente detenuta; l'ammontare di ciascuna classe di titoli relativi ad ogni partecipante.

<sup>416</sup> Per coloro che partecipano ad accordi sull'esercizio del diritto di voto in una società di gestione dei mercati regolamentati all'ingrosso di titoli di Stato si prevede che la comunicazione, ove dovuta, debba essere inviata, oltre che alla Consob e alla società di gestione, anche alla Banca d'Italia e al Ministero

b) devono essere comunicate alla Consob e alla società di gestione anche le variazioni intervenute sia nei contenuti di tali accordi, sia nei soggetti che ad essi hanno aderito<sup>417</sup>.

Tale estensione degli obblighi di comunicazione solleva, tuttavia, questioni delicate circa le conseguenze della loro inosservanza. Il TUF stabilisce infatti che, al pari del difetto dei requisiti di onorabilità dei titolari di partecipazioni rilevanti, anche la mancata osservanza degli obblighi di comunicazione relativi all'acquisto o alla cessione di partecipazioni nella società di gestione del mercato comporta la sospensione del diritto di voto (art. 61, comma 7, TUF), nonché l'impugnabilità della delibera assunta col voto determinante di chi doveva astenersi (combinato disposto degli artt. 61, comma 7, e 14, comma 5, TUF)<sup>418</sup> e la legittimazione ad impugnare la delibera estesa alla Consob (art. 61, comma 8, ultima parte, TUF)<sup>419</sup>.

Diviene quindi necessario verificare se l'eventuale mancato adempimento degli obblighi di comunicazione riguardanti accordi sull'esercizio del diritto di voto possa determinare, oltre all'applicazione di eventuali sanzioni penali c/o amministrative, anche la sospensione del diritto di voto in capo ai soggetti tenuti alla comunicazione.

---

dell'economia e delle finanze (paragrafo 13, comma 1, del capitolo I del titolo II della parte I delle Istruzioni di vigilanza).

<sup>417</sup> Anche in questo caso, con riferimento alle società di gestione dei mercati regolamentati all'ingrosso di titoli di Stato, viene disposto che i soggetti tenuti debbano inviare la comunicazione, oltre che alla Consob e alla società di gestione, anche alla Banca d'Italia e al Ministero dell'economia e delle finanze (paragrafo 13, comma 3, del capitolo I del titolo II della parte I delle Istruzioni di vigilanza).

<sup>418</sup> Con riferimento all'art. 14, comma 5, del TUF, si è osservato che tale disposizione, prevedendo che "la deliberazione assembleare è impugnabile a norma dell'articolo 2377 del codice civile se, senza il voto di coloro che avrebbero dovuto astenersi, non si sarebbe raggiunta la necessaria maggioranza", potrebbe essere letta nel senso che "nonostante il divieto abbia riguardo alla sola quota eccedente, la prova di resistenza delle deliberazioni debba essere effettuata avendo presente l'intera consistenza della partecipazione, comprensiva cioè anche della parte per la quale l'esercizio del diritto di voto è pienamente legittimo" (L. LACAITA, *Sub artt. 13 e 14*, cit., p. 151, il quale tuttavia conclude rilevando che tale lettura sarebbe preclusa "dalla interpretazione sistematica della norma che è assai chiara nel limitare il divieto di voto alla sola quota eccedente").

Va tenuto presente che, in base a quanto previsto dall'art. 14, comma 5, del TUF, le azioni per le quali non può essere esercitato il diritto di voto sono computate ai fini della regolare costituzione dell'assemblea. La disposizione è dunque conforme a quanto disposto dall'art. 2368, comma 3, c.c., nella formulazione risultante a seguito delle modifiche introdotte dal d. lgs. n. 6/2003, il quale precisa che le azioni per le quali non può essere esercitato il diritto di voto "non sono computate ai fini del calcolo della maggioranza e della quota di capitale richiesta per l'approvazione della deliberazione".

<sup>419</sup> Per le società di gestione dei mercati all'ingrosso di titoli di Stato, in caso di inosservanza del divieto di esercizio del diritto di voto, l'impugnazione della delibera assembleare può essere proposta, oltre che ai sensi dell'art. 2377 c.c., dalla Banca d'Italia (non dalla Consob), sempre nel termine di sei mesi dalla data della deliberazione ovvero, se questa è soggetta a iscrizione nel registro delle imprese, dalla data di iscrizione (art. 2, comma 4, del decreto del Ministro del tesoro n. 219/1999).

In proposito si rileva che l'art. 61, comma 6, del TUF impone l'obbligo di comunicazione solo in relazione agli acquisti ed alle cessioni di partecipazioni effettuati direttamente o indirettamente, mentre non contempla alcun obbligo di comunicare la conclusione di accordi sull'esercizio del diritto di voto o le modifiche intervenute nei confronti degli stessi. Né il potere di imporre l'obbligo di comunicazione a coloro che hanno concluso gli accordi può essere rinvenuto nelle norme di cui agli artt. 73 e 74 del TUF, che attribuiscono alla Consob i poteri di vigilanza ed intervento, dato che in base ad esse l'interlocutore dell'Autorità di vigilanza è unicamente la società di gestione.

Va peraltro rilevato che la comunicazione degli accordi sull'esercizio del diritto di voto che determinano il superamento, in aumento o in diminuzione, delle soglie rilevanti (5 per cento o controllo) è funzionale alla verifica dei requisiti di onorabilità. Inoltre il legislatore, contemplando la sospensione del diritto di voto in caso di mancata comunicazione, ha chiaramente manifestato l'esigenza di sanzionare il comportamento del socio che, a prescindere da ipotesi di buona o mala fede, non ha consentito la verifica di una situazione cui il sistema riconosce centrale rilevanza.

Se è dunque vero che la norma non prevede espressamente l'obbligo di comunicazione degli accordi di voto "rilevanti", è tuttavia altrettanto vero che:

- a) l'art. 61, comma 5, del TUF demanda al Ministro del tesoro l'individuazione delle situazioni al ricorrere delle quali assumono rilievo i requisiti di onorabilità<sup>420</sup>;
- b) prevedendo che gli acquisti (e le cessioni) delle partecipazioni debbano essere comunicate all'Autorità di vigilanza unitamente alla documentazione attestante il possesso da parte degli acquirenti dei requisiti di onorabilità individuati ai sensi dell'art. 61, comma 5, del TUF, il legislatore ha evidentemente ritenuto di attribuire all'Autorità medesima il compito di verificare la sussistenza dei requisiti in esame<sup>421</sup>.

---

<sup>420</sup> L'art. 61, comma 5, del TUF dispone espressamente che il Ministro del tesoro, del bilancio e della programmazione economica, "sentita la Consob, determina con regolamento i requisiti di onorabilità dei partecipanti al capitale, individuando la soglia partecipativa a tal fine rilevante". In attuazione di tale previsione nel regolamento sono state considerate tre situazioni:

- a) il possesso diretto o indiretto di una partecipazione rilevante superiore ad una certa aliquota (il 5%) del capitale sociale di riferimento ;
- b) l'esistenza di una situazione di controllo;
- c) la presenza di accordi sull'esercizio del diritto di voto che determinano il superamento, in aumento o in diminuzione, delle soglie rilevanti (5 per cento o controllo). In tal caso, non rileva il peso della percentuale della partecipazione dei singoli aderenti sul capitale sociale di riferimento.

<sup>421</sup> Più esplicito è invece l'art. 7, comma 2, del decreto del Ministro del tesoro n. 471/1998, il quale attribuisce, come si è in precedenza avuto modo di rilevare, all'Autorità competente a rilasciare

Avendo quindi "delegato" alla normativa secondaria il compito di determinare i requisiti di onorabilità ed alle Autorità di vigilanza quello di verificare il rispetto di tale normativa, il legislatore non può non avere attribuito, seppur implicitamente, anche il potere di individuare le modalità di tale verifica, dettando una disciplina che sul punto non può che essere considerata minimale.

Alla luce di quanto precede pare pertanto possibile concludere che, nonostante la formulazione letterale dell'art. 61, comma 6, del TUF, un'interpretazione sistematica delle Istruzioni di vigilanza consente di ritenere legittima la previsione in capo ai partecipanti agli accordi di voto "rilevanti" di un obbligo di comunicazione, il cui inadempimento può comportare anche la sospensione del diritto di voto.

---

l'autorizzazione alla società, la verifica in ordine al possesso dei requisiti stabiliti per gli esponenti aziendali e per i soci.



## CAPITOLO 5: IL REGOLAMENTO DEL MERCATO E L'AUTORIZZAZIONE ALL'ESERCIZIO DEL MERCATO

### 5.1 Il contenuto del regolamento del mercato

Rispetto alla disciplina previgente il d. lgs. n. 415/1996 ed il TUF presentano profili innovativi allorché attribuiscono alla società di gestione del mercato poteri di gestione, organizzazione e vigilanza sullo stesso. In tal modo, si è ritenuto, sarebbero stati accolti nel dato normativo i risultati cui erano giunte quelle “elaborazioni teoriche che, prendendo spunto dai costi e dai fallimenti della regolamentazione legislativa ed amministrativa (...) hanno propugnato un approccio sul modello, di matrice anglosassone, della «*self regulation within a statutory framework*», nel quale l’esplicitarsi delle forme di autodisciplina è consentito nell’ambito di un quadro di criteri guida definiti dalle autorità, tali da garantire l’uniformità della disciplina e il rispetto dei principi di ordine pubblico posti a salvaguardia del corretto funzionamento dei mercati e della tutela degli investitori”<sup>422</sup>.

Il d. lgs. n. 415/1996, prima, ed il TUF, in seguito, hanno riconosciuto alla società di gestione non solo il potere di decidere l’istituzione di un determinato mercato, ma anche, seppur con la rilevante eccezione dei mercati all’ingrosso di titoli di Stato, di determinare la struttura caratteristica dello stesso, posto che, secondo quanto previsto dall’art. 62 del TUF, la sua organizzazione e gestione sono disciplinate da un regolamento adottato dalla società di gestione, il quale “deve in ogni caso determinare:

- a) le condizioni e le modalità di ammissione, di esclusione e di sospensione degli operatori e degli strumenti finanziari dalle negoziazioni;
- b) le condizioni e le modalità per lo svolgimento delle negoziazioni e gli eventuali obblighi degli operatori e degli emittenti;
- c) le modalità di accertamento, pubblicazione e diffusione dei prezzi;
- d) i tipi di contratti ammessi alle negoziazioni, nonché i criteri per la determinazione dei quantitativi minimi negoziabili”.

In funzione degli strumenti finanziari scambiati sul mercato o delle modalità tecniche previste per la negoziazione o per altre caratteristiche del mercato, il contenuto minimo del regolamento

---

<sup>422</sup> M. SEPE, *Sub art. 62*, cit., p. 595.

sopra individuato può, peraltro, dover essere integrato al fine di tenere presente specifiche disposizioni normative<sup>423</sup>; e così:

- i regolamenti dei mercati nei quali vengono negoziate azioni devono tenere conto di quanto previsto dall'art. 133 del TUF, ove, come noto, si contempla eccezionalmente la possibilità per una società italiana le cui azioni sono quotate in un mercato regolamentato italiano di chiedere, previa deliberazione dell'assemblea straordinaria, l'esclusione dalle negoziazioni dei propri strumenti finanziari, "secondo quanto previsto dal regolamento del mercato, se ottengono l'ammissione su altro mercato regolamentato italiano o di altro paese dell'Unione Europea, purché sia garantita una tutela equivalente degli investitori, secondi i criteri stabiliti dalla Consob con regolamento";
- i regolamenti dei mercati in cui le negoziazioni avvengono sulla base del meccanismo dell'asta continua, nonché i regolamenti dei mercati che prevedono l'intervento dei c.d. *market makers*, devono contenere disposizioni circa l'informazione sull'andamento del mercato, in conformità a quanto stabilito dall'art. 21, par. 2, lett. b), della direttiva n. 93/22/CEE;
- i regolamenti delle borse ufficiali devono recepire quanto contenuto nella più volte ricordata direttiva n. 2001/34/CE.

Con riferimento alle condizioni ed alle modalità di ammissione degli strumenti finanziari alle negoziazioni, va innanzi tutto osservato che l'art. 62 del TUF non contiene alcuna previsione in ordine all'ammissibilità d'ufficio alle negoziazioni, la quale sarebbe comunque da considerare conforme alle previsioni delle direttive comunitarie<sup>424</sup>.

La considerazione che le esigenze di tutela del risparmio poste alla base della quotazione d'ufficio sono ora soddisfatte dalla disciplina prevista dall'art. 116 del TUF per i titoli diffusi tra il pubblico induce, tuttavia, a non ritenere attualmente ipotizzabile una decisione unilaterale di ammissione alla quotazione da parte della società di gestione di titoli che presentano quei requisiti al ricorrere dei quali l'art. 1/3, comma 1, lett. d), della l. n. 216/1974 ammetteva la quotazione d'ufficio, ma che non sono quotati in alcun mercato regolamentato italiano<sup>425</sup>.

---

<sup>423</sup> C. MOTTI, *I mercati regolamentati di strumenti finanziari*, cit., pp. 369-370.

<sup>424</sup> M. RUBINO DE RUTIS, *Sub art. 47*, in AA.VV., *L'Eurosif*, cit., p. 318.

<sup>425</sup> Vigente il decreto Eurosif parte della dottrina aveva sostenuto che l'ammissione d'ufficio sarebbe stata espressione dell'esistenza di un interesse pubblico che l'ordinamento attribuiva al mercato borsistico, per cui si riteneva consequenziale conservare in capo alla Consob il potere di disporre l'ammissione d'ufficio alla quotazione, anche alla luce del disposto dell'art. 50, comma 3, d. lgs. n. 415/1996, il quale, al pari di quanto previsto dall'attuale art. 74, comma 3, TUF, prevedeva che in caso

Né si rinvennero disposizioni che consentono di ipotizzare la permanenza della c.d. quotazione di diritto<sup>426</sup>, in precedenza prevista dall'art. 11 della l. n. 272/1913 per i valori pubblici, per i titoli del debito pubblico e per quelli garantiti dallo Stato, per le cartelle di credito fondiario italiano, per i titoli emessi dalle province e dai comuni, nonché per i titoli cambiari, o dall'art. 1/14, comma 3, della l. n. 216/1974 per le azioni di risparmio, o, ancora, dall'art. 12, comma 2, del d. lgs. n. 385/1993, il quale prevedeva l'ammissione di diritto alla quotazione di borsa delle obbligazioni emesse dalle banche con azioni quotate in borsa, nonché delle obbligazioni convertibili in titoli di altre società quando questi ultimi erano quotati<sup>427</sup>.

Ciò non implica, tuttavia, che nel sistema vigente sia assolutamente precluso ad una società di gestione di mercati regolamentati procedere all'ammissione alla quotazione di uno strumento finanziario senza che sia stata in precedenza presentata domanda da parte dell'emittente o senza il consenso di quest'ultimo.

---

di necessità ed urgenza la Consob fosse legittimata ad adottare, al fine di assicurare la trasparenza, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori, i provvedimenti necessari, anche sostituendosi alla società di gestione (M. RUBINO DE RUTIS, *Sub art. 47*, cit., p. 318).

La presenza di norme che impongono una costante informazione del mercato da parte degli emittenti di titoli diffusi ex art. 116 del TUF, nonché l'espressa abrogazione dell'art. 1/3, comma 1, lett. d), della l. n. 216/1974 operata dall'art. 214 del TUF, portano a negare che attualmente possa essere riconosciuto in capo alla Consob il potere di disporre d'ufficio l'ammissione alla quotazione di uno strumento finanziario (così N. DE LUCA, *Poteri delle società di gestione del mercato e poteri della Consob: la natura degli atti della società di gestione del mercato*, in *Dir. banc. e merc. fin.*, 2000, pp. 107-108; T. DE VITIS, *Sub art. 113-116*, in AA.VV., *Il Testo Unico della intermediazione finanziaria*, cit., p. 692; anche per M. RUBINO DE RUTIS, *Sub art. 62*, in AA.VV., *Testo Unico della Finanza*, cit., p. 530, "(v)enuta definitivamente meno l'ammissione di ufficio, il vuoto legislativo che si sarebbe creato per gli strumenti finanziari largamente negoziati è stato risolto dall'art. 116 Tuf, che anticipa gli obblighi di disclosure dal momento dell'ammissione alla quotazione a quello della diffusione tra il pubblico").

<sup>426</sup> Ritiene che nella "nuova prospettiva privatistica la competenza a decidere sull'ammissione a quotazione degli strumenti finanziari non spetta più all'autorità amministrativa. La quotazione stessa perde ogni carattere pubblicistico per divenire manifestazione dell'autonomia privata delle imprese. Vengono pertanto meno sia la figura della quotazione d'ufficio, sia quella della quotazione di diritto, previste dalla previgente regolamentazione e informate al diverso valore attribuito alla quotazione", A. SEGNI, *I mercati e i valori mobiliari*, in AA.VV., *Trattato di diritto amministrativo. Diritto amministrativo speciale*, a cura di S. Cassese, t. III, Milano, 2003, p. 3004; sul punto si veda anche G. OPPO, *Sulla «tipicità» delle società quotate*, in *Riv. dir. civ.*, 1999, II, p. 483.

<sup>427</sup> Va osservato che l'art. 11 della l. n. 272/1913 e l'art. 1/14, comma 3, della l. n. 216/1974 sono stati abrogati dall'art. 214, comma 1, TUF, mentre l'abrogazione dell'art. 12, comma 2, del d. lgs. n. 385/1993 era già stata disposta dall'art. 64, comma 4, del d. lgs. n. 415/1996.

Tale questione si inserisce nell'ambito della problematica concernente la distinzione tra ammissione a quotazione ed ammissione alle negoziazioni, che è stata recentemente oggetto di esame<sup>428</sup>; ed è proprio da tale distinzione che conviene quindi muovere.

Al riguardo si è osservato che nella disciplina comunitaria dei mercati finanziari la distinzione tra ammissione a quotazione ed ammissione a negoziazione sarebbe un riflesso indiretto della distinzione tra borse valori e mercati regolamentati che, come si è già rilevato (cfr. *supra* par. 2.2), è tuttora ravvisabile in alcune direttive comunitarie ed in particolare nella direttiva n. 2001/34/CE.

In quest'ultima direttiva, infatti, si fa esplicito riferimento all'ammissione a quotazione sia nell'art. 1, lett a), il quale definisce gli "emittenti" come "le società e le altre persone giuridiche e qualsiasi impresa i cui valori mobiliari formano oggetto di una richiesta di ammissione alla quotazione ufficiale di una borsa valori", sia nell'art. 2, comma 1, il quale, nel delimitare l'ambito applicativo di varie norme contenute nella medesima direttiva, prevede che le stesse "si applicano ai valori mobiliari che sono già ammessi o che formano oggetto di una richiesta di ammissione alla quotazione ufficiale in una borsa valori situata od operante in uno Stato membro".

L'art. 1, paragrafo 13, della direttiva n. 93/22/CEE, nel fornire la definizione di "mercato regolamentato" precisa, inoltre, come si è visto nel paragrafo 2.2, che può essere considerato tale il mercato le cui regole di funzionamento stabiliscono "qualora sia applicabile la direttiva n. 79/279/CE le condizioni di ammissione alla quotazione fissate dalla stessa e, qualora la direttiva n. 79/279/CE non sia applicabile, le condizioni che questi strumenti finanziari devono soddisfare per potere essere effettivamente negoziati sul mercato".

Partendo dalle disposizioni normative ora ricordate si potrebbe dunque sostenere che, nell'ordinamento comunitario, l'espressione "ammissione a quotazione" stia ad indicare il processo di ammissione agli scambi nelle borse valori, mentre l'espressione "ammissione alle negoziazioni" sia riferibile all'ammissione negli altri mercati regolamentati.

Nella direttiva n. 2003/6/CE si prevede tuttavia espressamente che:

- a) le disposizioni in essa contenute si devono applicare "ad ogni strumento finanziario ammesso alla negoziazione in un mercato regolamentato di almeno uno Stato membro, o per il quale è stata presentata una richiesta di ammissione alla negoziazione in detto

---

<sup>428</sup> G. FERRARINI, *Ammissione alla quotazione e ammissione alle negoziazioni: significato e utilità di una distinzione*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2002, I, pp. 583-605.

- mercato, a prescindere dal fatto che le operazioni di negoziazione abbiano o meno effettivamente luogo in tale mercato" (art. 9);
- b) per mercato regolamentato si deve intendere "un mercato rientrante nella definizione di cui all'articolo 1, paragrafo 13, della direttiva 93/22/CEE" (art. 1, punto 4).

In tal modo non solo si conferma la già sottolineata tendenza ad abbandonare la dicotomia borsa ufficiale-altri mercati regolamentati, ma si viene altresì a privare di rilevanza qualsiasi tentativo di generalizzazione della distinzione tra ammissione a quotazione ed ammissione alle negoziazioni desumibile da una lettura combinata delle disposizioni della direttiva n. 79/729/CEE e della direttiva n. 93/22/CEE. L'alternativa di interpretare l'espressione ammissione alla negoziazione nel senso utilizzato dalla direttiva n. 79/279/CE, e quindi come ammissione agli scambi nei mercati regolamentati diversi dalla borsa, condurrebbe infatti all'assurdo di non applicare la direttiva sugli abusi di mercato proprio alle transazioni che hanno ad oggetto gli strumenti finanziari maggiormente negoziati<sup>430</sup>.

La distinzione tra ammissione a quotazione, propria della borsa valori, ed ammissione alle negoziazioni, tipica degli altri mercati regolamentati diversi dalla borsa, non pare essere stata accolta nel vigente ordinamento interno, almeno a livello di normativa primaria.

Nel TUF si è, infatti, preferito utilizzare il termine ammissione a quotazione, a prescindere dal mercato e dalle condizioni di ammissione previste dal regolamento del mercato, come dimostrato:

- dall'art. 1, comma 1, lett. w), che definisce, genericamente, emittenti quotati "i soggetti esteri che emettono strumenti finanziari quotati nei mercati regolamentati";
- dall'art. 94, comma 5, il quale dispone che "(t)enuto anche conto delle caratteristiche dei singoli mercati, la Consob, su richiesta della società di gestione del mercato, può affidarle compiti inerenti al controllo del prospetto per sollecitazioni all'investimento riguardanti strumenti finanziari quotati ovvero oggetto di domanda di ammissione alla quotazione in un mercato regolamentato";
- dall'art. 113, comma 2, secondo cui la Consob "determina con regolamento i contenuti del prospetto e le relative modalità di pubblicazione, dettando specifiche disposizioni per i casi

---

<sup>430</sup> Tale conclusione pare confermare l'impressione che, con riferimento alle principali direttive comunitarie in tema di mercati finanziari, il tentativo di operare una ricostruzione del significato da attribuire ai termini utilizzati dal legislatore comunitario debba essere effettuato tenendo presente le finalità perseguite.

in cui l'ammissione alla quotazione in un mercato regolamentato sia preceduta da una sollecitazione all'investimento".

Un secondo modo di intendere la distinzione tra ammissione a quotazione ed ammissione alle negoziazioni è stato dedotto dal fatto che negli ordinamenti di alcuni Paesi UE si distingue tra *admission to listing* ed *admission to trading*. Tale distinzione è basata sulla circostanza che, in determinati casi, il soggetto chiamato a formulare il giudizio sull'astratta possibilità di uno strumento di essere oggetto di negoziazione sui mercati finanziari (c.d. *admission to listing*)<sup>431</sup> è separato dal soggetto al quale spetta la decisione in ordine alla possibilità che lo strumento finanziario possa essere oggetto di scambi su un determinato mercato.

Questa separazione è consentita, ad esempio, dal vigente ordinamento del Regno Unito, seppur solo in determinati casi. Dopo le modifiche introdotte dal *Financial Services and Market Act 2000, Part VI*, si è stabilita la distinzione tra *admission to listing*, di competenza della *Financial Services Authority* (FSA), cui spetta il compito di fissare i requisiti minimi che devono essere soddisfatti per la quotazione ufficiale, tenendo presente quanto previsto a livello comunitario in tema di quotazione ufficiale dalla direttiva n. 2001/34/CEE, nonché di verificare il rispetto degli stessi quando un emittente ne fa richiesta, ed *admission to trading*, che compete al singolo gestore del mercato, il quale verifica che lo strumento finanziario di cui è richiesta la negoziazione sia in possesso dei requisiti previsti nel regolamento approvato dal gestore stesso<sup>432</sup>. Tale regolamento, peraltro, può prevedere requisiti diversi, eventualmente anche più rigorosi di quelli dettati dalla FSA. Nel caso in cui il regolamento prevedeva regole meno stringenti non sarebbe necessaria una duplice valutazione del gestore e della FSA, ma la verifica verrebbe effettuata dal solo gestore, con la conseguenza, però, che lo strumento finanziario non potrebbe essere considerato quotato sui mercati ufficiali<sup>433</sup>.

---

<sup>431</sup> Il giudizio è subordinato alla verifica che lo strumento finanziario (e l'emittente dello stesso) presentino i requisiti predeterminati dal soggetto chiamato ad esprimerlo.

<sup>432</sup> Anteriormente al processo di demutualizzazione del *London Stock Exchange*, i compiti in tema di *listing* erano attribuiti al gestore di tale mercato, il quale fungeva quindi anche da *competent authority* per la verifica del rispetto delle disposizioni contenute nella direttiva n. 79/279/CEE.

<sup>433</sup> La soluzione di introdurre anche a livello comunitario la distinzione tra *admission to listing* ed *admission to trading* nell'accezione ora considerata è stata auspicata anche nel *Final Report of The Committee of Wise Men on The Regulation of European Securities*, Bruxelles, 15 febbraio 2001, p. 13, in quanto ritenuta in grado di contribuire in misura efficace al processo di integrazione dei mercati finanziari.

Al riguardo è stato tuttavia rilevato che l'adozione di siffatta opzione potrebbe determinare una pericolosa cesura tra, da un lato, la disciplina cui è soggetto l'emittente per quanto concerne l'ammissione a quotazione, nonché gli obblighi informativi, e, dall'altro, la disciplina del mercato, che

Anche tale differenziazione è al momento sconosciuta al nostro ordinamento.

Un'ulteriore distinzione tra ammissione a quotazione ed ammissione alle negoziazioni sarebbe, infine, ravvisata allorché il gestore di un mercato di strumenti finanziari decida di ammettere alle negoziazioni uno strumento finanziario, già quotato su un altro mercato, unilateralmente<sup>434</sup>, senza cioè che vi sia una preventiva richiesta in tal senso o, quantomeno, il consenso da parte dell'emittente<sup>435</sup>.

In tal caso, si è ipotizzato l'utilizzo dell'espressione "ammissione a quotazione" per indicare l'ammissione preceduta da una domanda in tal senso presentata dall'emittente, mentre l'espressione "ammissione a negoziazione" andrebbe impiegata allorché l'ammissione avvenga a prescindere da tale domanda.

Prima di esaminare se in questa accezione la distinzione in esame sia attualmente accolta dal nostro ordinamento, è opportuno osservare che, in linea di principio, la decisione del gestore del mercato di strumenti finanziari di ammettere unilateralmente alle negoziazioni sul proprio mercato uno strumento finanziario già quotato in un altro mercato pare essere sicuramente legittima per l'ordinamento comunitario, come inequivocabilmente dimostrato dall'art. 9, par. 3, della direttiva n. 6/2003/CE sull'abuso di mercato.

Tale articolo dispone infatti espressamente che non trova applicazione nei confronti degli emittenti che non hanno richiesto o approvato l'ammissione dei loro strumenti finanziari alle negoziazioni su un mercato regolamentato in uno Stato membro l'art. 6, paragrafi da 1 a 3, della medesima direttiva.

Fatta questa precisazione, va osservato che l'art. 62, comma 2, del TUF, disponendo che il regolamento del mercato stabilisce "le condizioni e le modalità di ammissione, di esclusione e

---

sarebbe quella del luogo in cui avviene l'ammissione alle negoziazioni (G. FERRARINI, *Ammissione alla quotazione e ammissione alle negoziazioni*, cit., p. 593).

<sup>434</sup> Esempi di mercati di questo tipo sono stati considerati Virt-x, che è un mercato regolamentato di diritto inglese e, fino a poco tempo fa, Nasdaq Europe, mercato regolamentato di diritto belga. Un mercato in cui vengono ammessi alle negoziazioni strumenti finanziari quotati in altri mercati su domanda non degli emittenti, bensì degli intermediari, è anche TLX

<sup>435</sup> La possibilità che strumenti finanziari già scambiati in altri mercati regolamentati vengano ammessi alle negoziazioni unilateralmente è stata considerata di "qualche utilità", soprattutto nell'ottica della formazione di mercati paneuropei e, più in generale, della concorrenza tra piazze finanziarie (G. FERRARINI, *Ammissione alla quotazione e ammissione alle negoziazioni*, cit., pp. 596-597, il quale evidenzia altresì che "(g)li ordinamenti che consentono un'ammissione alle negoziazioni secondo le modalità esaminate, pervengono ad un riconoscimento «unilaterale» degli ordinamenti di appartenenza degli emittenti, almeno per quanto concerne gli obblighi informativi derivanti dall'ammissione a quotazione e la vigilanza sui medesimi").

di sospensione (...) degli strumenti finanziari dalle negoziazioni”, parrebbe accogliere la possibilità che il gestore di un mercato regolamentato italiano ammetta agli scambi sul proprio mercato uno strumento finanziario il cui emittente non ha richiesto l’ammissione alle negoziazioni.

Ciò non solo in quanto la norma ora riportata non prevede che l’ammissione alle negoziazioni sia preceduta da un’istanza a tal fine presentata dall’emittente, ma anche perché non avrebbe senso richiederla, “considerato che tale ammissione può riguardare gli strumenti finanziari in genere, inclusi quelli derivati (per i quali non si individua neppure un emittente)”<sup>436</sup>.

Se quest’ultima affermazione non appare condivisibile<sup>437</sup>, così come non determinante appare la circostanza che nell’ambito della disciplina dedicata ai mercati regolamentati (parte III, titolo I, capo I) il TUF utilizza esclusivamente l’espressione ammissione alle negoziazioni, mentre il termine “quotazione” è impiegato altrove, soprattutto nella parte IV, pare pienamente da accogliere la considerazione che sarebbe il silenzio del TUF in ordine alla necessità che l’emittente richieda o consenta la suddetta negoziazione a rendere astrattamente compatibile con il dato normativo la decisione del gestore del mercato di permettere la negoziazione nel proprio mercato di uno strumento finanziario, indipendentemente dalla presenza di una domanda dell’emittente volta a richiedere l’ammissione agli scambi.

Considerazioni di tipo sistematico non permettono tuttavia di generalizzare tale conclusione: il TUF prevede infatti per gli emittenti quotati tutta una serie di obblighi derivanti dallo *status* di società quotata, per cui non appare legittimo imporre tali obblighi senza il consenso del soggetto sul quale essi incombono.

Anche la Consob, con le modifiche apportate al Regolamento Mercati ed al Regolamento Emittenti, rispettivamente, con le delibere n. 14002 e n. 14003 del 27 marzo 2003<sup>438</sup>, ha del resto espressamente previsto che i regolamenti dei mercati possano prevedere meccanismi di

---

<sup>436</sup> G. FERRARINI, *Ammissione alla quotazione e ammissione alle negoziazioni*, cit., p. 600.

<sup>437</sup> Se è (forse) vero che con riferimento agli strumenti finanziari derivati non è tecnicamente corretto impiegare la parola “emittente” per indicare colui che assume gli obblighi derivanti dalla “creazione” dello strumento finanziario, è tuttavia innegabile che vi sia un soggetto che assume tali obblighi. Lo stesso accade per le azioni o le obbligazioni; anche in questi casi, infatti, è possibile individuare un soggetto che assume gli obblighi derivanti dall’emissione delle stesse. La circostanza che, in quest’ultimo caso, si possa utilizzare il termine emittente e nel caso dei derivati invece no, non pare argomento che possa giustificare la necessità o meno dell’istanza di ammissione alla quotazione.

<sup>438</sup> Le due delibere sono state pubblicate nella G.U. n. 90 del 17 aprile 2003 e in CONSOB, *Bollettino quindicinale*, n. 3.2, marzo 2003.



ammissione alla quotazione/negoziazione di strumenti finanziari senza domanda dell'emittente, purché gli stessi siano già quotati in mercati regolamentati italiani<sup>439</sup>.

Osservato, dunque, che non vi è attualmente una preclusione assoluta per il gestore di un mercato regolamentato ad ammettere alle negoziazioni strumenti finanziari già quotati in altri mercati regolamentati senza che vi sia una domanda in tale senso da parte dell'emittente, pare opportuno svolgere alcune considerazioni in ordine all'ammissione a quotazione su domanda con specifico riferimento alla quotazione di azioni ordinarie, premettendo che l'eventuale accettazione da parte del gestore del mercato della domanda deve essere considerata un atto di autonomia contrattuale<sup>440</sup>.

Ciò precisato, va evidenziato che nel sistema delineato dalla l. n. 272/1913 l'organo sociale al quale competeva di deliberare l'ammissione a quotazione era individuato nel consiglio di amministrazione (art. 12, ultimo comma, l. n. 272/1913)<sup>441</sup>, mentre né la l. n. 216/1974, né il d.p.r. n. 138/1975 contenevano indicazioni precise circa l'organo sociale che doveva decidere in ordine alla quotazione dei titoli azionari, dato che l'art. 8, comma 1, del d.p.r. n. 138/1975 prevedeva unicamente che, nel caso di ammissione a quotazione su domanda dell'emittente, doveva essere presentata una "formale istanza deliberata dagli organi sociali competenti".

---

<sup>439</sup> Per gli strumenti finanziari quotati su altri mercati UE la normativa vigente prevede che la ammissione alle negoziazioni su un mercato regolamentato italiano sia necessariamente preceduta dal riconoscimento del prospetto, riconoscimento che non sembra consentito senza il consenso dell'emittente.

<sup>440</sup> Così M. RUBINO DE RUTIS, *Sub art. 61*, cit., p. 513, il quale non solo ritiene che non sia configurabile in capo all'emittente un diritto soggettivo all'ammissione alla quotazione "in quanto la disciplina - sia legale (art. 62) sia convenzionale - è diretta a tutelare non già l'interesse del richiedente l'ammissione, ma l'interesse più generale degli investitori dei propri strumenti finanziari", come indirettamente confermato dall'abrogazione delle disposizioni che contemplavano la c.d. quotazione di diritto, ma rileva altresì che non potrebbe neppure "ipotizzarsi che l'emittente, già in possesso dei requisiti stabiliti nel regolamento del mercato, sia titolare di un interesse legittimo all'ammissione alla quotazione, in quanto la tesi secondo cui nel diritto privato possono riconoscersi posizioni di vero e proprio interesse legittimo (...) appare di difficile dimostrazione e applicazione".

In dottrina si è sostenuto che le disposizioni del regolamento devono reputarsi rivolte ai terzi, al pari di un'offerta al pubblico ai sensi dell'art. 1336 c.c. (così N. DE LUCA, *Poteri delle società di gestione del mercato*, cit., p. 107, secondo il quale tale soluzione consentirebbe "al giudice ordinario di applicare l'art. 2932 c.c. e dunque di emanare una sentenza sostitutiva del contratto di ammissione, o meglio, ritenendo che l'attività del giudice debba limitarsi ad accertare la sussistenza dei requisiti richiesti, a questo compete meramente di dichiarare avverata la condizione cui il contratto è sottoposto").

<sup>441</sup> Si veda *supra* par. 1.1.

Nonostante le modifiche introdotte dalla l. n. 216/1974, parte delle dottrine si era espressa nel senso di ritenere che l'istanza di quotazione avrebbe dovuto continuare ad essere presentata dal consiglio di amministrazione.

Secondo altro orientamento, invece, la legge avrebbe attribuito alla Consob il compito di individuare l'organo sociale al quale spettava la decisione in ordine alla presentazione della domanda di ammissione a quotazione<sup>442</sup>.

A sostegno di quest'ultima tesi si osservava, in particolare, che con la l. n. 216/1974 non solo erano stati attribuiti alla Consob poteri in ordine all'individuazione dei requisiti per l'ammissione a quotazione più ampi di quelli in precedenza spettanti alle Camere di commercio<sup>443</sup>, ma erano state altresì introdotte disposizioni specifiche per le società quotate<sup>444</sup>, per cui era preferibile attribuire all'assemblea la competenza a deliberare la presentazione della domanda di ammissione alla quotazione delle azioni<sup>445</sup>.

In quest'ultimo senso si pronunciò anche la Consob, la quale, con l'art. 5, comma 1, del regolamento n. 1622/1984 e con l'art. 14 del regolamento n. 4088/1989, riconobbe nell'assemblea l'organo sociale competente a presentare la domanda di ammissione alla quotazione delle azioni, disponendo che la stessa dovesse essere presentata "previa deliberazione assembleare della società o, nel caso di enti e di emittenti esteri, previa deliberazione del diverso organo competente".

Le disposizioni regolamentari da ultimo citate non specificavano se fosse l'assemblea straordinaria oppure l'assemblea ordinaria a doversi pronunciare sulla domanda *de qua*. Nel primo senso si esprimevano coloro i quali ritenevano che l'ammissione a quotazione, potendo

---

<sup>442</sup> A. JANNUZZI, *La Consob*, Milano, 1990, pp. 258-259.

<sup>443</sup> Secondo S. FORTUNATO, *Ammissione delle azioni alla quotazione ufficiale in borsa e «organo sociale competente»*, in *Riv. soc.*, 1978, p. 1132, la norma contenuta nell'art. 12, ultimo comma, della l. n. 272/1913, che prevedeva la competenza del consiglio di amministrazione per la deliberazione della presentazione della domanda di quotazione, doveva ritenersi abrogata per incompatibilità con le nuove disposizioni di legge in materia.

<sup>444</sup> Come si è in precedenza rilevato la l. n. 216/1974 aveva in effetti introdotto regole specifiche per le società e gli enti le cui azioni venivano ammesse alla quotazione in borsa sia per quanto riguardava l'informazione da rendere al pubblico ed i controlli da parte della Consob, sia relativamente alle regole di funzionamento ed alla struttura organizzativa di tali società o enti, con la previsione, ad esempio, dell'assemblea di terza convocazione, della possibilità di emettere azioni di risparmio e dell'assoggettamento a revisione contabile del bilancio di esercizio.

<sup>445</sup> S. FORTUNATO, *Ammissione delle azioni alla quotazione ufficiale in borsa*, cit., p. 1093; G. MUCCIARELLI, *La disciplina dell'ammissione a quotazione di borsa*, cit., p. 179.

comportare sostanzialmente delle modifiche allo statuto della società, doveva essere decisa nel rispetto delle forme richieste dal codice civile per tali modificazioni<sup>446</sup>, mentre altri sostenevano che l'assunzione dello *status* di società quotata comportava l'onere per la società stessa di "attivare il meccanismo di allargamento della competenza dell'assemblea ordinaria previsto dall'art. 2364, n. 4, c.c."<sup>447</sup>, per cui doveva essere l'assemblea ordinaria a pronunciarsi in materia di quotazione<sup>448</sup>.

Neppure il TUF, al pari del d. lgs. n. 415/1996, precisa a chi spetti decidere la quotazione su un mercato regolamentato delle azioni della società e, nel silenzio del dato normativo, si è rinvenuta nell'art. 133 del TUF una norma utile all'individuazione dell'organo competente. Tale disposizione prevede infatti che le "società italiane con azioni quotate nei mercati regolamentati italiani, previa deliberazione dell'assemblea straordinaria, possono richiedere l'esclusione dalle negoziazioni dei propri strumenti finanziari, secondo quanto previsto dal regolamento del mercato, se ottengono l'ammissione su altro mercato regolamentato italiano o di altro paese dell'Unione Europea, purché sia garantita una tutela equivalente degli investitori, secondo i criteri stabiliti dalla Consob con regolamento". Si è così ritenuto che, simmetricamente, anche la competenza a deliberare in ordine alla quotazione delle azioni non possa che essere riconosciuta all'assemblea straordinaria.

A questa affermazione è stato obiettato che la ragione dell'attribuzione all'assemblea straordinaria del "trasferimento della quotazione" di uno strumento finanziario da un mercato regolamentato ad un altro mercato regolamentato troverebbe la propria giustificazione nell'esigenza di tutelare gli investitori, laddove, invece, con riferimento alla decisione in merito alla quotazione delle azioni su un mercato regolamentato, si porrebbe l'esigenza di "evitare che una minoranza qualificata possa porre in essere atteggiamenti ostruzionistici alla quotazione, dato che l'estensione di una parte della disciplina delle società quotate anche a quelle non

---

<sup>446</sup> S. FORTUNATO, *Ammissione delle azioni alla quotazione ufficiale in borsa*, cit., p. 1132; G. MUCCIARELLI, *La disciplina dell'ammissione a quotazione di borsa*, cit., p. 179.

<sup>447</sup> ASSONIME, Circolare n. 28/1985, in *Riv. soc.*, 1985, p. 326. In tal senso anche G. FERRARINI, *Sollecitazione del risparmio e quotazione in borsa*, cit., p. 221, il quale rileva che se era indubbiamente vero che per le società quotate l'ordinamento prevedeva una parziale modificazione del modello "società per azioni", con l'ammissione a quotazione la società avrebbe mutato il proprio "statuto legale", il che non comportava tuttavia un'automatica variazione del proprio "statuto sociale".

<sup>448</sup> Secondo G. FERRARINI, *Sollecitazione del risparmio e quotazione in borsa*, cit., p. 221, anche la "prassi (avvallata dalla Consob)" era nel senso di riconoscere all'assemblea ordinaria il potere di decidere la quotazione delle azioni.

ancora quotate che abbiano emesso strumenti finanziari diffusi fra il pubblico (art. 116) rappresenta un chiaro incentivo a richiedere la quotazione”<sup>449</sup>.

Questa considerazione, nonché l’ulteriore rilievo secondo cui nel nostro ordinamento all’assemblea ordinaria sarebbero riservati “gli atti relativi all’organizzazione della società per i quali la legge nulla dispone”, hanno indotto la dottrina in esame a sostenere che l’organo competente a deliberare la quotazione della società debba essere individuato nell’assemblea ordinaria<sup>450</sup>, ferma restando la competenza del consiglio di amministrazione nel caso di richiesta di ammissione a quotazione di strumenti finanziari di un emittente le cui azioni sono già ammesse a quotazione<sup>451</sup>.

Per quanto concerne, invece, l’ammissione alle negoziazioni nei mercati regolamentati degli intermediari, dalla previsione contenuta nell’art. 25, comma 1, del TUF, secondo il quale “le Sim e le banche italiane autorizzate all’esercizio dei servizi di negoziazione per conto proprio e per conto terzi possono operare nei mercati regolamentati italiani, nei mercati comunitari e nei mercati extracomunitari riconosciuti dalla Consob ai sensi dell’articolo 67. Le imprese di investimento comunitarie ed extracomunitarie e le banche comunitarie ed extracomunitarie autorizzate all’esercizio dei medesimi servizi possono operare nei mercati regolamentati italiani”, si potrebbe dedurre che agli intermediari autorizzati alla prestazione dei predetti servizi di investimento dovrebbe essere riconosciuto un vero e proprio diritto soggettivo

---

<sup>449</sup> M. RUBINO DE RUTIS, *Sub art. 62*, cit., p. 529

<sup>450</sup> M. RUBINO DE RUTIS, *Sub art. 62*, cit., p. 529.

<sup>451</sup> M. RUBINO DE RUTIS, *Sub art. 62*, cit., p. 529. Già l’art. 14, comma 2, del regolamento n. 4088/1989, come modificato con delibera Consob del 28 febbraio 1990, n. 4530, richiedeva che la quotazione presentata da un emittente che avesse azioni, obbligazioni, anche convertibili in azioni o con buoni di acquisto o di sottoscrizione di azioni, ovvero titoli rappresentativi di quote di capitale già quotati presso una o più borse nazionali, dovesse essere deliberata dal consiglio di amministrazione o dall’eventuale diverso organo equiparato.

Nella relazione al provvedimento la Consob spiegava che l’obbligo della delibera assembleare previsto per “decidere la richiesta di prima ammissione a quotazione si basa sulla considerazione che in tal modo la società o ente viene ad abbracciare uno «status» che comporta un complesso di obblighi nei confronti della Consob e il pubblico di ampiezza e delicatezza particolari tanto da far assumere alla relativa decisione un significato di scelta strategica di fondo”, laddove, invece, “una volta assunto lo «status» di quotato/a, l’eventuale decisione di richiedere la quotazione di altri titoli non comporta per la società o ente alcuna modifica a detto «status» o oneri che non siano quelli meramente finanziari derivanti dal pagamento dei diritti di quotazione”.

all'ammissione, quale conseguenza dell'autorizzazione alla prestazione professionale nei confronti del pubblico di servizi di investimento, ossia all'esercizio di un'attività riservata<sup>452</sup>.

Se si considera, tuttavia, che l'art. 62, comma 2, lett. b), del TUF stabilisce che il regolamento del mercato deve, tra l'altro, specificare le condizioni di ammissione degli operatori<sup>453</sup>, pare difficile negare al gestore del mercato il diritto di individuare a quali clienti offrire il proprio servizio, fermo restando, ovviamente, che tali condizioni non possono discriminare tra operatori nazionali ed operatori comunitari<sup>454</sup>, e conseguentemente negare che gli intermediari autorizzati alle negoziazioni abbiano un diritto soggettivo all'ammissione alle operazioni.

Si è, peraltro, correttamente rilevato che rientrerebbe nei compiti dell'Autorità di vigilanza (ed eventualmente anche dell'Autorità *anti-trust*) verificare, nell'ambito dell'istruttoria preordinata al rilascio dell'autorizzazione all'esercizio del mercato richiesta dall'art. 63 del TUF, che le condizioni del regolamento concernenti l'ammissione degli intermediari alle negoziazioni non consentano comportamenti discriminatori da parte della società di gestione<sup>455</sup>.

---

<sup>452</sup> In tal senso sembrerebbe esprimersi anche A. MAGNONI, *Sub art. 47*, in AA.VV., *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari*, cit., p. 400, secondo il quale l'art. 21 del d. lgs. n. 415/1996, che corrisponde all'attuale art. 25 del TUF, "conformemente a quanto disposto dall'art. 15 della direttiva 93/22/CEE, riconosce alle SIM ed alle banche italiane, nonché alle imprese di investimento ed alle banche comunitarie ed extracomunitarie il diritto di operare nei mercati regolamentati nazionali (...) Nella determinazione delle condizioni di ammissione, pertanto, il regolamento dovrà necessariamente dare piena attuazione a tale diritto e non operare alcuna discriminazione tra le citate categorie di operatori".

<sup>453</sup> La ragione dell'utilizzo da parte del legislatore nell'art. 62, comma 2, lett. b), del TUF del termine "operatori", anziché dell'espressione "intermediari autorizzati all'attività di negoziazione" impiegata nell'art. 66 del TUF, andrebbe individuata, secondo M. SEPE, *Sub art. 62*, cit., p. 599, "nella circostanza che, nonostante l'esistenza della riserva di attività concernente il servizio di negoziazione sia per conto proprio che per conto terzi, il legislatore non ha voluto porre per il futuro preclusioni a che, anche soggetti «non autorizzati» a detto servizio possano operare sul mercato".

<sup>454</sup> Così anche C. MOTTI, *I mercati regolamentati di strumenti finanziari*, cit., p. 369, secondo la quale "l'autorizzazione all'attività di negoziazione di strumenti finanziari non determina più l'accesso di diritto ai mercati regolamentati, ed anzi potranno essere richiesti requisiti patrimoniali ulteriori, purché diversi da quelli relativi ai fondi armonizzati in sede comunitaria (art. 1 par. 2 direttiva n. 93/22)"; M. RUBINO DE RUTIS, *Sub art. 61*, cit., p. 513; N. SALANITRO, *Società per azioni e mercati finanziari*, cit., p. 274; M. SEPE, *Sub art. 62*, cit., p. 600, il quale osserva come "la sospensione e l'esclusione dalle negoziazioni degli operatori disposta dalla società di gestione non dovrà necessariamente fondarsi sulla violazione delle norme di legge o amministrative che legittimano anche l'adozione di provvedimenti a carico degli operatori medesimi da parte delle autorità di vigilanza, ma potrà essere anche motivata dal mancato rispetto di tutte quelle disposizioni che regolino le condizioni «contrattuali» di permanenza e il comportamento degli operatori sul mercato".

<sup>455</sup> M. RUBINO DE RUTIS, *Sub art. 61*, cit., p. 513, per il quale ciò non pregiudicherebbe comunque la possibilità dell'intermediario di far valere nei confronti dell'Autorità giudiziaria eventuali comportamenti scorretti da parte del gestore del mercato.

### 5.2 L'approvazione del regolamento del mercato da parte della società di gestione

Ai sensi dell'art. 62, comma 1, del TUF il regolamento contenente la disciplina dell'organizzazione e della gestione del mercato deve essere deliberato dall'assemblea ordinaria della società di gestione del mercato.

La scelta di attribuire all'assemblea dei soci il compito di approvare il regolamento del mercato se, da un lato, riveste una valenza sistematica non marginale, confermando che il potere di organizzazione dello stesso è compito che spetta a titolo originario alla società di gestione e non in base ad una delega ricevuta dall'Autorità amministrativa<sup>456</sup>, dall'altro lato potrebbe destare qualche perplessità, essendo l'organizzazione del mercato, e quindi la predisposizione delle regole che ne disciplinano il funzionamento, una delle attività che rappresentano il *core business* della società di gestione e che quindi dovrebbe spettare, quantomeno nella prospettiva della riforma del diritto delle società di capitali, all'organo amministrativo.

Il nuovo art. 2364, comma 1, c.c. non introduce, tuttavia, il principio assolutamente inderogabile secondo cui le decisioni gestorie nelle società per azioni devono essere assunte dall'organo amministrativo, ma, prevedendo espressamente che l'assemblea ordinaria deliberi "sugli altri oggetti attribuiti dalla legge alla competenza dell'assemblea", lascia alla discrezionalità del legislatore l'individuazione dei casi in cui può essere ritenuto opportuno che l'assemblea dei soci sia chiamata a decidere anche su fatti relativi all'amministrazione della società.

La soluzione di attribuire all'assemblea ordinaria il compito di approvare il regolamento del mercato pare inoltre riconducibile non tanto alla rilevanza dell'atto in sé<sup>457</sup>, quanto piuttosto alla maggiore trasparenza che il procedimento assembleare assicura rispetto ad ipotesi alternative di attribuzione al consiglio di amministrazione della società di gestione del compito di dettare la disciplina relativa all'organizzazione ed al funzionamento del mercato<sup>458</sup>.

Sebbene non vada enfatizzato più di tanto, anche alla luce della piena legittimità riconosciuta ai patti parasociali, da ultimo, con il d. lgs. n. 6/2003, il ruolo dell'assemblea come effettivo centro di formazione della volontà sociale nelle società per azioni, è invero innegabile che in

<sup>456</sup> M. SEPE, *Sub art. 62*, cit., p. 595.

<sup>457</sup> C. MOTTI, *I mercati regolamentati di strumenti finanziari*, cit., p. 367.

<sup>458</sup> In tal senso A. MAGNONI, *Sub art. 47*, cit., p. 399.

sede assembleare i soci hanno comunque la possibilità di chiedere spiegazioni agli amministratori e di apportare modificazioni al testo sottoposto alla loro attenzione<sup>459</sup>.

L'esigenza che i soci si pronuncino sul contenuto del regolamento, prendendo quindi conoscenza dello stesso, appare del resto giustificata anche dall'opportunità che, una volta approvato dall'Autorità di vigilanza, il regolamento non sia oggetto di revisioni<sup>460</sup> dovute esclusivamente alla disinformazione dei soci al momento della sua approvazione da parte dell'organo amministrativo o al mutamento dei rapporti di forza all'interno di quest'ultimo. In ultima analisi, la *ratio* della previsione che attribuisce all'assemblea il compito di approvare il regolamento sembra dunque da individuare non solo nell'esigenza di tutelare le minoranze non rappresentate nel consiglio di amministrazione<sup>461</sup>, bensì anche nella volontà del legislatore di assicurare la massima trasparenza sia nei rapporti tra i soci, sia nei rapporti tra questi e l'organo amministrativo, esigenza a sua volta funzionale ad evitare successive modifiche del regolamento dovute a non adeguati flussi informativi all'interno dei processi decisionali.

### 5.3 L'autorizzazione all'esercizio del mercato

Condizione necessaria affinché le negoziazioni possano avere luogo in un mercato regolamentato è che il relativo regolamento sia stato approvato dalla Consob<sup>462</sup>.

---

<sup>459</sup> Anche secondo C. MOTTI, *I mercati regolamentati di strumenti finanziari*, cit., p. 366, "(l)a competenza riconosciuta all'assemblea della società di gestione non si traduce in mera approvazione di un progetto di regolamento predisposto dagli amministratori", ciò in quanto "il tenore letterale della norma è chiaramente nel senso di attribuire ad essa un vero e proprio potere deliberativo".

<sup>460</sup> La possibilità che la società di gestione proceda a modificazioni del regolamento è espressamente contemplata, per i mercati diversi da quelli in cui sono negoziati all'ingrosso titoli di Stato, dall'art. 63, comma 2, del TUF, il quale dispone che la Consob debba approvare tali modifiche; dal terzo comma del medesimo articolo si evince che il provvedimento della Consob di approvazione delle modifiche può avvenire solo sentita la Banca d'Italia se si tratta di mercato nel quale sono negoziati all'ingrosso titoli obbligazionari privati e pubblici, diversi dai titoli di Stato, o di mercato nel quale sono negoziati titoli normalmente negoziati sul mercato monetario o, infine, di mercato nel quale sono negoziati strumenti finanziari derivati su titoli pubblici, tassi di interesse e valute.

<sup>461</sup> Così A. MAGNONI, *Sub art. 47*, cit., p. 399; M. SEPE, *Sub art. 62*, cit., p. 594 s.

<sup>462</sup> Sebbene la lettera dell'art. 62, comma 1, del TUF disponga che "l'organizzazione e la gestione del mercato sono disciplinate da un regolamento" e, quindi, sembri imporre che sia necessaria l'approvazione di un regolamento per ogni mercato regolamentato, secondo la dottrina non vi sarebbero ragioni per negare la possibilità che un regolamento contenga le regole di organizzazione e funzionamento di più mercati (così, tra gli altri, C. MOTTI, *I mercati regolamentati di strumenti finanziari*, cit., p. 362; M. SEPE, *Sub art. 62*, cit., p. 594).

L'art. 63 del TUF, con formulazione assai simile a quella dell'art. 47 del d. lgs. n. 415/1996, stabilisce infatti che l'esercizio dei mercati regolamentati, ossia la possibilità per la società di

---

Tale soluzione è stata accolta nel regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A., deliberato dall'assemblea ordinaria in data 29 aprile 2003 ed approvato dalla Consob con la delibera del 16 luglio 2003 n. 14169 (in seguito, per brevità, il "regolamento di borsa"), il quale contiene le norme organizzative sia del Mercato ristretto, sia dell'*Italian Derivatives Market* (IDEM) e sia della Borsa, articolata nei seguenti comparti di mercato:

- Mercato telematico azionario (MTA);
- Mercato telematico dei *covered warrant* (MCW);
- Mercato *after hours* (TAH);
- Mercato telematico delle obbligazioni e dei titoli di Stato (MOT);
- Mercato telematico delle euro-obbligazioni, obbligazioni di emittenti esteri e *asset backed securities* (EuroMOT).

Il termine "comparto" utilizzato nel regolamento di borsa, pur essendo impiegato dal legislatore del TUF, non viene tuttavia riferito alla disciplina dei mercati regolamentati: l'art. 36, comma 6, prevede infatti espressamente che "(c)iascun fondo comune di investimento, o ciascun comparto di uno stesso fondo, costituisce patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della società di gestione del risparmio e da quello di ciascun partecipante, nonché da ogni altro patrimonio gestito dalla medesima società"; l'art. 43, comma 7, stabilisce inoltre che nelle Sicav multicomparto, "ciascun comparto costituisce patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti da quello degli altri comparti"; l'art. 45, comma 6, lett. c), precisa poi che lo statuto della Sicav può prevedere "l'esistenza di più comparti di investimento per ognuno dei quali può essere emessa una particolare categoria di azioni; in tal caso sono stabiliti i criteri di ripartizione".

Anche in dottrina il significato di tale termine non risulta ben definito; al riguardo si è infatti osservato che, essendo "ciascun mercato (...) contraddistinto dalle regole di organizzazione e funzionamento ad esso relative, più che dal complesso di beni e servizi necessari alla sua operatività (così, ad esempio, una rete telematica o un servizio di riscontro e rettifica ben possono fungere da supporto a più mercati), il principale indice rivelatore dovrebbe essere costituito dai contenuti del regolamento. La differenziazione delle regole relative ad aspetti secondari (ad esempio, la previsione di orari e modalità di negoziazione diversi in relazione alle caratteristiche di liquidità degli strumenti finanziari trattati) non è tuttavia sufficiente a dar vita ad altrettanti mercati distinti, potendo risultare funzionale alla creazione di mere articolazioni interne di un medesimo mercato (c.d. segmenti o comparti)" (C. MOTTI, *I mercati regolamentati di strumenti finanziari*, cit., p. 364).

Va peraltro rilevato che, dall'esame del predetto regolamento e delle istruzioni con cui sono state emanate disposizioni di attuazione dello stesso, il segmento del mercato viene tenuto distinto dal comparto di mercato.

L'art. 4.2.1 del regolamento di borsa stabilisce, infatti, che la società di gestione può ripartire gli strumenti finanziari negoziati nel comparto MTA in segmenti omogenei in base alla loro capitalizzazione, mentre "(n)ell'ambito di ciascun segmento gli strumenti finanziari possono essere oggetto di ulteriore ripartizione in classi omogenee dal punto di vista delle modalità e degli orari di negoziazione, tenendo conto sia della frequenza degli scambi, sia del controvalore medio giornaliero negoziato. All'atto dell'ammissione, Borsa Italiana individua il segmento di negoziazione degli strumenti finanziari sulla base della soglia di capitalizzazione indicata nelle Istruzioni".

L'art. 2.2.3, comma 2, del regolamento di borsa dispone inoltre che per ottenere la qualifica di Star, le azioni, nonché l'emittente, devono soddisfare determinati requisiti ulteriori rispetto a quelli previsti per l'ammissione agli altri segmenti del comparto MTA.

Per Borsa Italiana S.p.A. il segmento sembra dunque rappresentare l'articolazione di un comparto di mercato effettuata sulla base di un parametro ritenuto rilevante, anche al fine di differenziare i requisiti di ammissione. Diversamente dal segmento, il comparto di un mercato si caratterizza invece, rispetto agli altri comparti dello stesso mercato, essenzialmente per gli strumenti finanziari che sono ammessi alle negoziazioni.



gestione di ammettere a quotazione nei mercati regolamentati da essa gestiti gli strumenti finanziari indicati nel regolamento, nonché l'avvio delle negoziazioni nei mercati stessi, è subordinato all'ottenimento da parte del gestore di un'apposita autorizzazione della Consob<sup>463</sup>, il cui rilascio presuppone la verifica che:

---

<sup>463</sup> Secondo un primo orientamento, quella richiesta dall'art. 63 del TUF sarebbe una "autorizzazione in senso tecnico e quindi (...) un atto amministrativo preventivo, teso a rimuovere un limite legale all'esercizio di un'attività rilevante per l'interesse generale. L'intervento autorizzatorio, quindi, rappresenta un atto legittimante l'esercizio stesso, previa verifica dei requisiti stabiliti dalla legge, che fa salvo lo spazio riservato all'autonomia privata, nel rispetto degli interessi pubblici indicati dalla norma" (R. BRIZI - M. DORIA, *La vigilanza sui mercati*, in AA.VV., *Il Testo Unico della intermediazione finanziaria*, cit., pp. 496-497).

Altra parte della dottrina osserva, invece, che se "si ritiene rilevante, anziché la natura privata della sgm, la natura della sua attività di organizzazione e di gestione dei mercati finanziari, e se l'esercizio corretto di tale attività è considerato di interesse generale, com'è dimostrato dai controlli pubblicistici affidati alla Consob (lo stesso regolamento non può essere modificato se non vi è il consenso della Consob: art. 63, comma 2), si potrebbe assumere che i poteri della società di gestione del mercato le derivino dal provvedimento autorizzativo di esercizio dell'attività di gestione (di modo che l'atto di autorizzazione della Consob dovrebbe essere in effetti qualificato un atto di concessione amministrativa)" (N. SALANITRO, *Società per azioni e mercati finanziari*, cit., p. 274).

Condiviso appare invece l'orientamento che identifica nell'autorizzazione prevista dall'art. 63, comma 1, del TUF un provvedimento volto non alla costituzione della società di gestione, ma all'esercizio dell'attività da parte della stessa e che "riguarda ogni singolo mercato" [R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 211; così anche R. DE CHIARA, *Sub art. 73*, cit., p. 703, secondo la quale la "circostanza che la legge non preveda un'autorizzazione alla costituzione di una società di gestione di mercati ma solo un'autorizzazione all'esercizio di un mercato regolamentato - autorizzazione quest'ultima da rilasciare solo dopo la verifica anche di alcuni requisiti attinenti al soggetto (...) - inducono a ritenere che per il legislatore la costituzione di una società di gestione di mercati non è in quanto tale rilevante sotto il profilo pubblicistico non essendovi particolari «beni pubblici» da tutelare al momento della nascita della società". Secondo l'A. confermerebbero inoltre, seppure implicitamente, tale tesi, sia la mancata previsione di una sanzione per l'abusiva denominazione di società di gestione del mercato, sia "la considerazione che una società costituitasi per la organizzazione e la gestione di mercati può sempre optare, qualora non ottenga l'autorizzazione della Consob per l'esercizio di un mercato regolamentato, per l'organizzazione e la gestione di mercati non regolamentati, divenendo un «organizzatore» di «scambi organizzati»". Anche secondo F. CAPRIGLIONE, *Sub art. 63*, cit., p. 611, non si potrebbe giungere alla conclusione che il dato normativo richiede l'autorizzazione per la costituzione della società di gestione e ciò sulla base di argomentazioni di carattere sia letterale che sistematico. Più precisamente, in "primo luogo va richiamato l'espresso riferimento, contenuto nell'art. 2329 c.c. alla «costituzione della società», laddove il testo dell'art. 63 t.u. finanza ha riguardo «all'esercizio dei mercati regolamentati», intesa tale formula in un'accezione che è indicativa dell'attività cui i medesimi danno vita. A ciò aggiungasi l'inevitabile somiglianza con la dizione utilizzata dal legislatore per disciplinare sia «l'esercizio dei servizi di investimento da parte di S.i.m.» (art. 19 t.u. finanza), sia «l'esercizio del servizio di gestione collettiva del risparmio e del servizio di gestione su base individuale di portafogli d'investimento» (art. 34 t.u. finanza); ipotesi normative, queste, che si caratterizzano per la riferibilità dell'autorizzazione all'attività svolta, anziché ai soggetti che la pongono in essere. E' appena il caso di far presente che il criterio differenziale riscontrabile in ambito bancario - o in base al quale l'atto autorizzatorio trova collocazione nel procedimento formativo della società - si giustifica, come è stato sottolineato in letteratura, in relazione al disposto dell'art. 14, co. 3, t.u. bancario. Tale norma prevede, infatti, che «non si può dare corso al procedimento per l'iscrizione nel registro delle imprese se non consti l'autorizzazione» della Banca d'Italia"].

- a) il capitale della società di gestione non sia inferiore all'ammontare determinato dalla Consob con proprio regolamento<sup>464</sup> [comb. disp. artt. 63, comma 1, lett. a), e 61, comma 2, lett. a), TUF];
- b) le attività svolte dalla società di gestione siano conformi a quanto previsto dalla Consob con proprio regolamento<sup>465</sup> [comb. disp. artt. 63, comma 1, lett. a), e 61, comma 2, lett. b), TUF];
- c) i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo nella società di gestione siano in possesso dei requisiti di onorabilità e professionalità determinati dal Ministro del tesoro, sentita la Consob<sup>466</sup> [comb. disp. artt. 63, comma 1, lett. a), e 61, comma 3, TUF];
- d) i partecipanti al capitale siano in possesso dei requisiti di onorabilità e professionalità determinati dal Ministro del tesoro, sentita la Consob<sup>467</sup> [comb. disp. artt. 63, comma 1, lett. a), e 61, comma 5, TUF];
- e) il regolamento del mercato sia conforme alla disciplina comunitaria ed idoneo ad assicurare la trasparenza del mercato, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori [art. 63, comma 1, lett. b), TUF].

Per quanto concerne in particolare la conformità alla disciplina comunitaria del regolamento del mercato, si sono già in precedenza individuate (cfr. *supra* par. 2.4) le condizioni che, ai sensi della direttiva n. 93/22/CEE, un mercato deve possedere per poter essere qualificato come mercato regolamentato e quindi per poter essere iscritto nell'elenco tenuto dalla Consob.

In dottrina si è puntualizzato che il requisito della conformità alla disciplina comunitaria deve essere inteso "non solo come rispetto dei principi vigenti (in particolare quelli sanciti dalla direttiva 93/22/CEE), ma anche come necessità di garantire l'adeguatezza del regolamento alle regole successivamente emanate"<sup>468</sup>.

---

<sup>464</sup> Si veda *supra* par. 5.2.

<sup>465</sup> Si veda *supra* par. 3.4.

<sup>466</sup> Si veda *supra* par. 5.3.

<sup>467</sup> Si veda *supra* par. 5.4.

<sup>468</sup> R. BRIZI – M. DORIA, *La vigilanza sui mercati*, cit., p. 497.

In relazione, invece, a quello che è stato definito il “giudizio di idoneità” del regolamento<sup>469</sup>, ossia la verifica che esso permetta di assicurare la trasparenza del mercato, l’ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori, si è ritenuto che tale giudizio risponda “a parametri «aperti», caratterizzati cioè da una forte incidenza discrezionale in ordine all’individuazione del loro contenuto; la stessa articolazione dei parametri conferma, peraltro, l’esigenza avvertita dal legislatore di precisare l’oggetto e i limiti dell’intervento pubblico, nonché, al tempo stesso, di creare le condizioni normative per il perseguimento di obiettivi di efficienza accanto a quelli tradizionali di stabilità. In tale prospettiva, accanto all’ordinato svolgimento delle negoziazioni (che riproduce la regolarità dell’andamento delle negoziazioni prevista dall’art. 3, comma 1, lett. g) della L. 216/74 e dell’art. 10 del D.P.R. 138/75) si pone un obiettivo di trasparenza, che, nella sua rilevanza anche economica, è teso ad assicurare un più efficiente funzionamento degli scambi, nonché la tutela di un interesse pubblico, cioè la protezione degli investitori”<sup>470</sup>.

Tra i requisiti che il regolamento deve presentare per poter ottenere l’autorizzazione dell’Autorità di vigilanza centrale importanza viene dunque attribuita non solo dal diritto comunitario, ma anche dall’art. 63, comma 1, lett. b), del TUF, alla trasparenza del mercato.

Prima di esaminare le disposizioni previste al riguardo dalla direttiva comunitaria, pare opportuno rilevare preliminarmente che le decisioni del gestore del mercato in ordine alla c.d. *information dissemination*, ossia all’individuazione dei dati e delle notizie relative sia alla fase pre-negoziale (c.d. *pre-trade*), e quindi alle proposte di negoziazione immesse nel sistema, sia alla fase post-negoziazione (c.d. *post-trade*), cioè ai dati concernenti i contratti conclusi, rivestono un’importanza sicuramente rilevante per la competitività del mercato<sup>471</sup>.

---

<sup>469</sup> R. BRIZI – M. DORIA, *La vigilanza sui mercati*, cit., p. 497.

<sup>470</sup> R. BRIZI – M. DORIA, *La vigilanza sui mercati*, cit., p. 497.

<sup>471</sup> Al riguardo si è osservato che “(t)he role of transparency in securities markets is even more central and important in the actual debate, looking at some forces that are now accelerating the rate of change thereby increasing the current emphasis on it: improvements in technology have facilitated dissemination of real-time prices, quotes and volumes; the advancing technology together with a continued growth in the demand for trading services has raised the value of the information produced by equity markets; trading and markets are rapidly becoming more global bringing more direct competition across previously uncrossed international boundaries; buy-side participants (mutual and pension funds) are becoming far more aware of the extent to which trading costs impair portfolio performance; finally, new trading systems are attracting attention of a number of participants and they are exerting competitive pressure on traditional trading systems and market centers” (G. SABATINI – I. TAROLA, *Transparency on Secondary Markets. A Survey of Economic Literature and Current Regulation in Italy*, Quaderni di Finanza della Consob, n. 50, Roma, 2002, p. 4).

La disponibilità da parte del pubblico di informazioni sulle condizioni di acquisto e di vendita di un determinato strumento finanziario, nonché di dati sulle transazioni concluse, è stata infatti spesso ritenuta un fattore in grado di assicurare un'efficiente *price discovery*<sup>472</sup> e di aumentare la liquidità del mercato, ossia la capacità dello stesso di permettere l'incontro tra la domanda e l'offerta di un dato strumento finanziario ad un prezzo pari o, quantomeno, assai vicino al prezzo cui è stata conclusa la precedente transazione.

---

La stessa *International Organization of Securities Commissions (IOSCO)* ha sottolineato come "(w)ide availability of information on bids and offers ('pre-trade transparency') is a central factor in ensuring efficient price discovery in a market and in strengthening users' confidence that they will be able to trade at good prices. This confidence should, in turn, increase the incentive to participate in the market, further increasing liquidity and stimulating more competitive pricing. Information in respect of the volumes and prices of completed trades ('post-trade transparency') enables market participants, and their customers, not only to take into account the most recent information on volumes and prices but also to monitor the quality of execution they have obtained compared with other market users" (IOSCO, *Transparency and Market Fragmentation*, Report from the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, November 2001).

<sup>472</sup> Con l'espressione *price discovery* si intende "the interactive process through which the execution price for a trade is established (see TSE Special Committee Report on Market Fragmentation). More specifically, it is the process by which a market attempts to find transaction prices that are in reasonable alignment with theoretically desirable equilibrium values that are themselves rapidly changing. Equilibrium theoretical prices are rarely attained in security markets basically because of the presence of market imperfections and for the buy-side participants reluctance to reveal their full demand to the market. For a trade to occur, buyers and sellers need an efficient process to identify a transaction price at which each is willing to trade and, in turn, the effectiveness of the price discovery process refers to the degree to which agreed prices reflect the fundamental value of a security. Therefore, an effective price discovery process is highly dependent on an exchange's market structure reflected in the public disclosure and reporting of orders and trading data, the degree to which orders consolidate in a central location, the trading rules governing the way the orders interact and the way in which market participants operate and contribute to the information sharing mechanism" (G. SABATINI – I. TAROLA, *Transparency on Secondary Markets*, cit., p. 14). Se gli investitori potessero essere a conoscenza in tempo reale di tutte le informazioni relative ad un determinato strumento finanziario ed in assenza di frizioni, il prezzo dello strumento finanziario in un dato momento temporale sarebbe pari al valore atteso dei flussi finanziari derivanti dall'investimento [così, tra gli altri, A. MADHAVAN, *Market Microstructure: A Survey*, Paper della Marshall School of Business, University of Southern California, March 2000, p. 4, il quale osserva come "(l)et  $v_t$  denote the (log) «fundamental» or «true» value of a risky asset at some point in time  $t$ . We can think of  $v_t$  as the full-information expected present value of future cash flows. Fundamental value can change over time because of variation in expected cash flows or in the discount rate. Denote by  $u_t = E[v_t | H_t]$  the conditional expectation of  $v_t$  given the set of public information at time  $t$ ,  $H_t$ . Further, let  $p_t$  denote the (log) price of the risky asset at time  $t$ . In the canonical model of (weakly) efficient markets, price reflects all public information. If agents are assumed to possess symmetric information and frictions are negligible – the simplest set of assumptions – then prices simply reflect expected values and we write  $p_t = u_t$ . Taking log differences, we obtain the simplest model of stock returns  $r_t = p_t - p_{t-1} = \epsilon_t$ , where  $\epsilon_t = u_t - u_{t-1} = E[v_t | H_t] - E[v_{t-1} | H_{t-1}]$  is the innovation in beliefs. Since  $u_t$  follows a martingale process, applying the Law of Iterated Expectations, returns are serially uncorrelated. Markets are efficient in the sense that prices at all points in time reflect expected values"]].

Numerose sono le informazioni concernenti gli scambi su un dato mercato che possono potenzialmente essere oggetto di diffusione. Come è stato rilevato "(a)mongst the data that may be disseminated are: (1) price of last trade; (2) quantity of last trade; (3) time of last trade; (4) identities of parties of last trade; (5) high, low, opening, and closing trade price; (6) aggregate price data and price indices; (7) cumulative trade volume; (8) best bid and ask price; (9) quantities at best bid and ask prices; (10) identities of parties who placed those orders; (11) bid and ask prices behind the best prices; (12) quantities at those prices; (13) identities of parties who placed those orders; (14) high, low, opening, and closing mid-quote prices; (15) requests for quotes; (16) identities of parties who requested quotes; (17) number of individuals logged onto system; (18) identities of those individuals"<sup>473</sup>.

Nella letteratura economica non è dato, tuttavia, rinvenire un'indicazione univoca del tipo e del contenuto delle informazioni che dovrebbero essere oggetto di diffusione al pubblico<sup>474</sup> e vari sono stati gli argomenti portati a sostegno della tesi che nega l'opportunità di rendere note tutte le caratteristiche delle proposte di scambio e/o delle operazioni concluse sul mercato. Si è così sostenuto, ad esempio, che:

- a) l'obbligo di divulgazione di informazioni sulle condizioni di negoziazione potrebbe non essere bene accetto dal gestore del mercato, il quale sarebbe in tal modo tenuto a fornire indicazioni importanti per effettuare operazioni fuori mercato<sup>475</sup>;
- b) gli stessi operatori potrebbero decidere di non partecipare alle negoziazioni su mercati troppo trasparenti e di ricercare soluzioni alternative;
- c) le informazioni relative all'identità degli investitori rappresenterebbero un elemento rilevante per la riduzione dei prezzi ai quali avvengono le transazioni, dato che se il mercato è in grado di conoscere le motivazioni che sottostanno alle decisioni di

---

<sup>473</sup> R. LEE, *What is an Exchange ?*, cit., p. 98.

<sup>474</sup> G. SABATINI – I. TAROLA, *Transparency on Secondary Markets*, cit., p. 5.

<sup>475</sup> Le operazioni fuori mercato creano problemi ai gestori dei mercati, sia perché comportano una riduzione delle commissioni di negoziazione, sia in quanto riducono il valore informativo dei dati relativi alle transazioni effettuate nel mercato e, conseguentemente, i ricavi derivanti dalla loro vendita [R. LEE, *What is an Exchange ?*, cit., p. 100, secondo il quale, tuttavia, "(w)hile many new trading systems have been established to compete with existing exchanges, it is hard to find a new trading system that has ousted an already-operating exchange from being the primary source of price and quote information about the assets traded on the exchange. Most such dealing systems price their trading passively in a derivative manner off the first exchange's pricing mechanism. This means that an exchange is likely to be able to exploit the demand for its information to some extent, even if new execution facilities compete for the trading in the assets dealt on the exchange"].

- negoziante vi è una riduzione del premio richiesto per l'eventualità che la controparte sia in possesso di un'informazione privilegiata<sup>476</sup>;
- d) un incremento delle informazioni sulle operazioni compiute potrebbe determinare, nei mercati in cui operano *market makers*, un aumento degli *spreads*<sup>477</sup>;
- e) per gli investitori istituzionali che effettuano operazioni rilevanti un livello elevato di trasparenza potrebbe rendere più difficile ridurre l'impatto dell'operazione sul prezzo. A tal fine gli investitori istituzionali che non effettuano la negoziazione fuori mercato tendono a suddividere l'importo complessivo dell'operazione in una pluralità di ordini di importo inferiore. L'esistenza di un elevato livello di informazioni *pre-trade* potrebbe così rendere evidente l'operazione nel suo complesso e determinarne un aumento dei costi.

La direttiva n. 93/22/CEE prevede, peraltro, che un mercato, per essere qualificato come regolamentato, deve assicurare un *set* minimo di informazioni. Più precisamente, ai sensi dell'art. 21, ciascuna Autorità competente è tenuta ad adottare, per ognuno dei mercati

---

<sup>476</sup> M.M. FORSTER – T.J. GEORGE, *Anonymity in Securities Markets*, in *Journal of Financial Intermediation*, 1992, 2, pp. 168-206, per i quali "in particular, when dealers have some idea about the direction of liquidity trades (e.g., whether small retail orders are net buyers or sellers), this lowers trading costs for liquidity traders. Intuitively, the cost of trading (both in the form of bid-ask spreads and the market impact of the trade) reflect adverse selection costs that arise because some traders may possess private information. Laddove, invece, "trading is not fully anonymous, i.e., when uninformed trading can be partly anticipated, the premium these traders pay is lowered, producing the result. Interestingly, show that transparency concerning the magnitude of trading (e.g., through disclosure of order imbalances etc.) can have ambiguous effects, depending on the extent to which liquidity providers are competitive".

A risultati simili giungono anche A. R. ADMATI – P. PFLEIDERER, *Sunshine Trading and Financial Market Equilibrium*, in *Rev. Fin. Studies*, 1991, pp. 443-481, i quali hanno dimostrato che se gli investitori non informati fossero in grado di preannunciare le proprie operazioni di investimento (c.d. *sunshine trading*) essi otterrebbero condizioni migliori rispetto a coloro che operano senza manifestare in anticipo le proprie intenzioni. Ciò "because the market can infer that his trades are not information motivated, but traders not able to convey that information suffers higher costs because of the adverse selection problem".

<sup>477</sup> M.D. FLOOD - R. HUISMAN - K.G. KOEDIJK - R.J. MAHIEU, *Post-trade transparency in multiple dealer financial markets*, LIFE Working Paper, 1997. L'aspetto era già stato rilevato da A. MADHAVAN, *Consolidation, fragmentation and the disclosure of trading information*, in *Rev. Fin. Studies*, 1995, 8, pp. 579-603, e viene confermato dall'analisi compiuta da D. PORTER – D. WEAVER, *Transparency and Liquidity: Should U.S. Markets be More Transparent?*, Working paper, Marquette University, 1998, i quali, esaminando gli effetti dell'obbligo introdotto dal Toronto Stock Exchange il 12 aprile 1990 di diffondere al pubblico le migliori condizioni di offerta e di domanda, sono giunti alla conclusione che lo *spread* espresso sia in valore assoluto, sia in valori percentuali, era aumentato a seguito delle modifiche introdotte.

regolamentati che essa ha inserito nell'elenco di cui all'art. 16 della direttiva, misure per fornire agli investitori le seguenti informazioni<sup>478</sup> per ciascuno strumento:

- a) la pubblicazione, all'inizio di ogni giorno di funzionamento del mercato, del prezzo medio ponderato, del prezzo massimo e del prezzo minimo e del volume negoziato sul mercato regolamentato in questione nel corso dell'intera giornata di funzionamento precedente;
- b) la pubblicazione, per i mercati continui basati sul confronto degli ordini e per i mercati basati su prezzi esposti:
  - alla fine di ogni ora di funzionamento del mercato, del prezzo medio ponderato e del volume negoziato sul mercato regolamentato in questione durante un periodo di funzionamento di sei ore che termini in modo da lasciare, prima della pubblicazione, un intervallo di due ore di funzionamento del mercato;
  - ogni venti minuti, del prezzo medio ponderato, del prezzo massimo e del prezzo minimo, sul mercato regolamentato in questione, calcolato su un periodo di funzionamento di due ore che termini in modo da lasciare, prima della pubblicazione, un intervallo di un'ora di funzionamento del mercato.

Inoltre, se gli investitori hanno un accesso preliminare all'informazione sui prezzi e sui quantitativi ai quali possono essere avviate transazioni, questa informazione deve essere disponibile in qualsiasi momento durante le ore di funzionamento del mercato ed i termini annunciati per un prezzo ed un quantitativo determinato devono essere quelli in base ai quali l'investitore può effettuare la transazione.

Le Autorità competenti possono comunque:

- a) ritardare o sospendere la pubblicazione, qualora condizioni eccezionali di mercato lo giustificino oppure, nel caso di mercati di piccola dimensione, per salvaguardare l'anonimato delle imprese e degli investitori;

---

<sup>478</sup> E' rimessa alle Autorità competenti l'individuazione delle forme e dei termini precisi "entro i quali l'informazione deve essere fornita, nonché i mezzi attraverso i quali detta informazione deve essere resa disponibile, tenuto conto della natura, delle dimensioni e delle esigenze del mercato considerato e degli investitori che operano su tale mercato".

Inoltre, rimane ferma la possibilità per ciascuno Stato membro di "adottare o mantenere nel settore disciplinato dal presente articolo, disposizioni più rigorose o disposizioni aggiuntive per quanto riguarda il contenuto e la forma in cui dovrà essere messa a disposizione degli investitori l'informazione concernente transazioni effettuate sui mercati regolamentati di cui esso è lo Stato membro d'origine, a condizione che dette disposizioni siano applicabili prescindendo dallo Stato membro in cui è stabilito l'emittente dello strumento finanziario o dallo Stato membro sul cui mercato regolamentato lo strumento è stato quotato per la prima volta".

- b) applicare disposizioni speciali nel caso di transazioni eccezionali e di grandissime dimensioni rispetto all'entità media delle transazioni sul titolo in questione nel suddetto mercato o di titoli di carattere assai illiquido, definiti secondo criteri obiettivi e resi pubblici;
- c) adottare misure più flessibili, in particolare in relazione ai termini di pubblicazione, per quanto riguarda le transazioni su obbligazioni o su strumenti equivalenti ad obbligazioni.

Oltre alla direttiva n. 93/22/CEE (ed, eventualmente, alla direttiva n. 2001/34/CE, se applicabile) un ulteriore vincolo alle scelte della società di gestione del mercato può essere rappresentato anche dalla normativa comunitaria in materia *anti-trust*.

Al riguardo va tenuto presente che in dottrina sono state, ad esempio, riconosciute contrarie alle norme anticoncorrenziali le pattuizioni, che potrebbero astrattamente essere inserite anche nel regolamento del mercato, con cui si stabilisce che gli operatori che partecipano, in qualità di negozianti, al mercato assumono l'obbligo di astenersi dal negoziare fuori mercato gli strumenti ivi ammessi a negoziazione<sup>479</sup>.

Tale obbligo potrebbe avere una propria giustificazione sotto il profilo economico nella circostanza che, in assenza dello stesso, coloro che effettuano operazioni fuori del mercato regolamentato sono in grado di sfruttare le esternalità positive create da quest'ultimo e che riguardano la possibilità per gli intermediari che offrono servizi di negoziazione alternativi al mercato regolamentato:

- di beneficiare dell'attività di selezione degli strumenti finanziari operata dal gestore<sup>480</sup>;
- di poter effettuare le transazioni sulla base delle informazioni sui prezzi che si formano nel mercato regolamentato<sup>481</sup>.

Ciò nonostante si è ritenuto che si verrebbe a creare un contrasto con l'art. 85 del Trattato UE, anche alla luce della pronuncia della Commissione nel caso "Frubo"<sup>482</sup>.

---

<sup>479</sup> P. GIUDICI, *La regola di concentrazione e il diritto antitrust*, in AA.VV., *La riforma dei mercati finanziari*, cit., p. 553 ss.

<sup>480</sup> Nei sistemi dove l'ammissione a quotazione degli strumenti finanziari è svolta dallo stesso soggetto che organizza le negoziazioni e che, quindi, dispone anche l'ammissione alle negoziazioni degli strumenti finanziari, la verifica dei requisiti comporta un costo da parte del gestore del mercato.

<sup>481</sup> J.H. MULHERIN – J.M. NETTER – J.A. OVERDAHL, *Prices Are Property: the Organization of Financial Exchange from a Transaction Cost Perspective*, in *Journal of Law and Economics*, 1991, p. 631.

<sup>482</sup> Commissione CEE, 25 luglio 1975, in G.U.C.E., 29 agosto 1974, n. L. 237/16. Si tratta di una vicenda in cui è stata configurata, come intesa restrittiva della concorrenza, la disposizione del mercato delle



Passando ad esaminare l'estensione dei poteri di controllo della Consob in ordine all'approvazione del regolamento va osservato che nel decidere se concedere l'autorizzazione essa dovrebbe limitarsi "ad un giudizio tecnico di tipo «microeconomico»", mentre non potrebbe "prendere in esame anche l'opportunità dell'iniziativa"<sup>483</sup>.

In dottrina si è, altresì, escluso che la Consob possa valutare le "effettive possibilità di successo economico della nuova iniziativa, e pertanto dati quali il numero e la provenienza di eventuali manifestazioni di interesse all'adesione al nuovo mercato (ovvero in ordine agli emittenti e/o agli operatori ammessi, in caso di mercati preesistenti), o l'esistenza di mercati regolamentati con analoghe caratteristiche"<sup>484</sup>.

Come si è tentato di dimostrare in precedenza, la valutazione delle prospettive di successo dell'iniziativa da un punto di vista economico non pare possa essere ritenuta, anche in una prospettiva di tutela dei risparmiatori, irrilevante nella concessione dell'autorizzazione alla gestione del mercato. L'importanza che tale aspetto assume anche per le Autorità di vigilanza è del resto dimostrata dal fatto che le Istruzioni di vigilanza richiedono la trasmissione da parte della società di gestione di tutta una serie di dati volti a consentire alle stesse un costante ed attento monitoraggio della situazione patrimoniale e finanziaria della società-mercato.

Va inoltre tenuto presente che, come si è già avuto modo di rilevare, nel sistema del TUF sono espressamente previsti, tra l'altro, requisiti di onorabilità per i soci che detengono partecipazioni rilevanti, nonché requisiti di onorabilità e professionalità per gli esponenti aziendali, ma non sono previsti per questi ultimi, né per coloro che all'interno della società di gestione svolgono funzioni rilevanti per la gestione dei mercati, requisiti di indipendenza. Ciò nondimeno è ritenuto che tali requisiti potrebbero essere previsti dallo statuto o da altre disposizioni interne della società di gestione e che la loro assenza potrebbe comunque essere "oggetto di valutazione, nell'ambito del procedimento di rilascio dell'autorizzazione a norma

---

vendite all'incanto di frutta di Rotterdam che prevedeva l'obbligo per gli importatori di frutta e di verdura e per i grossisti olandesi di effettuare operazioni di compravendita di frutta fresca su tale mercato.

<sup>483</sup> F. VELLA, *L'autoregolamentazione nella disciplina dei mercati mobiliari: il modello italiano*, in *Banca, impr., soc.*, 1997, p. 14, secondo il quale, peraltro, alla Consob veniva riconosciuta comunque un'ampia discrezionalità, similmente, del resto, a quanto è accaduto con il d. lgs. n. 385/1993 per le banche; R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 211, per il quale l'autorizzazione "non può essere negata per ragioni attinenti alle «esigenze economiche» del mercato mobiliare in una prospettiva di vigilanza strutturale e (...) deve essere concessa quando il regolamento contenga norme capaci di assicurare il rispetto delle regole del gioco".

<sup>484</sup> C. MOTTI, *I mercati regolamentati di strumenti finanziari*, cit., p. 388.

dell'art. 63, comma 1, lett. b) e comunque in sede di vigilanza sulla «regolamentazione» del mercato»<sup>485</sup>.

Secondo parte della dottrina, un ulteriore accertamento che la Consob dovrebbe effettuare nel concedere l'autorizzazione all'esercizio del mercato riguarda la verifica del rispetto delle prescrizioni dell'ordinamento nazionale, ancorché essa non sia espressamente contemplata nell'art. 63 del TUF<sup>486</sup>; tale conclusione pare peraltro da condividere, purché la verifica non venga effettuata superando il duplice limite rappresentato dalle materie rientranti nella competenza dell'Autorità di vigilanza e dalle finalità cui la verifica è preordinata.

La mancata concessione dell'autorizzazione non comporta peraltro automaticamente l'illiceità dell'attività svolta dalla società di gestione dal momento che l'autorizzazione prevista dall'art. 63, comma 1, del TUF è un provvedimento che riguarda non l'esercizio dell'attività imprenditoriale, ma unicamente la gestione di un particolare mercato (il mercato regolamentato), mentre dall'art. 78 del TUF si evince chiaramente che l'attività di organizzazione e gestione di mercati non regolamentati di strumenti finanziari non può essere considerata una attività riservata<sup>487</sup>. Ne consegue che, se non sono violate le disposizioni emanate in tema di sistemi di scambi non organizzati, la circostanza che la società di gestione non abbia ottenuto l'autorizzazione all'esercizio del mercato quale "mercato regolamentato", non precluderebbe la gestione del mercato come sistema di scambi organizzati.

Nell'eventualità in cui la società di gestione ottenga invece l'autorizzazione all'esercizio del mercato, questo viene iscritto dalla Consob in un apposito elenco dalla stessa tenuto (art. 63,

---

<sup>485</sup> C. MOTTI, *I mercati regolamentati di strumenti finanziari*, cit., pp. 358-389, secondo la quale, prevedendo l'art. 73, comma 4, del TUF che l'Autorità di vigilanza verifichi che la regolamentazione del mercato consenta di perseguire le finalità di trasparenza, di ordinato svolgimento delle negoziazioni e di tutela degli investitori di cui all'art. 63, comma 1, lett. b), del TUF, e non potendo il controllo all'accesso essere meno rigoroso del controllo esercitato successivamente, nel decidere se concedere o meno l'autorizzazione si dovrebbe avere riguardo anche al contenuto dell'atto costitutivo e dello statuto.

<sup>486</sup> C. MOTTI, *I mercati regolamentati di strumenti finanziari*, cit., p. 387.

<sup>487</sup> Così anche F. CAPRIGLIONE, *Sub art. 63*, cit., p. 613; C. MOTTI, *I mercati regolamentati di strumenti finanziari*, cit., pp. 384-385, la quale rileva che devono essere considerati abrogati gli artt. 1 e 20 del r.d. n. 1068/1913, articoli sui quali, come si è visto (cfr. *supra* par. 1.3), parte della dottrina aveva fondato l'esistenza di un obbligo di concentrazione degli scambi. L'abrogazione non sarebbe espressa, ma deriverebbe, ex art. 214, comma 1, lett. b), del TUF, dall'incompatibilità di tali norme "con la nuova disciplina delle materie relative alla partecipazione degli intermediari autorizzati ad altri mercati (cfr. art. 67, 5° comma), ai mercati fuori borsa (art. 78), alla quotazione dei prezzi (art. 205)" (C. MOTTI, *I mercati regolamentati di strumenti finanziari*, cit., p. 385, nota 68).

comma 2, TUF)<sup>488</sup>.

L'iscrizione nell'elenco è particolarmente importante, in quanto l'art. 16 della direttiva n. 93/22/CEE, disponendo che "ai fini del reciproco riconoscimento e dell'applicazione della presente direttiva, spetta a ciascuno Stato membro compilare l'elenco dei mercati regolamentati di cui è lo Stato di origine e che sono conformi alla sua regolamentazione, e comunicare per informazione agli altri Stati membri e alla Commissione tale elenco<sup>489</sup>, nonché le norme di organizzazione e di funzionamento dei mercati regolamentati in questione", prevede l'automatico riconoscimento di tutti i mercati regolamentati iscritti negli elenchi compilati dagli Stati membri di origine<sup>490</sup>.

Tale riconoscimento consente innanzitutto agli intermediari autorizzati a prestare i servizi di negoziazione per conto proprio o per conto terzi di accedere a tutti i mercati regolamentati comunitari<sup>491</sup>, ma ha anche la conseguenza di permettere al mercato di offrire direttamente o

---

<sup>488</sup> L'iscrizione è stata considerata un atto dovuto dell'Autorità di vigilanza [C. MOTTI, *I mercati regolamentati di strumenti finanziari*, cit., p. 386; in tale senso parrebbe orientato anche F. CAPRIGLIONE, *Sub art. 63*, cit., p. 616, allorché rileva che "(l)'iscrizione, in quanto destinata a dare giuridica visibilità alla conseguita autorizzazione, determina nei soggetti interessati ad ottenerla una situazione di legittima aspettativa, versandosi in presenza di un'attestazione pubblica dell'autorità, che non potrà essere negata qualora ne ricorrano i presupposti (...). Conseguono possibili forme di tutela in via giurisdizionale, qualora senza giustificate ragioni, arbitrariamente, essa venga negata; del resto, da tempo un'autorevole dottrina, a livello generale, ha sostenuto che l'iscrizione dà luogo ad un procedimento complesso, nel quale a fronte di un accertamento si colloca un diritto, discendendo da essa l'attribuzione della legittimazione a svolgere una determinata attività"]].

<sup>489</sup> La Consob è infatti tenuta, sempre ai sensi dell'art. 63, comma 2, del TUF, a curare l'adempimento delle disposizioni comunitarie in materia e, quindi, in primo luogo a comunicare per informazione agli altri Stati membri e alla Commissione l'iscrizione del mercato nell'elenco, nonché le norme di organizzazione e di funzionamento dello stesso.

Sottolinea come vi sia "un legame necessario tra l'autorizzazione all'esercizio del mercato, ed il suo «riconoscimento» quale mercato «europeo»" F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., p. 248, secondo il quale "non pare che, in base al regime del TUF, sia possibile dar vita a mercati italiani che non siano anche mercati «regolamentati» ai sensi della disciplina comunitaria". In termini sostanzialmente simili si è espresso anche M. RUBINO DE RUTIS, *Sub art. 48*, cit., p. 321, per il quale, potendo la Consob "autorizzare i mercati solo se sono rispettati i requisiti imposti dalla normativa comunitaria, l'elenco dei mercati autorizzati coincide con quelli regolamentati ai fini del «riconoscimento» ai sensi dell'art. 16 della Direttiva 93/22/CEE".

<sup>490</sup> Con riferimento all'ipotesi di richiesta del riconoscimento di mercati esteri extracomunitari o di mercati comunitari non regolamentati, essa può procedere a tale riconoscimento, al fine di estenderne l'operatività sul territorio della Repubblica, solo previa stipula di accordi con le corrispondenti Autorità (art. 67, comma 2, TUF).

<sup>491</sup> L'art. 15 della direttiva n. 93/22/CEE dispone che "salvo l'esercizio della libertà di stabilimento e della libera prestazione di servizi di cui all'articolo 14, gli Stati membri ospitanti provvedono a che le imprese d'investimento, autorizzate dalle competenti autorità del loro Stato membro d'origine a prestare servizi di cui all'allegato, sezione A, punti 1 b) e 2 [si tratta dei servizi di investimento consistenti

indirettamente, anche mediante collegamenti telematici<sup>492</sup>, i propri servizi a tutti gli intermediari comunitari autorizzati a prestare i servizi di negoziazione per conto proprio o per conto terzi<sup>493</sup>.

---

nell'esecuzione di ordini, aventi ad oggetto strumenti finanziari, per conto terzi, nonché nella negoziazione di strumenti finanziari] possano, direttamente o indirettamente, divenire membri dei o avere accesso ai mercati regolamentati in cui sono prestati analoghi servizi nonché avere accesso ai o divenire membri dei sistemi di compensazione e di liquidazione che sono ivi a disposizione dei membri dei mercati regolamentati. Gli Stati membri abrogano qualsiasi norma o legge nazionale o gli statuti dei mercati regolamentati che limitano il numero delle persone ammesse ad aver accesso. Se per via della sua struttura giuridica o per le sue capacità tecniche, l'accesso a un mercato regolamentato è limitato, gli Stati membri provvedono affinché detta struttura e dette capacità siano adattate ad intervalli regolari".

Anche in considerazione del contenuto della norma comunitaria ora riportata, l'art. 25, comma 1, del TUF ha espressamente previsto, come si è già avuto modo di considerare (cfr. *supra* par. 5.2), che "(l)e Sim e le banche italiane autorizzate all'esercizio dei servizi di negoziazione per conto proprio e per conto terzi possono operare nei mercati regolamentati italiani, nei mercati comunitari e nei mercati extracomunitari riconosciuti dalla Consob ai sensi dell'articolo 67. Le imprese di investimento comunitarie ed extracomunitarie e le banche comunitarie ed extracomunitarie autorizzate all'esercizio dei medesimi servizi possono operare nei mercati regolamentati italiani".

<sup>492</sup> In base a quanto previsto dall'art. 67, ultimo comma, del TUF la Consob è tenuta a determinare i casi in cui le imprese di investimento, le banche e i soggetti che gestiscono mercati sono tenuti a comunicare alla Consob stessa, con le modalità da quest'ultima stabilite, la realizzazione di collegamenti telematici con mercati esteri.

La Consob ha trasmesso alle associazioni di categoria interessate, per consultazione, una nota tecnica volta a completare la disciplina sugli obblighi di comunicazione ora considerati (v. Notiziario Consob dell'11 ottobre 1999, n. 39). La nota, oltre a includere tra i destinatari dell'obbligo di comunicazione tutti i soggetti che svolgono attività di intermediazione mobiliare in Italia (Sim, succursali di altre imprese di investimento comunitarie ed extracomunitarie stabilite nel territorio della Repubblica, gli intermediari iscritti all'elenco previsto dall'art. 10 del d. lgs. n. 385/1993, banche italiane e succursali di banche comunitarie ed extracomunitarie stabilite nel territorio della Repubblica), le società di gestione di mercati regolamentati e gli organizzatori di sistemi di scambi organizzati, precisa anche che deve essere comunicato alla Consob "ogni tipo di connessione effettuata attraverso strutture informatiche che consenta il diretto inserimento nel mercato di proposte negoziali da parte dei membri dello stesso mercato o dei loro clienti", rimanendo escluse le connessioni "mediante le quali si trasmettono soltanto ordini di acquisto o di vendita al negoziatore".

Nella nota si provvede, inoltre, a definire la nozione di "mercati esteri", ricomprendendo in essa "i mercati riconosciuti dalla Consob ai sensi dell'art. 67, commi 1 e 2, TUF (...) ed ogni altro sistema per la negoziazione di strumenti finanziari, gestito da soggetti aventi sede legale all'estero, organizzato secondo regole e strutture che consentano, in via continuativa e periodica, di raccogliere e diffondere proposte di negoziazione di strumenti finanziari e di dare esecuzione a dette proposte con le modalità previste dal sistema".

<sup>493</sup> Per quanto riguarda la richiesta delle società di gestione italiane di ottenere il riconoscimento dei mercati dalle stesse gestiti da parte delle Autorità di Stati extracomunitari, l'art. 67, comma 3, del TUF prevede tale possibilità solo dopo che sia stato concesso il nulla osta dalla Consob, nulla osta che non può essere dato se non in presenza di accordi con le corrispondenti Autorità (la Consob ha rilasciato alla Borsa Italiana S.p.A. il nulla osta a chiedere il riconoscimento di due mercati da essa gestiti, borsa e mercato ristretto, come risulta dal Notiziario Consob del 5 luglio 1999, n. 27).

La circostanza che la verifica della Consob debba comunque assicurare un'adeguata tutela degli investitori ha fatto ritenere che il controllo operato in ordine alla "equivalenza" tra la disciplina estera e la normativa vigente in Italia debba riguardare soltanto marginalmente la forma delle norme e debba

Diversa dall'iscrizione prevista dall'art. 63, comma 2, del TUF è non solo l'iscrizione di cui all'art. 67, comma 1, del TUF, il quale dispone che la Consob procede ad iscrivere, in una apposita sezione dell'elenco in cui sono iscritti i mercati regolamentati da essa autorizzati, i mercati regolamentati riconosciuti ai sensi dell'ordinamento comunitario<sup>494</sup>, ma anche l'iscrizione della società di gestione del mercato da parte della Consob in un apposito albo dalla stessa tenuto ai sensi dell'art. 73, comma 2, del TUF<sup>495</sup>.

#### 5.4 Le modificazioni del regolamento del mercato

Le modificazioni del regolamento del mercato devono essere approvate dall'assemblea della società di gestione e comportano l'adempimento, da parte della stessa, di alcune formalità

---

soffermarsi piuttosto sugli effetti che la norma produce, nonché sulle finalità per le quali è stata introdotta (Su. FORTUNATO, *Sub art. 67*, in AA.VV., *Testo Unico della Finanza*, cit., p. 559).

<sup>494</sup> E' stato osservato che "il riconoscimento dei mercati dei paesi membri non avviene (...) con l'iscrizione degli stessi sul menzionato elenco; bensì deve ritenersi che il mercato regolamentato acquisisca la qualifica a seguito della comunicazione trasmessa alla Consob da parte dell'autorità competente dello Stato d'origine del mercato. L'iscrizione da parte della Consob è infatti da ritenersi un atto dovuto, avente natura meramente dichiarativa, a differenza dell'iscrizione dei mercati nazionali da parte dello Stato d'origine, avente natura costitutiva. Ciò in considerazione sia dell'interpretazione letterale dell'art. 16 della direttiva (in cui è esplicitato che la comunicazione debba avvenire «per informazione»), sia tenuto conto della «ratio» della disposizione; qualora all'autorità di settore venisse riconosciuta la facoltà di effettuare accertamenti e dunque di omettere l'iscrizione dopo aver ricevuto la comunicazione da parte di un altro Stato membro, potrebbe risultare compromessa l'effettiva attuazione del principio del reciproco riconoscimento nei confronti degli intermediari dotati di «passaporto europeo», atteso che il riconoscimento dei mercati regolamentati comunitari ne rappresenta il presupposto" (A. LOMBARDI PIRONE, *Sub art. 67*, cit., p. 651; ma si veda già D. SANTECECCA - F. PALISI, *Sub art. 51*, in AA.VV., *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari*, cit., p. 427).

<sup>495</sup> In relazione all'iscrizione della società di gestione del mercato nell'albo di cui all'art. 73, comma 2, del TUF, è stato evidenziato come questa formalità pubblicitaria, che potrebbe sembrare una duplicazione dell'iscrizione del mercato nell'elenco ex art. 63, comma 2, del TUF, trovi in realtà la propria spiegazione nella possibilità "che una stessa società di gestione amministri due o più mercati e che quindi il riconoscimento (e l'iscrizione) dei mercati successivi al primo non determini più l'obbligo di contestuale iscrizione della relativa società nell'albo" (R. BRIZI - M. DORIA, *La vigilanza dei mercati*, cit., p. 501).

Tale iscrizione, che dovrebbe peraltro avvenire solo allorché la Consob ha autorizzato l'esercizio del primo mercato gestito dalla società, risponde ad una scelta diffusa nella disciplina dei soggetti che operano, a vario titolo, nei mercati finanziari, essendo prevista, come noto, per le banche, per le SIM, le SGR e le SICAV, nonché per le società di gestione accentrata, al fine di dare "certezza giuridica sull'esistenza o meno di determinati status o condizioni" (R. DE CHIARA, *Sub art. 73*, cit., p. 703).

previste dalle Istruzioni di vigilanza<sup>496</sup> che sono in parte comuni sia alle società di gestione di mercati all'ingrosso di titoli di Stato, sia a quelle di gestione di mercati diversi da quelli all'ingrosso di titoli di Stato.

Per questi ultimi, il paragrafo 24 delle Istruzioni di vigilanza dispone in primo luogo che la società di gestione debba inviare alla Consob i progetti di modifica del regolamento dopo l'approvazione delle relative proposte da parte del consiglio di amministrazione, ma comunque almeno 20 giorni prima della data prevista per l'approvazione formale da parte dell'assemblea dei soci<sup>497</sup>.

Una volta che le modifiche sono state deliberate dall'assemblea dei soci, il testo integrale del regolamento è trasmesso alla Consob per l'approvazione ai sensi dell'art. 63, comma 2, del TUF<sup>498</sup>. A seguito di quest'ultima approvazione la società di gestione trasmette alla Consob una copia del testo regolamentare aggiornato e dà idonea pubblicità (anche tramite Internet) del testo integrale aggiornato del regolamento e delle relative disposizioni di attuazione.

Si rileva che, disponendo l'art. 63, comma 3, del TUF l'adozione da parte della Consob, sentita la Banca d'Italia, non solo dei provvedimenti con cui viene concessa l'autorizzazione all'esercizio dei mercati regolamentati nei quali sono negoziati all'ingrosso titoli obbligazionari privati e pubblici, diversi dai titoli di Stato, nonché all'esercizio dei mercati nei quali sono negoziati gli strumenti previsti dall'art. 1, comma 2, lettera d), e gli strumenti finanziari derivati su titoli pubblici tassi di interesse e valute, ma anche dei provvedimenti con cui sono approvate le modifiche ai regolamenti di questi mercati, le Istruzioni di vigilanza precisano che la società di gestione del mercato interessata sia tenuta a trasmettere alla Banca d'Italia la medesima informativa inviata alla Consob.

Per le società di gestione dei mercati all'ingrosso dei titoli di Stato il paragrafo 24 del titolo III della parte II delle Istruzioni di vigilanza stabilisce che esse devono inviare al Ministero

---

<sup>496</sup> Cfr. paragrafo 24 del titolo III della parte II per le società di gestione dei mercati regolamentati all'ingrosso di titoli di Stato e paragrafo 24 del titolo III della parte I, per le società di gestione dei mercati regolamentati di strumenti finanziari diversi da quelli all'ingrosso di titoli di Stato.

<sup>497</sup> L'informativa deve illustrare i contenuti e le finalità delle modifiche regolamentari proposte.

<sup>498</sup> Se il regolamento attribuisce al consiglio di amministrazione il potere di dettare disposizioni di attuazione, ai sensi dell'art. 62, comma 1, del TUF, la Consob si riserva la facoltà di chiedere alla società di gestione di sottoporre ad una procedura di silenzio-assenso le norme regolamentari ivi contenute che assumono particolare rilievo ai fini della trasparenza del mercato, dell'ordinato svolgimento delle negoziazioni e della tutela degli investitori.

dell'economia e delle finanze, alla Banca d'Italia ed alla Consob i progetti di modifica del regolamento del mercato.

Anche in questo caso la comunicazione va effettuata dopo l'approvazione delle proposte di modifica da parte del consiglio d'amministrazione e comunque almeno 20 giorni prima della data prevista per l'approvazione formale da parte dell'assemblea dei soci, con l'illustrazione dei contenuti e delle finalità delle modifiche regolamentari proposte.

Il testo integrale del regolamento deliberato dall'assemblea dei soci è quindi trasmesso al Ministero dell'economia e delle finanze, alla Banca d'Italia e alla Consob, per l'approvazione ai sensi dell'art. 1, comma 2, del decreto del Ministro del tesoro n. 219/1999.

Una volta avvenuta l'approvazione da parte del Ministro dell'economia e delle finanze, la società di gestione trasmette al Ministero, alla Banca d'Italia e alla Consob una copia del testo regolamentare aggiornato e comunicano alla Banca d'Italia e alla Consob le disposizioni di attuazione, nonché ogni altra delibera che integri il contenuto del regolamento, dando altresì idonea pubblicità (anche tramite Internet) del testo integrale aggiornato del regolamento e delle relative disposizioni di attuazione.

### 5.5 La natura del regolamento del mercato

La possibilità per il gestore del mercato di modificare il regolamento e, quindi, anche i requisiti di ammissione a quotazione, rende necessario affrontare la questione della natura giuridica del regolamento del mercato.

Secondo l'orientamento che pare prevalere in dottrina, esso configurerebbe un atto di natura sostanzialmente privatistica<sup>499</sup>, secondo alcuni avente natura contrattuale<sup>500</sup>, per altri assimilabile alle condizioni generali di contratto predisposte unilateralmente dalla società di gestione del mercato ed accettate dagli operatori e dagli emittenti<sup>501</sup>.

Non manca tuttavia chi ha criticato tale soluzione, sostenendo che il regolamento del mercato sarebbe invece un atto normativo, che verrebbe quindi ad inserirsi nelle fonti di diritto al pari

---

<sup>499</sup> R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 210; A. GALANTI, *Norme delle autorità indipendenti e regolamento del mercato: alcune riflessioni*, Quaderni di ricerca giuridica della Banca d'Italia, n. 41, 1996, p. 28; M. RUBINO DE RUTIS, *Sub art. 47*, cit., p. 316.

<sup>500</sup> M. SEPE, *Sub art. 62*, cit., p. 596.

<sup>501</sup> Così A. MAGNONI, *Sub art. 47*, cit., p. 403; G. DE MTNICO, *Antitrust e Consob*, Padova, 1997, p. 220; A. SEGNI, *I mercati e i valori mobiliari*, cit., p. 3021.

dei contratti collettivi di lavoro di cui all'art. 39, comma 3, Cost.<sup>502</sup>; ciò non solo perché la qualificazione della società di gestione del mercato come soggetto di diritto privato non osterebbe alla possibilità di qualificare la stessa come "autorità *lato sensu* amministrativa"<sup>503</sup>, ma anche in considerazione del fatto che i regolamenti del mercato possiedono quei caratteri di generalità, astrattezza e novità che sono propri degli atti normativi.

Per quanto concerne la pretesa generalità ed astrattezza si rileva che essi non possono vincolare i soggetti che operano sul mercato, ed eventualmente gli emittenti, se non vi è stata una preventiva manifestazione di volontà in tal senso da parte di costoro. Se si giungesse a sostenere che è sufficiente l'idoneità di un atto con contenuto omogeneo ad essere applicato ad una pluralità indeterminata di soggetti, ne risulterebbe la necessità di qualificare come atti normativi anche i contratti *standard* predisposti dagli intermediari per regolamentare le prestazioni di servizi di investimento, o la gran parte delle operazioni bancarie<sup>504</sup>.

Ciò non significa, peraltro, aderire alla tesi che ravvisa nel regolamento del mercato delle condizioni generali di contratto. Il regolamento del mercato è da considerare un atto interno della società di gestione con cui essa detta le linee guida dello svolgimento dell'attività e limita

---

<sup>502</sup> R. MANFRELLOTTI, *Esercizio di funzioni normative e partecipazione dei soggetti privati: a proposito dei regolamenti della società di gestione della borsa*, in *Riv.ital. dir pubbl. comunit.*, 2000, p. 1025.

<sup>503</sup> R. MANFRELLOTTI, *Esercizio di funzioni normative*, cit., p. 1023, il quale sostiene che la dottrina amministrativistica ha "da tempo chiarito che la cura di interessi pubblici, ancorché attraverso modelli attivi di diritto privato, non cessa per questo di costituire esercizio di un potere amministrativo". Il punto è che non vi sono elementi normativi che inducono a ritenere che la società di gestione debba avere interessi diversi da quelli tipicamente perseguiti da qualunque altro imprenditore.

<sup>504</sup> Né appagante pare l'osservazione secondo cui "se l'organizzazione del mercato era affidata fino al 1996 ai poteri regolamentari della Consob e nessun dubbio si aveva sulla natura di fonti normative secondarie dei relativi atti, non si vede perché un atto che esplica la medesima funzione sui medesimi soggetti dovrebbe essere diversamente qualificato solo a causa del diverso soggetto (privato o pubblico) che lo ha emanato" (R. MANFRELLOTTI, *Esercizio di funzioni normative*, cit., p. 1024).

Tale osservazione trascura invero di considerare il diverso contesto normativo in cui oggi gli atti che disciplinano il mercato sono adottati, rispetto a quanto avveniva in passato. Nel sistema precedente la Consob era l'unico soggetto al quale veniva riconosciuto il potere di dettare disposizioni in tema di funzionamento dei mercati di borsa e, nello svolgimento di tale compito, essa doveva esclusivamente tutelare gli interessi collettivi. Nell'attuale cornice normativa, invece, sono le società di gestione a dettare le regole del gioco, che possono essere diverse a seconda della società che le ha emanate e che rispondono a logiche imprenditoriali, mentre all'Autorità di vigilanza è attribuita la funzione di controllare che tali regole siano compatibili con i parametri individuati dal legislatore.

Se il risultato finale è in ogni caso rappresentato dalla presenza di una disciplina, sicuramente diverse sono le modalità attraverso le quali si giunge a tale obiettivo e tale diversità non consente di considerare le funzioni che un tempo svolgeva la Consob equivalenti a quelle ora svolte dalle società di gestione del mercato, precludendo nel contempo la possibilità di trasporre conclusioni cui si giungeva in passato ad una realtà profondamente diversa.



la propria discrezionalità della società nella conclusione dei contratti sia con i soggetti ammessi ad operare sul mercato, sia (eventualmente) con gli emittenti nel caso in cui l'ammissione a quotazione avvenga su domanda dell'emittente.

Nessuna norma vieta, infatti, ad un soggetto di diritto di delimitare la propria capacità negoziale, predisponendo e rendendo note le condizioni alle quali è intenzionato a concludere contratti, e non vi è alcun dubbio che tale atto debba essere considerato di natura privatistica e possa assumere rilievo nei rapporti con i terzi nel momento in cui è diffuso al pubblico o è richiamato, in tutto o in parte, nei contratti conclusi con terzi.

La circostanza che la redazione del regolamento sia imposta dalla legge non pare possa modificare tale conclusione, essendo volta a consentire non solo l'esercizio puntuale della vigilanza da parte degli organi a ciò preposti, ma anche per consentire a coloro che entrano in contatto con la società di gestione di conoscere aspetti fondamentali concernenti l'attività svolta dalla stessa.

Alcune previsioni del regolamento possono, peraltro, integrare il contenuto del contratto di quotazione e del contratto tra la società di gestione del mercato e gli intermediari ammessi alle negoziazioni<sup>505</sup>, ma tale integrazione avviene *per relationem*, per effetto cioè della stipulazione di contratti il cui contenuto non coincide con il regolamento, sia perché quest'ultimo può contenere previsioni che non si applicano al contraente della società di gestione del mercato, sia perché il contratto potrebbe contenere clausole che non sono previste nel regolamento, come, ad esempio, le commissioni di negoziazione richieste agli intermediari o le *listing fees* richieste agli emittenti degli strumenti finanziari ammessi alla quotazione.

Per quanto riguarda, infine, le ipotesi di esclusione dalle negoziazioni su richiesta dell'emittente va subito rilevato che, come si è già avuto modo di considerare, l'art. 133 del TUF consente tale possibilità soltanto alle società italiane con azioni quotate nei mercati regolamentati italiani e purché ricorrano le seguenti tre condizioni:

- 1) l'esclusione è stata deliberata dall'assemblea straordinaria dell'emittente;
- 2) è stata ottenuta l'ammissione delle azioni alla quotazione/negoziazione su altro mercato regolamentato di un Paese UE;
- 3) l'ammissione delle azioni alla quotazione/negoziazione su altro mercato regolamentato di un Paese UE garantisce una tutela equivalente degli investitori.

---

<sup>505</sup> L'eventuale contratto di quotazione ed il contratto tra la società di gestione del mercato e gli intermediari ammessi alle negoziazioni sono destinati a ricadere nell'ambito di applicazione dell'art. 1341 c.c., se predisposti unilateralmente dalla società di gestione.

Con l'art. 144 del Regolamento Emittenti la Consob, alla quale spetta ai sensi dell'art. 133, comma 1, ultima parte, del TUF il compito di stabilire con regolamento i criteri che consentono di verificare la sussistenza di una tutela equivalente per gli investitori, ha precisato che il regolamento della società di gestione deve "disciplinare l'esclusione su richiesta dalle negoziazioni prevista dall'art. 133 del TUF, fissando anche un intervallo temporale adeguato, comunque non inferiore a tre mesi, tra la decisione di richiedere l'esclusione dalle negoziazioni e la data di effettiva esclusione".

Inoltre, sempre con il predetto art. 144, si è stabilito che la richiesta di esclusione dalle negoziazioni delle azioni ordinarie deve essere "in ogni caso"<sup>506</sup> condizionata all'esistenza nel mercato di quotazione di una disciplina dell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria applicabile all'emittente nel caso di trasferimento di partecipazioni di controllo ovvero all'esistenza di altre condizioni valutate equivalenti dalla Consob".

Né la normativa primaria vigente, né quella secondaria, contengono, invece, menzione della possibilità per l'emittente di richiedere l'esclusione definitiva di uno strumento finanziario dalle negoziazioni senza contestuale ammissione in altro mercato regolamentato UE (c.d. *delisting* puro).

Al riguardo parte della dottrina ha ritenuto che la quotazione rappresenterebbe per la società una sorta di "strada a senso unico", mentre secondo altri tale tesi sembra "troppo «innaturale» per essere accolta senza preoccupazione, anche perché la stessa rischia di compromettere l'«appetibilità» della quotazione; quotazione che rischia di diventare una camicia di forza della quale ci si può, per altro, liberare attraverso facili elusioni (come la incorporazione in una società non quotata). In realtà, proprio quest'ultima considerazione consente di ritenere possibile un'applicazione analogica dell'art. 131, 1° comma, e di concludere che in tal caso i soci dissenzienti (e quelli assenti) possono recedere dalla società"<sup>507</sup>.

Tale soluzione è stata accolta dal d. lgs. n. 6/2003, il quale ammette espressamente il diritto di recesso del socio di una società le cui azioni sono quotate sui mercati regolamentati che non ha concorso alla deliberazione che comporta l'esclusione dalla quotazione.

---

<sup>506</sup> La norma si applica dunque anche ai passaggi ad un mercato regolamentato UE e ciò si spiega con il fatto che, a differenza di quanto ci si sarebbe potuto aspettare, neppure sotto il profilo della tutela degli investitori la disciplina dei mercati regolamentati UE presenta una sostanziale equivalenza.

<sup>507</sup> R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., pp. 348-349.

## CAPITOLO 6: LA VIGILANZA SULLA SOCIETÀ DI GESTIONE DEL MERCATO

### 6.1 Il c.d. two-tier system

La direttiva n. 93/22/CEE non prevede uno specifico modello di regolamentazione per i mercati finanziari dei Paesi UE<sup>508</sup>, ma le esperienze di alcune tra le principali piazze finanziarie mondiali (New York<sup>509</sup> e Londra, in primo luogo) hanno per lungo tempo mostrato di assegnare all'autoregolamentazione un ruolo importante per lo sviluppo degli stessi.

---

<sup>508</sup> Così, tra gli altri, F. CAPRIGLIONE, *Sub art. 63*, cit., p. 610.

<sup>509</sup> Negli USA la disciplina dei mercati finanziari è assai complessa ed eterogenea; accanto alla normativa federale, rappresentata in primo luogo dal *Securities Act* del 1933, che detta regole specifiche per quanto concerne soprattutto l'emissione di strumenti finanziari, ed il *Securities Exchange Act* del 1934 (SEA), che contiene norme dedicate in particolare alla regolamentazione degli scambi aventi ad oggetto *securities*, si riscontra un insieme eterogeneo di disposizioni emanate dai singoli Stati, dalle Autorità di vigilanza, nonché dai gestori dei vari mercati.

Il *Securities Exchange Act* richiede che i gestori dei mercati finanziari operino come organizzazioni autoregolamentate (*Self-regulatory Organizations*, SRO's) sotto la vigilanza della *Securities and Exchange Commission* (SEC).

Per quanto riguarda il controllo sulle negoziazioni, il sistema è basato su un doppio livello di controlli effettuati dalle SRO's e dalla SEC. Nel corso del tempo i poteri della SEC sono stati peraltro considerevolmente ampliati: nell'originario disegno del *Securities Exchange Act* essa poteva modificare od integrare le regole stabilite da una SRO solo con riferimento a specifici argomenti ed unicamente a seguito di richiesta scritta di intervento da parte di un soggetto interessato. A partire dal 1975, alla SEC venne riconosciuto il potere di dichiarare inefficaci o sostituire qualsiasi regola dettata da una SRO che, a suo giudizio, non fosse in grado di assicurare la propria corretta amministrazione [*Securities Exchange Act of 1934, as amended* § 19(b), (c), 15 U.S.C. § 78s (b), (c) (1988)].

L'attribuzione di tali penetranti poteri di ingerenza della SEC nel processo autodisciplinare hanno trovato ragione in vari scandali che hanno scosso i mercati americani a partire dal 1934; anche successivamente al 1975 i casi di comportamenti scorretti nei mercati finanziari non sono diminuiti, così nel biennio 1996-1997, a seguito dell'emersione negli anni precedenti di pratiche collusive tra gli intermediari nella fissazione dei *bid and ask prices*, il NASD fu costretto a concludere una transazione da US\$ 1,03 miliardi, ad adottare nuove regole di comportamento per gli intermediari operanti sul NASDAQ ed a separare l'attività normativa dall'attività di gestione delle operazioni di negoziazione, con la creazione di due società distinte, (NASDR e NASDAQ), mentre nel 1998 vari operatori, alcuni dei quali si dichiararono colpevoli, vennero accusati di *front-running* (sulla vicenda, che evidenziò quantomeno l'incapacità del gestore del NYSE di prevenire questo tipo di condotte scorrette da parte degli operatori, si vedano, tra gli altri, gli articoli di G. WEISS, *A Street Scandal That May Not Die*, in *Business Week*, August 9, 1999, p. 76; Id., *Can the Big Board Police Itself?*, in *Business Week*, November 8, 1999, p. 154; G. IP, *NYSE Seeks Dismissal of Suit by Stockbroker*, in *Wall Street Journal*, February 10, 2000, p. 22).

Nel 2000 la SEC rilevò, inoltre, che vari intermediari attivi sul NASDAQ non osservavano una delle principali regole introdotte nel 1997, ossia la *Order Handling Rules*, la quale obbligava i *market makers* ad accettare o comunicare al mercato entro 30 secondi gli ordini di clienti con limiti di prezzo eguale o migliore rispetto al prezzo correntemente praticato sul mercato (M. SCHROEDER, *SEC Studies Brokers' Failure to Disclose Stock 'Limit Orders'*, in *Wall Street Journal*, March 17, 2000, p. C16).

Per quanto concerne, in particolare, l'ordinamento inglese, va osservato che la disciplina autoregolativa dei mercati finanziari si inseriva in un contesto in cui alla c.d. *self-regulation* veniva riconosciuta una funzione rilevante<sup>510</sup> in vari settori del diritto, soprattutto in considerazione dei vantaggi associati a questa forma di tecnica normativa, quali:

- a) il risparmio di costi di cui lo Stato beneficia attribuendo il compito di disciplinare materie connotate da elevato tecnicismo a coloro che operano nel settore, evitando in tal modo di sostenere spese, spesso ingenti, per acquisire le competenze necessarie per regolare tali materie;
- b) la maggiore velocità del procedimento regolativo affidato a soggetti privati, che si traduce anche in una riduzione dei tempi necessari per modificare le regole già emanate nell'eventualità in cui le stesse risultino non più rispondenti alle esigenze che ne avevano giustificato l'introduzione;
- c) il maggiore realismo delle regole provenienti da coloro che sono chiamati a rispettarle e quindi minori difficoltà nell'accettare le regole stesse<sup>511</sup>.

---

<sup>510</sup> Come è stato sottolineato, nel sistema inglese l'autoregolamentazione può assumere contenuti diversi in funzione sia della natura dell'autoregolatore, sia dell'oggetto dell'intervento autoregolamentativo, ferma comunque restando la possibilità di individuare il denominatore comune delle varie nozioni di autoregolamentazione nella circostanza che ognuna di esse è caratterizzata dal fatto che l'autore della regola è anche il destinatario della stessa (G. DE MINICO, *L'esperienza di autoregolazione nel Regno Unito*, in *Pol. dir.*, 2002, pp. 699-700).

Con riferimento alla natura dell'autoregolatore, a seconda che questo sia un soggetto privato o un soggetto pubblico, la *self-regulation* pone dei limiti, rispettivamente, alla libertà negoziale oppure alla discrezionalità nell'esercizio di poteri pubblici, mentre in relazione al tipo di interessi di cui risulta portatore il regolatore si è osservato che può variare l'atteggiamento che lo Stato assume nei confronti dello stesso. Se quest'ultimo è un soggetto collettivo portatore degli interessi della categoria sociale di cui è rappresentante, lo Stato tende ad agire solo "per supplire ad un difetto di autoregolazione", mentre se è un soggetto "assegnatario di compiti di regolazione sociale, sicché le sue future regole non potranno essere esclusivamente *tailored to the circumstances of particular firms (...)* dovranno invece trovare fondamento in istanze, bisogni, domande di provenienza diffusa in ragione dell'efficacia diffusa della futura disciplina, che si distinguerà appunto per l'insolito attributo di avere effetti conformativi non delle sole condotte degli aderenti al soggetto collettivo, ma anche dei terzi", lo Stato non rinuncia a conformare l'attività del *self-regulator*, "perché diversamente, non avrebbe alcuna garanzia del buon fine dell'azione normativa ad effetti diffusi demandata al privato" (G. DE MINICO, *L'esperienza di autoregolazione nel Regno Unito*, cit., pp. 700-701).

<sup>511</sup> G. DE MINICO, *L'esperienza di autoregolazione nel Regno Unito*, cit., pp. 701-702, la quale, con riferimento al maggiore realismo che accompagna i processi autoregolativi, precisa che "(p)er produrre norme coerenti con la realtà e non ad essa sovrapposte, è utile che l'ideatore coincida con la persona che avverta come propria la necessità di quella regola. È più probabile che condotte irragionevoli vengano imposte dal regolatore pubblico, mentre quello privato, sapendo di dover per primo osservare ciò che esige, eviterà di prescrivere condotte inutilmente sacrificatorie. Infatti il decisore privato si baserà sul calcolo dei costi e benefici, e, al limite, emanerà la regola solo se i costi della sua «implementazione» saranno almeno pari ai vantaggi che i regolati acquisiranno dalla sua osservanza".

Con il d. lgs. n. 415/1996, prima, e con il TUF, successivamente, il nostro ordinamento ha ritenuto di riconoscere alla società di gestione del mercato il compito di dettare la disciplina dei mercati da essa gestiti, sebbene abbia avvertito l'esigenza di prevedere comunque l'intervento dell'Autorità pubblica di vigilanza al fine di verificare che il regolamento sia "conforme alla disciplina comunitaria ed è idoneo ad assicurare la trasparenza del mercato, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori" [art. 48, comma 1, lett. b), d. lgs. n. 415/1996 ed art. 63, comma 1, lett. b), TUF].

Rispetto al d. lgs. n. 415/1996, tuttavia, il TUF rafforza i "controlli concernenti l'organizzazione giuridica dei mercati, che assumono così una fisionomia consona al modello della vigilanza in senso proprio. La verifica circa l'idoneità ad assicurare la trasparenza, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori (in precedenza confinata al momento autorizzativo e limitatamente ai contenuti del regolamento, salvo ovviamente il ricorso alla *moral suasion*) assume ora carattere permanente ed è estesa al complesso delle regole che disciplinano il mercato; regole delle quali la Consob può (...) formalmente sollecitare modificazioni, al fine di eliminare disfunzioni eventualmente riscontrate"<sup>512</sup>.

Va peraltro osservato che la teoria economica non è stata finora in grado di dare una compiuta dimostrazione della preferibilità di un mercato finanziario che adotta una disciplina basata sulla autoregolamentazione, rispetto ad un modello di mercato eteroregolamentato.

Il dato storico ha però dimostrato che spesso l'attribuzione alle sole forze di mercato del compito di individuare la disciplina non consente di massimizzare l'interesse dei vari soggetti che operano sul mercato stesso (risparmiatori ed intermediari, in primo luogo), per cui si è reso necessario procedere all'introduzione di presidi pubblici al fine di garantire ai mercati correttezza di funzionamento e stabilità.

Più precisamente, la scelta a favore di mercati finanziari gestiti da "privati", che perseguono fini lucrativi, può determinare situazioni di conflitto di interessi ed in particolare comportare il rischio che, al fine di massimizzare i ricavi derivanti dalle c.d. *listing fees*, vengano ad essere ammesse alla quotazione imprese le cui prospettive di remunerazione e di valorizzazione del capitale di rischio raccolto sul mercato siano connotate da un marcato grado di incertezza. Varie ed eterogenee sono le possibili soluzioni per tentare di minimizzare il suddetto rischio.

Così, si può pensare all'introduzione di obblighi di divulgazione di particolari informazioni che devono essere rese disponibili al pubblico al fine di consentire, ai potenziali soggetti

---

<sup>512</sup> C. MOTTI, *I mercati regolamentati di strumenti finanziari*, cit., p. 351.

interessati ad acquistare gli strumenti finanziari quotandi, la formulazione di un fondato giudizio sulle prospettive dell'emittente, sia prima che venga formalmente assunta la decisione in ordine all'ammissione alle negoziazioni<sup>513</sup>, sia per tutto il tempo in cui gli strumenti finanziari sono quotati.

Altro rimedio potrebbe essere quello di attribuire le competenze in materia di ammissione a quotazione ad un soggetto diverso dal gestore del mercato, il quale potrebbe ammettere alle negoziazioni nei mercati da esso gestiti soltanto strumenti finanziari ritenuti idonei dal primo. E' la soluzione adottata, come si è visto, nel Regno Unito, ove si è introdotta la distinzione tra *admission to listing*, la cui competenza è stata attribuita alla *Financial Services Authority*, e *admission to trading*, lasciata alla discrezionalità delle singole borse.

Un'ulteriore soluzione potrebbe essere data dall'introduzione di regole particolari per il soggetto che gestisce il mercato, concernenti soprattutto, ma non solo, i requisiti di indipendenza, onorabilità e professionalità di coloro che svolgono funzioni importanti nell'ambito dell'attività di gestione del mercato.

Infine, si potrebbe ritenere auspicabile attribuire ad un soggetto pubblico il compito di monitorare costantemente i comportamenti del gestore.

Il nostro ordinamento riconosce, attualmente, un ruolo importante all'informazione del mercato<sup>514</sup>, ma ha introdotto sia particolari requisiti per la società di gestione, sia un sistema basato su un triplice livello di controlli, volti a prevenire non soltanto ipotesi di conflitti di interessi, ma più in generale la non correttezza dei comportamenti posti in essere dal gestore del mercato.

Accanto agli organi interni della società istituzionalmente preposti al controllo sulla correttezza dell'operato della stessa (collegio sindacale o altri organi di controllo previsti dai due modelli di *governance* alternativi adottabili dalle s.p.a., nonché altri eventuali organi individuati dallo statuto o dall'organigramma della società), il TUF prevede che l'operato della società di gestione venga monitorato costantemente da un'Autorità pubblica di vigilanza (Consob/Banca d'Italia) e che la correttezza delle informazioni contabili fornite dalla società di gestione sia controllata da una società di revisione<sup>515</sup>.

---

<sup>513</sup> L'art. 113 TUF prevede che debba essere pubblicato il prospetto di quotazione.

<sup>514</sup> Si veda, da ultimo, R. RORDORF, *Importanza e limiti dell'informazione nei mercati finanziari*, in *Giur. comm.*, 2002, I, pp. 773-784.

<sup>515</sup> Da un punto di vista classificatorio, si è ritenuto che il modello di disciplina adottato dal d. lgs. n. 415/1996 (e, quindi, anche dal TUF) possa essere considerato "un meccanismo «coregolatorio»

La scelta di non lasciare solamente alla capacità di autoregolamentazione del gestore del mercato il compito di verificare il rispetto delle regole del gioco appare pienamente condivisibile. E' infatti vero che, in un sistema concorrenziale, un contrappeso rispetto ai rischi di comportamenti scorretti del gestore è rappresentato dai costi di reputazione e di affidabilità che lo graverebbero qualora la sua condotta dovesse porsi in contrasto con gli interessi degli investitori<sup>516</sup>.

Va tuttavia considerato non solo che, ad oggi, il sistema finanziario italiano non è sicuramente caratterizzato da un elevato tasso di competitività per quanto concerne l'offerta di servizi di negoziazione, ma anche che, come dimostrato dal caso Enron<sup>517</sup>, il regolare funzionamento dei mercati finanziari si basa soprattutto sulla fiducia degli investitori.

L'esclusiva attribuzione ai meccanismi spontanei di autoregolamentazione del compito di selezionare i soggetti in grado di fornire i servizi di negoziazione in modo efficiente può infatti avere serie conseguenze nel breve-medio periodo anche per i gestori "virtuosi" in tutte le ipotesi in cui i predetti meccanismi si attivino a seguito di comportamenti fraudolenti in danno degli investitori<sup>518</sup>.

Si può peraltro fin da ora rilevare che le disposizioni dettate in tema di poteri e compiti della Consob, nell'ambito dell'organizzazione dei mercati finanziari, mostrano che nel TUF è stato accolto un modello di regolamentazione degli stessi basato sull'autoregolamentazione, ma che contempla comunque la vigilanza da parte dell'Autorità pubblica, la quale trova la propria giustificazione nell'interesse generale al buon funzionamento di tali mercati (c.d. *two-tier system*).

---

classificabile come «*mandated self-regulation*» o «*audited self-regulation*» nel quale «*specific industry representatives are given a mandate to develop, apply, and enforce norms based on a formal delegation of state authority*» e che rappresenta il compromesso tra i sistemi che hanno sperimentato sia i rischi, in termini di stabilità degli intermediari e dei mercati, della *pure self-regulation* (c il riferimento è soprattutto all'ordinamento inglese), sia i costi, in termini di irrigidimento e burocratizzazione dei vincoli operativi, di una eccessiva «intrusione» delle regole statuali" (F. VELLA, *L'autoregolamentazione nella disciplina dei mercati mobiliari*, cit., p. 8; sulle caratteristiche della "coregolazione" si veda anche G. FERRARINI, *Verso un'autoregolamentazione della borsa e degli altri mercati organizzati*, in *Banca, impr., soc.*, 1996, pp. 105-118).

<sup>516</sup> G. SICILIANO, *Gli effetti economici della privatizzazione dei mercati di borsa*, cit., p. 92.

<sup>517</sup> Per un primo inquadramento della vicenda si veda J. R. MACEY, *Efficient Capital Markets, Corporate Disclosure & Enron*, in *Giur. comm.*, 2002, I, pp. 754-772.

<sup>518</sup> S. FABRIZIO - C. SCARPA, *Tra regolamentazione e sviluppo: fini e modalità dell'intervento pubblico nel mercato azionario*, Quaderni di finanza Consob, n. 13, 1996, p. 26.

## 6.2 I poteri di controllo attribuiti alle Autorità di vigilanza

Nel sistema del TUF è la Consob l'organo pubblico al quale compete la vigilanza ed il controllo nei confronti sia delle società di gestione dei mercati regolamentati di strumenti finanziari diversi da quelli all'ingrosso di titoli di Stato, sia dell'attività che si svolge in tali mercati.

Se ci si basasse sulla lettura della rubrica degli artt. 73 e 74 del TUF si potrebbe avere l'impressione che il legislatore abbia voluto distinguere la vigilanza esercitata dalla Consob sulle società di gestione dei mercati, alla quale sarebbe stato dedicato l'art. 73 del TUF, dalla vigilanza sui mercati, disciplinata dall'art. 74 del TUF.

L'esame del contenuto di tali articoli pare, tuttavia, mostrare che, anche nell'eventualità in cui il legislatore avesse voluto separare i due tipi di vigilanza secondo l'oggetto della stessa, tale presunta bipartizione non sarebbe stata esattamente riprodotta nel dato positivo; nell'art. 73, rubricato "Vigilanza sulla società di gestione", è stato inserito un comma, il quarto, ai sensi del quale la Consob è tenuta a vigilare affinché la regolamentazione del mercato sia conforme alla disciplina comunitaria ed idonea ad assicurare la trasparenza del mercato, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori.

Dato che l'astratta idoneità del regolamento del mercato a soddisfare tali requisiti deve essere verificata dalla Consob non solo al momento della concessione dell'autorizzazione all'esercizio del mercato<sup>519</sup>, ne consegue che l'attività di vigilanza, cui fa riferimento l'art. 73, comma 4, del

---

<sup>519</sup> Considerato che già ai sensi dell'art. 63, comma 1, lett. b), del TUF, la Consob è tenuta, come si è visto, a verificare che il regolamento del mercato sia conforme alla disciplina comunitaria e sia idoneo ad assicurare la trasparenza del mercato, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori, la previsione contenuta nell'art. 73, comma 4, del TUF non può che essere intesa nel senso che, anche successivamente alla concessione dell'autorizzazione all'esercizio del mercato, l'Autorità di vigilanza debba controllare il rispetto delle suddette condizioni.

L'art. 74, comma 1, del TUF dispone inoltre che la "Consob vigila sui mercati regolamentati al fine di assicurare la trasparenza, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori". Ad una prima analisi si potrebbe essere indotti a ritenere inutile tale norma, la quale sembra riprodurre il disposto dall'art. 73, comma 4, del TUF. In realtà, la differente formulazione delle due disposizioni lascia trasparire l'intento del legislatore di assegnare all'Autorità di vigilanza la funzione di controllare costantemente anche le negoziazioni che avvengono sui mercati e di non voler limitare il monitoraggio al solo momento dell'approvazione dei regolamenti dei mercati o delle loro modificazioni.

La vigilanza della Consob sul mercato si articola, dunque, su due piani: il primo, caratterizzato dall'approvazione della regolamentazione predisposta dalla società di gestione, nonché dalle modificazioni ad essa apportate; il secondo connotato dalla costante verifica dell'idoneità della regolamentazione stessa a consentire il rispetto dei principi di trasparenza, di ordinato svolgimento e di tutela degli investitori, che si traduce, sul piano operativo, nel potere di chiedere alla società di gestione la modifica del regolamento nel caso in cui siano riscontrate disfunzioni o, nei casi di necessità ed urgenza, di assumere i provvedimenti ritenuti opportuni.



TUF, non può che tradursi quantomeno nella verifica che l'applicazione del regolamento risulti nel concreto in grado di soddisfare i suddetti requisiti. Ciò, a sua volta, non può che postulare un controllo sull'effettivo funzionamento del mercato e quindi, in ultima analisi, la vigilanza sulla stesso.

Né si potrebbe sostenere che l'ultima parte del quarto comma dell'art. 73 del TUF, ai sensi del quale la vigilanza è funzionale all'eventuale richiesta della Consob alle società di gestione di modificare la regolamentazione del mercato in modo da eliminare le disfunzioni riscontrate, consentirebbe di affermare che l'intero art. 73 TUF sarebbe volto a disciplinare esclusivamente la vigilanza sulle società di gestione.

L'art. 74, comma 2, del TUF, prevede che la Consob possa richiedere alle società di gestione la comunicazione anche periodica di dati, notizie, atti e documenti, nonché il compimento degli atti ritenuti necessari. Se la possibilità per la Consob di rivolgersi alle società di gestione fosse elemento rilevante per stabilire quando ricorre la vigilanza sulla gestione e quando, invece, si la vigilanza sul mercato, ne deriverebbe che l'art. 74, comma 2, del TUF contiene disposizioni in tema di vigilanza sulle società di gestione, con conseguente impossibilità di ravvisare perfetta simmetria tra la rubrica degli artt. 73 e 74 ed il contenuto degli stessi.

Sembra allora da condividere la conclusione di chi ha rilevato che la distinzione tra ambito soggettivo ed ambito oggettivo della vigilanza sia sostanzialmente "artificiosa", in quanto "nella propria attività di vigilanza sul mercato la Consob non può che avere come interlocutore la società di gestione e analogamente la vigilanza sulla società di gestione non sarebbe fine a se stessa, ma è in funzione della vigilanza esercitata sul mercato"<sup>520</sup>.

Maggiormente produttiva appare, dunque, un'analisi che abbia come obiettivo non una classificazione dell'oggetto della vigilanza che la Consob può esercitare, bensì i poteri ad essa riconosciuti nei confronti della società di gestione del mercato. Ciò anche al fine di verificare l'esattezza della ricorrente affermazione secondo cui il d. lgs. n. 415/1996 ed il TUF hanno operato una profonda cesura rispetto alla disciplina previgente.

Passando ad esaminare tali poteri, va osservato che l'art. 73, comma 1, del TUF dispone che nell'esercizio dell'attività di vigilanza nei confronti delle società-mercato la Consob possa avvalersi dei poteri di cui all'art. 74, comma 2, del TUF. Seguendo un modello ampiamente

---

<sup>520</sup> ASSOGESTIONI, D.L. 23 luglio 1996, n. 415. Recepimento della direttiva 93/22/CEE del 10 maggio 1993 relativa ai servizi di investimento del settore dei valori mobiliari e della direttiva 93/6/CEE del 15 marzo 1993 relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi. Un commento preliminare, Quaderno di documentazione e ricerca n. 15, Roma, 1996, p. 186.

utilizzato nella regolamentazione degli intermediari finanziari, il TUF prevede quindi che la Consob possa chiedere alle società di gestione la comunicazione anche periodica di dati, notizie, atti e documenti (c.d. vigilanza informativa), nonché eseguire ispezioni presso le medesime (c.d. vigilanza ispettiva) e richiedere l'esibizione di documenti e il compimento degli atti ritenuti necessari<sup>521</sup>.

Per quanto concerne la vigilanza informativa, le Istruzioni di vigilanza hanno avuto modo di precisare innanzi tutto che le società di gestione del mercato sono tenute in via generale ad "informare tempestivamente la Consob su materie rilevanti per l'esercizio delle funzioni di vigilanza, quali ad esempio le attività di pianificazione, gli accordi aventi ad oggetto alleanze o intese di cooperazione, i progetti di acquisizione di partecipazioni, i malfunzionamenti rilevanti delle strutture tecnologiche e informatiche" (paragrafo 22 del titolo III della parte II).

In relazione alle modalità attraverso la quale la Consob acquisisce dalle società di gestione le informazioni utili all'esercizio delle funzioni di vigilanza le Istruzioni prevedono, in primo luogo, che l'acquisizione possa avvenire nell'ambito degli incontri tra gli esponenti aziendali ed i rappresentanti dell'Autorità di vigilanza, incontri che possono essere periodici, ovvero richiesti dalla Consob o dalle stesse società di gestione (paragrafo 22 del titolo III della parte II).

Un ulteriore mezzo mediante il quale la Consob può venire a conoscenza di informazioni rilevanti per l'espletamento dei compiti di vigilanza ad essa attribuiti dal TUF è rappresentato dai numerosi obblighi di comunicazione posti in capo alle società di gestione del mercato; le

---

<sup>521</sup> In merito alla formulazione dell'art. 74, comma 2, del TUF, si è notato che esso riprenderebbe sostanzialmente, almeno per quanto concerne i poteri attribuiti alla Consob, quanto già previsto nell'art. 10, comma 1, del d.p.r. n. 138/1975. Tale norma disponeva infatti che, ai "fini dell'accertamento della regolarità e dei modi di finanziamento delle operazioni di intermediazione e negoziazione su titoli quotati in borsa, la Commissione nazionale per le società e la borsa può esercitare i poteri di richiesta e di ispezione previsti dall'art. 3, lettera c), sub art. 1 della legge 7 giugno 1974, 216, nei confronti dei soggetti indicati alle lettere c) e g) dello stesso articolo". La Consob poteva, quindi, salvî gli obblighi di comunicazione di cui al secondo comma del predetto art. 10, richiedere alle società con azioni quotate, agli enti i cui titoli erano quotati in borsa, nonché ai soggetti che operavano in borsa o che esercitavano attività di intermediazione, la comunicazione anche periodica di dati e notizie e la trasmissione di atti e documenti, nonché eseguire ispezioni e assumere notizie e chiarimenti da amministratori, sindaci, revisori o direttori generali, allo scopo di verificare l'esattezza e completezza dei dati e delle notizie comunicati.

Diversamente dall'art. 10 del d.p.r. n. 138/1975, l'art. 74, comma 2, del TUF individua non negli emittenti o negli intermediari, bensì nelle società di gestione dei mercati, i destinatari dei poteri di vigilanza informativa ed ispettiva riconosciuti alla Consob (A. PATRONI GRIFFI, *Sub art. 74*, in AA.VV., *Commentario al testo unico*, cit., p. 710).

Istruzioni prevedono, infatti, che esse debbano assolvere i seguenti adempimenti nei confronti della Consob:

- a) inviare, entro 30 giorni dall'approvazione da parte dell'assemblea dei soci, il bilancio d'esercizio e, ove redatto, il bilancio consolidato<sup>522</sup> (paragrafo 25);
- b) inviare i documenti attestanti la convocazione dell'assemblea e del consiglio di amministrazione contenenti l'esplicita indicazione dell'ordine del giorno oggetto della convocazione (paragrafo 26);
- c) inviare, entro 30 giorni dalla data della riunione, copia dei verbali delle delibere assembleari, completi degli eventuali allegati (paragrafo 28);
- d) comunicare senza indugio alla Consob ogni modifica nel libro dei soci (paragrafo 28);
- e) comunicare annualmente, in occasione della trasmissione della documentazione di bilancio, una versione aggiornata del libro dei soci, con l'indicazione per ciascun socio del numero di azioni con diritto di voto possedute, nonché della percentuale delle stesse rispetto al totale delle azioni con diritto di voto (paragrafo 28);
- f) comunicare entro 15 giorni ogni modifica nella composizione degli organi sociali (paragrafo 29);
- g) comunicare, in occasione della trasmissione della documentazione di bilancio, la composizione aggiornata degli organi sociali (paragrafo 29);
- h) comunicare i risultati delle verifiche sulle strutture tecnologiche e informatiche rilevanti per la prestazione dei servizi istituzionali che le società sono tenute annualmente ad effettuare<sup>523</sup>, nonché le misure adottate e da adottare da parte delle stesse per la rimozione delle disfunzioni riscontrate, specificando i relativi tempi di attuazione (paragrafo 30);
- i) segnalare tempestivamente gli eventuali rilevanti malfunzionamenti delle strutture tecnologiche e informatiche emersi nel corso delle verifiche sulle stesse, informatiche di cui al punto precedente (paragrafo 30);

---

<sup>522</sup> Il bilancio deve essere corredato dal verbale assembleare, dalla relazione degli amministratori sulla gestione, dalla relazione del collegio sindacale e dalla relazione della società di revisione. Devono essere inoltre inviati anche copia dei bilanci delle società controllate e un prospetto riepilogativo dei dati essenziali riguardanti i bilanci delle società collegate.

<sup>523</sup> Ai sensi del medesimo paragrafo 30 vanno sottoposte a verifica "le strutture tecnologiche e informatiche rilevanti per la prestazione dei servizi istituzionali, con particolare riferimento alle misure di sicurezza informatica poste in essere e alle procedure di *back up* e *recovery* previste. Tale verifica è effettuata da soggetti terzi ovvero da strutture interne alla società, purché diverse e indipendenti da quelle produttive".

- j) trasmettere i documenti di pianificazione aziendale sottoposti al consiglio di amministrazione, riguardanti anche le società controllate, nei quali vengono delineati gli obiettivi strategici perseguiti, indicando tempi e modalità di attuazione<sup>524</sup>;
- k) comunicare gli accordi, sottoposti al consiglio di amministrazione, aventi ad oggetto alleanze o intese di cooperazione che possono avere riflessi sull'organizzazione e sul funzionamento dei mercati gestiti<sup>525</sup>.

Obblighi specifici sono poi previsti a carico del consiglio di amministrazione e del collegio sindacale.

Il primo è tenuto<sup>526</sup>, ai sensi del paragrafo 30, ad inviare alla Consob, con cadenza annuale, una relazione sugli interventi organizzativi posti in essere in materia di:

- separatezza tra le funzioni operative e quelle di controllo, nonché in materia di gestione di possibili situazioni di conflitto di interessi nell'assegnazione delle competenze;
- attività di controllo sulla gestione, con individuazione di compiti e responsabilità, in particolare per quanto attiene ai compiti di rilevazione e correzione delle irregolarità riscontrate;
- procedure di *reporting* ai diversi livelli delle strutture aziendali, con specifica indicazione dell'informativa relativa alle anomalie riscontrate e agli interventi adottati per la loro rimozione<sup>527</sup>.

---

<sup>524</sup> Una preventiva informativa su tali documenti deve essere fornita tempestivamente, anche nel corso degli incontri tra gli esponenti aziendali ed i rappresentanti della Consob.

<sup>525</sup> E' previsto l'obbligo di fornire una preventiva informativa sugli accordi anche nel corso degli incontri tra gli esponenti aziendali ed i rappresentanti della Consob.

<sup>526</sup> Si ritiene che la distinzione tra obblighi incombenti sulla società di gestione del mercato ed obblighi posti a carico del consiglio di amministrazione presupponga che, nel primo caso, per l'adempimento dell'obbligo sia sufficiente l'intervento di un soggetto che abbia la legale rappresentanza, nei confronti dell'autorità di vigilanza, della società di gestione nel mercato, mentre nel secondo caso, invece, l'atto debba provenire dal consiglio di amministrazione e, quindi, debba essere stato oggetto di approvazione da parte dello stesso.

<sup>527</sup> La relazione deve inoltre riferire, in particolare, sui seguenti aspetti:

- 1) organigramma e funzionigramma;
- 2) meccanismi di delega;
- 3) articolazione del sistema dei controlli interni;
- 4) metodologie introdotte per assicurare il rispetto del regolamento e il buon funzionamento del mercato, con particolare riferimento all'attività di supporto tecnologico;
- 5) valutazione delle misure di contenimento dei rischi adottate, evidenziando le eventuali carenze di funzionamento riscontrate;
- 6) principali risultanze della concreta attività di controllo posta in essere in seno all'azienda, ai vari livelli della struttura.

Il collegio sindacale è tenuto, a sua volta, a trasmettere alla Consob, "senza indugio", copia dei verbali delle riunioni e degli accertamenti concernenti irregolarità nella gestione, ovvero violazioni delle norme che disciplinano l'attività, nonché ogni altra notizia ritenuta rilevante (paragrafo 27). Deve inoltre inviare, sempre alla Consob ma con cadenza annuale, una relazione sull'esito dei controlli effettuati nelle aree oggetto della relazione del consiglio di amministrazione.

Relativamente alla vigilanza ispettiva, le Istruzioni di vigilanza si limitano a ribadire che il TUF riconosce alle Autorità di controllo il potere di eseguire ispezioni: il paragrafo 35 del titolo III della parte II infatti unicamente che "(s)ecundo quanto stabilito dall'art. 74, comma 2, del TUF, la Consob può eseguire ispezioni presso le società di gestione e richiedere l'esibizione di documenti e il compimento degli atti ritenuti necessari". In mancanza di alcuna indicazione normativa in ordine alle modalità con le quali l'ispezione può avvenire, va qui peraltro rilevato che in dottrina è stata ipotizzata la possibilità di fare riferimento a quanto previsto in materia di ispezioni nei confronti delle banche<sup>528</sup>.

Oltre ai poteri rientranti nella vigilanza informativa ed ispettiva, il TUF ne attribuisce alla Consob ulteriori. Così, l'art. 74, comma 2, del TUF, consente all'Autorità di vigilanza di chiedere alle società di gestione del mercato "il compimento degli atti ritenuti necessari". Il fatto che tale possibilità si trovi, nella formulazione della norma, immediatamente dopo il riconoscimento alla Consob del potere di effettuare ispezioni, non è stato ritenuto sufficiente per legittimare la conclusione che esso sia necessariamente subordinato ad un intervenuto accertamento ispettivo<sup>529</sup>.

Per quanto concerne il contenuto di tale potere, si è osservato non solo che esso dovrebbe comunque essere esercitato per il perseguimento di quegli obiettivi in funzione dei quali sono riconosciuti alle Autorità pubbliche compiti di vigilanza, ma anche che gli atti il cui compimento può essere richiesto dalla Consob devono avere contenuto specifico, devono cioè disciplinare una fattispecie concreta<sup>530</sup>.

---

<sup>528</sup> P. MONTICELLI, *Sub art. 76*, in AA.VV., *Testo Unico della Finanza*, cit., p. 638.

<sup>529</sup> C. MOTTI, *I mercati regolamentati di strumenti finanziari*, cit., p. 391.

<sup>530</sup> R. BRIZI - M. DORIA, *La vigilanza sui mercati*, cit., p. 502, secondo cui tale soluzione troverebbe fondamento nel combinato disposto dell'art. 74, comma 2, e dell'art. 73, comma 4, del TUF, "il quale, in tema di vigilanza sulle società di gestione, attribuisce alla Consob il potere di richiedere alla società-mercato modificazioni al regolamento del mercato medesimo. Stante l'identità delle finalità [(v. in

Altra dottrina ha invece ancor più circoscritto il potere riconosciuto alle Autorità di vigilanza di chiedere alle società di gestione di porre in essere gli atti ritenuti necessari, osservando come "(i)l contesto generale e particolare, nel quale la disposizione è inserita – dal quale è certo estranea qualsiasi configurazione di servizio svolto per concessione della p.a. – induce senz'altro a ritenere che la «richiesta» non possa avere oggetto libero, seppure vincolato nel fine, cioè riguardare qualsiasi comportamento l'autorità ritenga utile o necessario, ma possa essere formulata solo in presenza di comportamenti omissivi della società di gestione e perciò debba inerire esclusivamente ad «atti» che la società stessa è già tenuta ad adottare in base a regole prestabilite che essa deve rispettare"<sup>531</sup>.

L'art. 74, comma 3, del TUF prevede, peraltro, che la Consob possa, in caso di necessità ed urgenza, adottare, per le finalità indicate al comma 1, ossia al fine di assicurare la trasparenza, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori, i provvedimenti necessari, anche sostituendosi alle società di gestione<sup>532</sup>.

La circostanza che l'art. 73, comma 1, del TUF richiami solo il secondo comma, e non invece anche il terzo comma, dell'art. 74 del TUF ha indotto la dottrina a domandarsi se l'Autorità di vigilanza abbia il generale potere di sostituirsi alla società di gestione, quindi anche per il compimento degli atti richiesti dall'Autorità stessa e non posti in essere dal gestore del mercato.

Ferma restando la sindacabilità giurisdizionale del provvedimento adottato dalla Consob in sostituzione della società di gestione del mercato, pare da condividere la conclusione che "(l)'espressa e generale previsione contenuta nel terzo comma dell'art. 74 sembrerebbe (...) contrastare l'argomentazione desumibile dal silenzio dell'art. 73 sul punto (...). Anzi, se

---

proposito il rinvio operato dall'art. 73, quarto comma, all'art. 63, primo comma, lett. b)], si può concludere, in primo luogo che gli «atti» di cui si discute debbano avere contenuto specifico".

<sup>531</sup> V. MEZZACAPO, *Sub art. 76*, in AA.VV., *Commentario al testo unico*, cit., p. 726.

<sup>532</sup> L'art. 74, comma 4, del TUF precisa al riguardo che tali provvedimenti "possono essere adottati dal Presidente della Consob o da chi lo sostituisce in caso di sua assenza o impedimento. Essi sono immediatamente esecutivi e sono sottoposti all'approvazione della Commissione che delibera nel termine di cinque giorni; i provvedimenti perdono efficacia se non approvati entro tale termine".

Con riferimento alla previsione ora riportata è stato osservato che "(s)arebbe stata tuttavia opportuna la precisazione del *dies a quo* del termine di cinque giorni (...), poiché il termine potrebbe essere riferito sia all'esercizio del potere di approvazione, ed in tal caso potrebbe decorrere dal momento in cui l'atto presidenziale viene sottoposto all'approvazione; sia, come pare preferibile, all'atto presidenziale oggettivamente considerato, quale condizione risolutiva dell'efficacia, con conseguente decorrenza dal momento dell'azione. Sarebbe stato altresì opportuno precisare le conseguenze dell'eventuale mancata approvazione nel termine suddetto, che, allo stato, non pare possa comunque inficiare la validità dell'atto presidenziale" (F. FRANCARIO, *Sub art. 74*, in AA.VV., *Testo Unico della Finanza*, cit., p. 631).

l'oggetto della vigilanza di cui all'art. 73 appare di per sé già chiaramente ricompreso in quello di cui all'art. 74 (il quale, del resto, dopo aver enunciato nel primo comma le finalità della funzione di vigilanza sul mercato regolamentato, indirizza chiaramente i poteri specificamente enumerati nei seguenti commi nei confronti della società di gestione, individuata dal medesimo articolo, come soggetto passivo dell'esercizio della funzione), si potrebbe ragionevolmente concludere che, in punto di vigilanza, l'art. 73 in realtà nulla aggiungerebbe a quanto già disposto nell'art. 74, nell'ipotesi normativa del quale già rientrerebbe la vigilanza sulla società di gestione"<sup>533</sup>.

Sempre con riferimento al potere sostitutivo attribuito dall'art. 74, comma 3, del TUF, va inoltre tenuto presente che in dottrina si è rilevato come "(l)a possibilità di far ricorso – sia pure in via eccezionale – a misure sostitutive assistite dalla immediata esecutività, specie qualora fosse configurabile quale potere innominato di intervento, potrebbe lasciar supporre che la Consob conservi una posizione di supremazia speciale, riproponendo i dubbi circa la natura concessoria del provvedimento autorizzativo. D'altra parte, la norma non avrebbe alcun senso se la sua funzione fosse semplicemente di legittimare la Consob ad assumere provvedimenti già rientranti nella propria sfera di potestà ed attribuzioni (...). Soluzione intermedia sarebbe riconoscere che l'oggetto dei provvedimenti sostitutivi ha la medesima estensione dei provvedimenti diretti ad imporre obblighi di fare (art. 74, 2° comma), rappresentando così una forma di esecuzione d'ufficio di ordini"<sup>534</sup>.

---

<sup>533</sup> F. FRANCARIO, *Sub art. 73*, in AA.VV., *Testo Unico della Finanza*, cit., p. 619.

<sup>534</sup> C. MOTTI, *I mercati regolamentati di strumenti finanziari*, cit., p. 394, la quale sottolinea come "(i)n tal modo la portata «eversiva» della disposizione in commento potrebbe risultare ridimensionata: sorgerebbe tuttavia l'ulteriore quesito, se il presupposto dei provvedimenti sostitutivi sussista altresì qualora le circostanze del caso non lascino il tempo necessario a procurarsi la collaborazione della società-mercato, rivolgendosi ad essa l'ordine affinché provveda a darvi esecuzione (e non soltanto al fine di rimediare all'inerzia, o peggio alla «ribellione» di questa); le misure di cui al 2° e 3° comma dell'art. 74 potrebbero risultare pertanto anche in rapporto di alternatività, e non solo di consequenzialità. Argomento a sostegno di tale conclusione potrebbe trarsi dalla circostanza che – a differenza di quanto previsto dall'art. 7 d.p.r. n. 138/1975 relativamente agli organi locali di borsa – la società di gestione non deve essere neppure ascoltata, e per di più il carattere di urgenza del provvedimento elimina la necessità della comunicazione dell'avvio di procedimento a norma dell'art. 7, 1° comma, l. 7 agosto 1990, n. 241".

Ritiene che vi sia uno stretto collegamento tra le disposizioni contenute nei commi 2 e 3 dell'art. 74 del TUF anche V. MEZZACAPO, *Sub art. 76*, cit., pp. 726-727, secondo il quale la disposizione contenuta nell'art. 74, comma 3, del TUF, che riconosce poteri di sostituzione alla Consob, "lunghi dal potere essere interpretata come previsione del compimento di scelte imprenditoriali mediante atti di natura provvedimentale, deve intendersi come specificazione di un terzo presupposto (affianco alla necessità ed alla urgenza) per l'adozione del provvedimento: l'inerzia della società di gestione di fronte alla richiesta (vincolante), da parte dell'autorità, del compimento degli «atti ritenuti necessari», come previsto nel precedente comma 2 dello stesso articolo 74. L'oggetto del provvedimento di cui al comma 3 riguarderà

Altro potere riconosciuto alla Consob, strettamente connesso alla previsione contenuta nell'art. 63, comma 1, lett. a), del TUF, che attribuisce, come si è visto<sup>535</sup>, alla stessa il potere di autorizzare l'esercizio di un mercato regolamentato in base, tra l'altro, alla verifica dei requisiti previsti dall'art. 61, commi 2, 3, 4 e 5, del TUF e, quindi, anche della sussistenza di alcuni requisiti "statutari" (forma giuridica, capitale sociale, oggetto sociale), riguarda la verifica delle modificazioni statutarie deliberate dalla società di gestione del mercato (art. 73, comma 3, TUF).

In base a quanto specificato da tale norma, non si può, infatti, dare corso al procedimento per l'iscrizione nel registro delle imprese se non consti la verifica che le modificazioni statutarie non contrastino con i requisiti previsti dall'art. 61 TUF<sup>536 537</sup>.

L'interpretazione di tale disposizione non è tuttavia immediata; non è chiaro, in particolare, se il legislatore abbia voluto condizionare l'avvio del procedimento di iscrizione nel registro delle imprese al mero fatto dell'avvenuta verifica delle modificazioni statutarie, il che potrebbe portare ad un diniego di iscrizione solo se tale verifica non avesse avuto luogo, oppure se tale verifica si debba concludere con un nulla-osta all'iscrizione.

Dato che l'art. 73, comma 3, del TUF richiama espressamente fra i parametri della verifica della Consob anche i requisiti "statutari" ricordati, sembra consequenziale ritenere che la funzione della verifica sia quella di assicurare che le modificazioni statutarie non facciano venire meno i predetti requisiti e, pertanto, che condizione per dar corso al procedimento di

---

perciò gli stessi comportamenti «richiesti» ai sensi del comma 2 e rimasti inattuati da parte della società di gestione».

<sup>535</sup> Si veda *supra* cap. 5.

<sup>536</sup> Al fine, si ritiene, di evitare che tale verifica possa tradursi in ritardi nella procedura di iscrizione della deliberazione di modifica dello statuto nel registro delle imprese, le Istruzioni di vigilanza prevedono che le società di gestione debbano inviare alla Consob "i progetti di modificazione dello statuto. La comunicazione va effettuata dopo l'approvazione delle proposte di modifica da parte del consiglio di amministrazione e comunque almeno 20 giorni prima della data prevista per l'approvazione formale da parte dell'assemblea dei soci. L'informativa illustra i contenuti e le finalità delle modificazioni statutarie proposte. Le modifiche dello statuto approvate dall'assemblea dei soci sono trasmesse alla Consob per la verifica di cui all'art. 73, comma 3, del TUF" (paragrafo 23 del titolo III della parte II).

<sup>537</sup> Una volta avvenuta "l'iscrizione nel registro delle imprese, le società di gestione trasmettono alla Consob una copia a stampa dello statuto depositato, firmata su ogni foglio dal legale rappresentante" (paragrafo 23 del titolo III della parte II delle Istruzioni di vigilanza).



iscrizione nel registro delle imprese sia l'accertamento della compatibilità delle modificazioni statutarie con i requisiti previsti dall'art. 61 del TUF<sup>538</sup>.

Infine, si ricorda che la Consob, oltre ad autorizzare l'esercizio del mercato e ad approvare le modifiche, è tenuta altresì a vigilare affinché la regolamentazione dello stesso sia conforme alla disciplina comunitaria, nonché idonea ad assicurarne la trasparenza, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori. A tal fine la Consob può "richiedere alle società di gestione modifiche della regolamentazione del mercato stesso idonee a eliminare le disfunzioni riscontrate" (art. 73, comma 4, TUF).

In proposito, si è rilevato che "l'uso del termine «regolamentazione del mercato» anziché del termine «regolamento del mercato» e la circostanza (...) che tale norma è ricompresa, non già nell'articolo 74 concernente la vigilanza sui mercati regolamentati, bensì nell'articolo disciplinante la vigilanza sulle società di gestione, induce a ritenere che il legislatore con l'espressione adoperata (regolamentazione del mercato) non voglia riferirsi unicamente al regolamento del mercato ma probabilmente ricomprendere tutte le «regolamentazioni» che promanano dalla società di gestione e che in qualche modo impattino sul mercato incidendo sull'effettivo conseguimento delle finalità indicate dalla legge"<sup>539</sup>.

---

<sup>538</sup> Altra questione, sollevata in sede di interpretazione dell'art. 73, comma 3, del TUF, ha riguardato il significato da attribuire all'espressione "(n)on si può dar corso all'iscrizione nel registro delle imprese" utilizzata nella seconda parte dell'art. 73, comma 3, del TUF. In particolare, si è rilevato che tale espressione non chiarirebbe se nell'ambito del procedimento di iscrizione si debba far rientrare anche la fase dell'omologazione. Sul punto si è ritenuto che motivi di carattere letterale, sistematico e di ordine pratico farebbero ritenere preferibile la tesi che vi ricomprende "anche la fase preliminare di omologazione giudiziaria. Dal punto di vista letterale va osservato che l'uso del termine «procedimento» è talmente ampio da poter ricomprendere anche la fase propedeutica alla iscrizione nel registro delle imprese rappresentata dall'omologa giudiziaria. Dal punto di vista sistematico non si può non avere presente poi che la medesima dizione «dar corso al procedimento di iscrizione» è stata pacificamente interpretata con riferimento all'art. 14, co. 3, del d. lgs. 1.9.1993, n. 385, nel senso che essa ricomprenda anche la fase di omologazione giudiziaria (...). Infine dal punto di vista pratico si evitano, sotto il profilo degli effetti giuridici, le difficoltà connesse alla presenza di modifiche statutarie omologate ma che non possono essere iscritte nel registro delle imprese per mancanza della verifica da parte della Consob" (R. DE CHIARA, *Sub art. 73*, cit., pp. 704-705).

Tali conclusioni pare possano essere mantenute ferme anche a seguito delle modifiche introdotte dalla l. 24 novembre 2000, n. 340, una volta che si riferiscano le osservazioni non più all'omologazione, ma all'attività di verifica da parte del notaio introdotta dalla suddetta legge, in sostituzione all'omologazione. Ciò anche in considerazione del fatto che nell'attuale contesto normativo sostenere la tesi, qui non accolta, secondo cui il termine procedimento non comprenderebbe la fase della verifica della legittimità delle modificazioni statutarie, porterebbe ad una seria contraddizione nel caso in cui la verifica venisse effettuata dal tribunale ai sensi dell'art. 2411, comma 2, c.c., dato che in questa ipotesi esso potrebbe ordinare l'iscrizione, la quale però non potrebbe avere luogo proprio per la presenza del disposto dell'art. 73, comma 3, del TUF.

<sup>539</sup> R. DE CHIARA, *Sub art. 73*, cit., pp. 705-706, la quale ritiene altresì che "(s)c tale è la *ratio legis* ne consegue che l'espressione «regolamentazione del mercato» è suscettibile di ricomprendere, non solo il

Terminato l'esame dei poteri di vigilanza previsti dal TUF in tema di mercati regolamentati di strumenti finanziari diversi da quelli all'ingrosso di titoli di Stato, rimangono da considerare le specifiche norme, sempre del TUF, che si occupano della vigilanza dei mercati all'ingrosso di titoli di Stato.

Al riguardo la disposizione "pivotal" è quella contenuta nell'art. 76 del TUF, il cui primo comma stabilisce che, ferme restando le competenze della Consob ai sensi delle norme contenute nel TUF, la Banca d'Italia vigila su tali mercati<sup>540</sup>, "avendo riguardo all'efficienza

---

regolamento del mercato, le istruzioni tecniche, e gli eventuali codici di regolamentazione interna dei conflitti di interesse ma anche lo statuto della società di gestione nonché gli eventuali capitoli connessi a contratti di somministrazione di servizi al mercato prestati da soggetti diversi dalla società di gestione".

A quest'ultimo riguardo va osservato che, nell'eventualità in cui la società di gestione del mercato affidi in *outsourcing* proprie attribuzioni, si pone in effetti il problema, già affrontato, ad esempio, nelle Istruzioni di vigilanza della Banca d'Italia con riferimento all'esternalizzazione di funzioni nelle banche, di verificare se i poteri riconosciuti alla Consob dagli artt. 73, comma 1, e 74, comma 2, del TUF, possano essere esercitati anche nei confronti dell'*outsourcer*.

In proposito si è ritenuto che il dato letterale della norma, facendo riferimento alla sola società di gestione quale destinataria dei poteri di ispezione e informazione attribuiti alla Consob, non consentirebbe di estendere tali poteri anche a soggetti diversi dal gestore del mercato (R. DE CHIARA, *Sub art. 73*, cit., p. 702, secondo la quale vi sarebbe "il pericolo che attraverso la prestazione dei servizi di mercato in *outsourcing* venga ad essere vanificata la possibilità della Consob di esercitare i poteri di accertamento informativo ed ispettivo volti a verificare che la prestazione di tali servizi sia idonea a garantire i «beni pubblici» per la tutela dei quali la Consob è chiamata a vigilare". Sul punto altresì osservato che, secondo C. CONTI, *Sub art. 50*, in AA.VV., *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari*, cit., pp. 420-421, proprio al fine di consentire alla Consob di "esercitare i poteri di accertamento informativo ed ispettivo previsti nei confronti della società di gestione anche nei confronti dei soggetti ai quali quest'ultima dovesse affidare la realizzazione delle strutture e dei servizi di mercato o dai quali dovesse acquisirne comunque la disponibilità", sarebbe necessario inserire nei contratti di appalto o di acquisizione delle strutture e dei servizi di mercati stipulati tra le società di gestione e l'*outsourcer* apposite clausole volte a consentire i predetti accertamenti, "analogamente a quanto avvenuto nel passato mediante inserzione di apposite previsioni nelle convenzioni accessorie agli atti di concessione intervenuti tra il sistema camerale, prima, ed il Consiglio di borsa, poi, ed i soggetti concessionari").

<sup>540</sup> L'attribuzione esplicita alla Banca d'Italia di compiti di vigilanza sui mercati all'ingrosso dei titoli di Stato rappresenta una novità del TUF, come rilevato da chi ha osservato che "(n)el quadro complessivo delle disposizioni sulla «Disciplina» dei mercati, contenuta nel titolo I della parte III del t.u. finanza, l'art. 76 costituisce una delle poche norme legislative (insieme agli articoli 71, 72, 79 e, per certi versi, 68) formalmente del tutto nuove. Nella vigenza del d. lgs. 23 luglio 1996, n. 415 non era mancato, infatti, chi - sottovalutando o interpretando restrittivamente, i poteri che il legislatore aveva conferito al Ministro del tesoro (art. 46, co. 5) di «disciplinare» i mercati all'ingrosso di titoli di Stato - aveva ritenuto che la vigilanza sugli stessi continuasse ad essere affidata, in modo unitario rispetto agli altri mercati, alla Consob, ipotizzando possibili conflitti di competenza, tra questa ed il Ministro del tesoro, nello svolgimento delle rispettive funzioni. In effetti, la previgente disciplina legislativa non contemplava espressamente alcun ruolo attivo della Banca d'Italia direttamente verso i mercati (diversamente era disposto in materia di «liquidazione delle operazioni»: art. 52 del d. lgs. n. 415), ma solo funzioni consultive o tutt'al più di concertazione, rispettivamente nei confronti del Tesoro (...) e della Consob (...), esclusivamente con riferimento ai mercati all'ingrosso ed a quelli deputati ad esprimere andamenti dei tassi d'interesse. Ciò non significa, per altro, che la Banca d'Italia, prima dell'emanazione del testo unico, sia rimasta tagliata fuori da altre più importanti funzioni. Queste sono state, infatti, ad essa

complessiva del mercato e all'ordinato svolgimento delle negoziazioni" ed avvalendosi dei poteri previsti dall'art. 74 del TUF (art. 76, comma 1, TUF). Il secondo comma del medesimo articolo dispone, inoltre, che la Banca d'Italia vigili sulle società di gestione dei mercati all'ingrosso dei titoli di Stato, avvalendosi a tal fine dei poteri previsti dall'art. 74, comma 2, del TUF.

Secondo un primo orientamento, escluso che l'art. 76 del TUF possa essere interpretato nel senso di prevedere per i mercati dei titoli di Stato una duplice (ed identica nei contenuti) forma di controllo in capo alla Consob ed alla Banca d'Italia, ponendosi siffatta conclusione in contrasto con gli obiettivi di semplificazione prevista nell'art. 25, comma 1, lett. q), della legge delega n. 52/1996 e con i principi in materia di vigilanza, si dovrebbe intendere la norma nel senso di attribuire alla Banca d'Italia i compiti di vigilanza, ferme restando le funzioni, diverse da quelle di vigilanza, riconosciute alla Consob.<sup>541</sup>

Secondo altra interpretazione, invece, l'art. 76 del TUF riconoscerebbe alla Consob i compiti di vigilanza sul mercato volti a tutelare la trasparenza e gli investitori<sup>542</sup>, mentre alla Banca

---

attribuite dal «Regolamento recante la disciplina dei mercati all'ingrosso dei titoli di Stato», adottato dal Ministro del tesoro con decreto 15 ottobre 1997, n. 428" (V. MEZZACAPO, *Sub art. 76*, cit., pp. 719-720).

<sup>541</sup> V. MEZZACAPO, *Sub art. 76*, cit., p. 729, secondo il quale non sarebbe un caso che nell'art. 76, comma 1, del TUF, "si faccia riferimento non allo stesso «capo» del testo unico (come sarebbe stato altrimenti logico e come recita l'art. 66, co. 1, per altro profilo), bensì al «decreto» nel suo insieme". In questa prospettiva:

- a) la Consob dovrebbe essere competente con riferimento all'esercizio sia del potere regolamentare di cui all'art. 65 del TUF, in ragione della sua strumentalità ai compiti di accertamento previsti dall'art. 185 del TUF, sia dei poteri amministrativi in tema di insolvenza del mercato contemplati dall'art. 72 del TUF, nonché per quanto concerne l'espletamento di funzioni quali la determinazione delle forme di pubblicità del regolamento previste dall'art. 62, comma 3, del TUF o l'iscrizione dei mercati nell'elenco di cui all'art. 63, comma 2, del TUF, e delle società di gestione nell'albo di cui all'art. 73, comma 2, del TUF;
- b) vi sarebbe una zona grigia, "costituita dalle competenze regolamentari e consultive della Consob indicate nell'art. 61 l.u. finanza. Pur se le materie inerenti tali competenze non sono strettamente connesse a compiti di vigilanza, non vi è dubbio che il soggetto che questi ultimi esercita può utilmente dare il suo apporto nella definizione delle relative disposizioni regolamentari; appare ad esempio curioso che sia la Consob, o solo essa senza obbligo di concertarsi con l'autorità di vigilanza, a stabilire le attività connesse e strumentali consentite alla società che gestiscono mercati all'ingrosso di titoli di Stato";
- c) centrale importanza, anche al fine di individuare i compiti di Banca d'Italia e Consob, può assumere il potere del Ministro del tesoro di dettare disposizioni di regolamentazione dei mercati, anche in deroga alle norme generalmente dettate per le società di gestione, previsto dal già ricordato art. 66, comma 1, del TUF.

<sup>542</sup> In tal senso già R. BRIZI - M. DORIA, *La vigilanza sui mercati*, cit., p. 503.

d'Italia sarebbe lasciata la vigilanza sull'efficienza del mercato e sull'organizzazione degli scambi<sup>543</sup>.

A risultati ancora diversi giunge chi ha osservato come alla Banca d'Italia competa la sola vigilanza sugli aspetti gestionali delle società e del mercato, non invece la vigilanza sugli assetti organizzativi, relativamente ai quali sarebbe invece competente il Ministro del tesoro, al quale spetta l'approvazione del regolamento e quindi anche il potere di modificare lo stesso, attraverso l'emanazione di propri decreti integrativi o modificativi<sup>544</sup>.

Senza voler prendere posizione a favore dell'una piuttosto che dell'altra tesi, qui ci si limita ad evidenziare che le Istruzioni di vigilanza attribuiscono alla Banca d'Italia sostanzialmente gli stessi poteri, sopra esaminati, riconosciuti alla Consob nei confronti delle società di gestione dei mercati regolamentati di strumenti finanziari diversi da quelli all'ingrosso di titoli di Stato.

Per quanto concerne poi l'adozione dei provvedimenti straordinari di cui all'art. 75 del TUF, il terzo comma dell'art. 76 del TUF stabilisce che i poteri e le attribuzioni che tale disposizione riconosce alla Consob spettano alla Banca d'Italia, per cui sarà quest'ultima, ad esempio, a proporre al Ministro del tesoro lo scioglimento degli organi amministrativi o la revoca dell'autorizzazione. Si è infatti ritenuto che lo "spostamento di competenze", operato dall'art. 75, comma 3, del TUF, avrebbe l'ulteriore conseguenza di annullare "ogni spazio di disciplina ministeriale, ex art. 66 t.u. finanza, in materia di provvedimenti straordinari. Rispetto alla normativa amministrativa del 1997 (v. art. 9 reg.) viene meno sul punto qualsiasi intervento (pur semplicemente consultivo) della Consob, mentre spetterà alla Banca d'Italia – e non più al Ministero del tesoro, che se l'era riservata – l'attività di promozione degli accordi occorrenti,

---

<sup>543</sup> P. MONTICELLI, *Sub art. 76*, in AA.VV., *Testo Unico della Finanza* cit., p. 637.

<sup>544</sup> C. MOTTI, *I mercati regolamentati di strumenti finanziari*, cit., p. 398-399, per la quale dovrebbero invece essere riconosciute alla Consob, in ragione delle competenze ad essa attribuite in materia di intermediari e mercati, le seguenti funzioni:

- l'iscrizione dei gestori dei mercati all'ingrosso nell'albo di cui all'art. 73, comma 2, del TUF, da essa tenuto;
- la verifica della corrispondenza delle modificazioni statutarie ai requisiti di cui all'art. 61 del TUF;
- la pronuncia della decadenza o della sospensione degli esponenti aziendali per difetto dei requisiti soggettivi, nell'ipotesi di inerzia del consiglio di amministrazione; la ricezione delle comunicazioni relative alle partecipazioni rilevanti ed i provvedimenti concernenti l'impugnazione delle delibere assembleari della società di gestione, nei casi in cui tale impugnazione da parte delle Autorità sia prevista (art. 61, comma 8, TUF);
- l'iscrizione del mercato nell'elenco da essa tenuto ai sensi dell'art. 63, comma 2, del TUF;
- la ricezione dell'informativa concernente le violazioni del regolamento dei mercati ex art. 64, comma 1, lett. d), del TUF;
- la ricezione della comunicazione relativa ai collegamenti con i mercati esteri prevista dall'art. 67, comma 5, del TUF.

«per assicurare la continuità delle negoziazioni» in caso di scioglimento degli organi della società di gestione o di revoca dell'autorizzazione<sup>545</sup>.

Le disposizioni in tema di vigilanza non sono le uniche a prevedere una disciplina differenziata per i mercati all'ingrosso dei titoli di Stato rispetto a quella prevista per gli altri mercati regolamentati<sup>546</sup>. Va infatti tenuto presente non solo che, come si è visto, ai sensi dell'art. 66, comma 1, del TUF il Ministro del tesoro, anche in deroga alle disposizioni della parte III, titolo I, capo I del TUF, sentite la Banca d'Italia e la Consob, disciplina<sup>547</sup> e autorizza i

---

<sup>545</sup> V. MEZZACAPO, *Sub art. 76*, cit., p. 727, il quale rileva che la disposizione dell'art. 66 del TUF, ai sensi del quale il Ministro del tesoro può disciplinare i mercati all'ingrosso di titoli di Stato "anche in deroga alle disposizioni del presente capo, sentite la Banca d'Italia e la Consob", non potrebbe trovare applicazione in quest'ipotesi, dato che l'espressa e puntuale presa di posizione sul punto della normativa primaria precluderebbe alla norma secondaria di dettare una disciplina diversa.

<sup>546</sup> La ragione della previsione di una disciplina specifica per i mercati all'ingrosso dei titoli di Stato è stata, da più parti, individuata nella "peculiare rilevanza che i medesimi presentano nella gestione del debito pubblico" [così F. CAPRIGLIONE, *Sub art. 63*, in AA.VV., *Commentario al testo unico*, cit., p. 617, secondo il quale "(a)naloghe motivazioni hanno determinato la previsione del coinvolgimento della Banca d'Italia nella formulazione di provvedimenti (autorizzazione all'avvio dell'operatività, misure straordinarie di sospensione delle negoziazioni e di divieto degli scambi, approvazione delle modifiche del regolamento) riguardanti altri mercati, ugualmente importanti per la gestione della politica monetaria; da qui l'assunzione dei provvedimenti suddetti della Consob «d'intesa con la Banca d'Italia». Il riferimento è, ovviamente, ai mercati nei quali sono negoziati all'ingrosso titoli obbligazionari privati e pubblici, diversi dai titoli di Stato, nonché ai mercati nei quali sono negoziati gli strumenti previsti dall'art. 1, comma 2, lettera d), del TUF e gli strumenti finanziari derivati su titoli pubblici, tassi di interesse e valute, con riferimento ai quali:

- l'art. 63, comma 3, del TUF prevede che i provvedimenti di autorizzazione all'esercizio di tali mercati regolamentati e di approvazione delle modificazioni dei relativi regolamenti devono essere adottati sentita la Banca d'Italia;
- l'art. 75, comma 5, del TUF precisa che le proposte di scioglimento degli organi amministrativi e di controllo della società di gestione, la proposta di revoca dell'autorizzazione all'esercizio del mercato, nonché la proposta di scioglimento della società di gestione sono formulate dalla Consob, nelle ipotesi previste dal medesimo art. 75 del TUF, sentita la Banca d'Italia.

L'art. 78, comma 3, del TUF stabilisce inoltre che, per quanto attiene agli scambi all'ingrosso di titoli obbligazionari privati e pubblici, diversi dai titoli di Stato, nonché agli scambi di strumenti previsti dall'art. 1, comma 2, lettera d), TUF e di strumenti finanziari derivati su titoli pubblici, su tassi di interesse e su valute, i provvedimenti con cui la Consob determina le modalità, i termini e le condizioni dell'informazione del pubblico riguardante gli scambi, nonché sospende e, nei casi più gravi, vieta gli scambi stessi, devono essere adottati sentita la Banca d'Italia].

<sup>547</sup> Per i mercati regolamentati dei titoli di Stato la disciplina è articolata su tre livelli, anziché sui due livelli previsti per i mercati regolamentati diversi da quelli dove sono negoziati i titoli di Stato [così C. MOTTI, *I mercati regolamentati di strumenti finanziari*, cit., p. 395, secondo la quale concorrono ad individuare la disciplina dei mercati all'ingrosso dei titoli di Stato: "a) le disposizioni emanate dal ministro del tesoro, sentite la Banca d'Italia e la Consob (...); b) le norme contenute nella parte III, titolo I, capo I, [TUF], in quanto non siano state derogate dalle disposizioni indicate *sub* lett. a); c) il regolamento del mercato"]].

mercati all'ingrosso di titoli di Stato e ne approva i regolamenti<sup>548</sup>, ma anche che:

- l) l'art. 62, comma 10, del TUF dispone che sia il Ministro del tesoro, sentite la Banca d'Italia e la Consob, ad individuare le caratteristiche delle negoziazioni all'ingrosso di strumenti finanziari ai fini dell'applicazione delle disposizioni del TUF;
- m) per quanto concerne l'ammissione alle negoziazioni degli operatori, l'art. 66, comma 2, TUF prevede non solo che la Banca d'Italia e il Ministero del tesoro siano ammessi alle negoziazioni sui mercati all'ingrosso di titoli di Stato, ma anche che le disposizioni emanate dal Ministro del tesoro possano prevedere l'ammissione alle negoziazioni "anche di soggetti diversi dagli intermediari autorizzati all'attività di negoziazione".

Disposizioni specifiche sono altresì dettate dal TUF anche con riguardo agli scambi all'ingrosso di titoli di Stato che vengono effettuati su mercati regolati ma non regolamentati, prevedendo espressamente l'art. 78, comma 3, del TUF che i provvedimenti con cui vengono stabilite le modalità, i termini e le condizioni dell'informazione del pubblico riguardanti tali scambi, nonché i provvedimenti con cui vengono sospesi e, nei casi più gravi, vietati gli scambi stessi, devono essere adottati dal Ministero del tesoro, sentite la Banca d'Italia e la Consob.

### 6.3 Lo scioglimento degli organi amministrativi e di controllo della società di gestione del mercato

Oltre ai poteri di vigilanza ricordati nel paragrafo precedente, alle Autorità di vigilanza sono riconosciuti importanti funzioni nel caso in cui vengano accertate gravi irregolarità nella gestione dei mercati o nell'amministrazione della società di gestione o quando vi sia l'esigenza di tutelare gli investitori.

In tali ipotesi, infatti, ai sensi dell' art. 75, comma 1, del TUF, la Consob può proporre al Ministero del tesoro del bilancio<sup>549</sup> lo scioglimento sia degli organi amministrativi della società

---

<sup>548</sup> La possibilità di deroga alle norme del TUF è stata ritenuta applicabile non solo alla disciplina dei mercati all'ingrosso dei titoli di Stato, bensì anche con riferimento all'autorizzazione ed all'approvazione del regolamento del mercato, da C. MOTTI, *I mercati regolamentati di strumenti finanziari*, cit., p. 395.

<sup>549</sup> La proposta è formulata dalla Consob solo dopo aver sentito la Banca d'Italia per le società di gestione di mercati nei quali sono negoziati all'ingrosso titoli obbligazionari privati e pubblici diversi dai titoli di Stato, nonché per le società di gestione di mercati nei quali sono negoziati gli strumenti previsti dall'art. 1, comma 2, lettera d), del TUF e gli strumenti finanziari derivati su titoli pubblici, tassi di interesse e valute (art. 75, comma 5, TUF). Come si è correttamente rilevato, "(l)e operazioni su tali mercati sono di notevoli dimensioni oppure caratterizzate da un contenuto altamente speculativo, per cui la crisi della società di gestione può riflettersi sulla stabilità monetaria (...). Appare pertanto coerente, in

di gestione, i cui poteri vengono attribuiti a un commissario<sup>550</sup>, sia degli organi di controllo della società stessa<sup>551</sup>.

Per quanto concerne la disciplina del commissariamento, l'art. 75, comma 1, ultima parte, del TUF, innovando rispetto alla disciplina contenuta nel d. lgs. n. 415/1996, rende applicabili alcune delle norme previste dal d. lgs. n. 385/1993 per la procedura di amministrazione straordinaria delle banche, intendendosi attribuiti alla Consob i poteri assegnati alla Banca d'Italia dalle predette norme.

In particolare, trovano applicazione alla procedura *de qua* l'art. 70, commi 2, 3, 4, 5 e 6, e l'art. 72, ad eccezione dei commi 2 e 8, nonché l'art. 75 del d. lgs. n. 385/1993, per cui:

- a) il commissariamento della società di gestione può durare al massimo un anno dalla data di emanazione del decreto ministeriale con cui viene disposto lo scioglimento degli organi di amministrazione e di controllo, salvo che il decreto preveda un termine più breve oppure la Consob ne autorizzi la chiusura anticipata. In casi eccezionali, la procedura può essere

---

analogia con quanto stabilito per l'autorizzazione all'esercizio del mercato (art. 63, co. 3), il coinvolgimento della Banca d'Italia nella scelta dei provvedimenti da proporre, in modo da tener conto dei riflessi degli stessi sui flussi monetari" (P. PISCITELLO, *Sub art. 75*, in AA.VV., *Testo Unico della Finanza*, cit., p. 634).

<sup>550</sup> Il commissario è nominato con lo stesso provvedimento con cui il Ministro del tesoro dispone lo scioglimento degli organi amministrativi.

<sup>551</sup> Tale previsione era già contemplata dall'art. 54 del d. lgs. n. 415/1996, il cui contenuto è stato in gran parte, benché con alcune importanti variazioni, trasposto nell'art. 75 del TUF. In sede di commento del predetto art. 54 si era rilevato che la sostituzione con un commissario di nomina governativa dei soggetti che avevano l'incarico di gestire i mercati finanziari non ha costituito una novità introdotta dal decreto Eurosim (così G. SABATTINI, *Sub art. 54*, in AA.VV., *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari*, cit., pp. 452-457, il quale nota come già l'art. 7 della l. n. 272/1913 stabiliva che il Ministro di agricoltura, industria e commercio, sentita la Camera di commercio, poteva disporre lo scioglimento per decreto reale tanto della Deputazione di borsa che del Comitato direttivo degli agenti di cambio e nominare, sempre con lo stesso decreto, un commissario "per l'ente disciolto").

Disposizioni simili a quella ora ricordata erano poi previste sia dall'art. 12 del d.p.r. n. 138/1975, ai sensi del quale il Ministro del tesoro poteva promuovere "lo scioglimento della Deputazione di borsa e del Comitato direttivo degli agenti di cambio e la nomina del commissario ai sensi dell'art. 7 della legge 20 marzo 1913, n. 272", su proposta o sentita la Consob, sia dal regolamento n. 8469/1994 in tema di mercati nazionali per la negoziazione di valori mobiliari non quotati, il cui art. 30, comma 4, prevedeva che in caso di gravi irregolarità di funzionamento, nonché di impossibilità o mancato funzionamento del Comitato di gestione del mercato e in ogni caso in cui lo avesse richiesto la tutela del pubblico risparmio, la Consob poteva disporre lo scioglimento attribuendo temporaneamente i poteri del Comitato ad uno o più commissari, da essa designati, che dovevano esercitare tali poteri "sulla base delle direttive impartite dalla Consob medesima, sino alla ricostituzione dell'organismo".

prorogata per un periodo non superiore a sei mesi a seguito dell'emanazione di un decreto del Ministro del tesoro, su proposta della Consob<sup>552</sup>;

- b) il commissario esercita le funzioni ed i poteri dei disciolti organi amministrativi, provvedendo ad accertare la situazione aziendale, a rimuovere le irregolarità e a promuovere le soluzioni utili nell'interesse, si ritiene, degli investitori<sup>553</sup>;
- c) nell'esercizio delle sue funzioni il commissario deve attenersi, pena la sua personale responsabilità, alle eventuali limitazioni e cautele che la Consob, in base all'art. 75, comma 1, del TUF e art. 72, comma 4, del d. lgs. n. 385/1993, loro impartire in ordine alla gestione della società.

Il TUF non ha invece riprodotto la norma contenuta nell'art. 54, comma 1, del d. lgs. n. 415/1996, il quale legittimava il Ministero del tesoro, su proposta della Consob, a conferire al commissario per determinati atti anche i poteri dell'assemblea, ferma comunque restando, per la validità delle relative determinazioni, l'approvazione del Ministero, sentita la Consob<sup>554</sup>.

La mancata riproposizione nel TUF della norma in esame, nonché il richiamo operato dall'art. 75, comma 1, del TUF all'art. 72, comma 6, del d. lgs. n. 385/1993, il quale prevede che il

---

<sup>552</sup> La Consob può in ogni caso disporre, ai sensi del combinato disposto degli artt. 75, comma 1, del TUF e 70, comma 6, del d. lgs. 385/1993, proroghe della procedura non superiori a due mesi per gli adempimenti connessi alla chiusura di questa, quando le relative modalità di esecuzione siano state già approvate dalla Consob.

In forza del disposto dell'art. 70, comma 1, del TUF, il commissario deve esercitare i poteri attribuitigli "sino alla ricostituzione degli organi". A quest'ultimo riguardo va tenuto presente che, in conseguenza del richiamo contenuto nell'art. 75, comma 1, del TUF agli artt. 72, comma 3, e 75, comma 3, del d. lgs. n. 385/1993, viene disposto non solo che le funzioni del commissario cessano "con il passaggio di consegna agli organi subentranti", ossia con l'accettazione della carica da parte dei nuovi amministratori e dei sindaci, ma anche che il commissario deve procedere affinché "siano ricostituiti gli organi dell'amministrazione ordinaria", i quali "prendono in consegna l'azienda" con il rispetto delle formalità previste dall'art. 73, comma 1, del d. lgs. n. 385/1993 e, quindi, previa redazione di un sommario processo verbale ed acquisizione di una situazione dei conti.

<sup>553</sup> La norma contenuta nell'art. 72, comma 1, del d. lgs. n. 385/1993 fa più precisamente riferimento all'interesse dei depositanti, quali soggetti maggiormente esposti nel caso di crisi della banca; per quanto riguarda la società di gestione del mercato i clienti di quest'ultima non possono essere qualificati come depositanti, per cui sono possibili due interpretazioni: ritenere che tale parte della norma non possa trovare applicazione in presenza di una situazione di crisi del gestore del mercato, oppure tentare di individuare i soggetti la cui tutela è prioritaria nella predetta ipotesi.

<sup>554</sup> E' stato osservato che, "(t)ale previsione aveva suscitato un ampio dibattito circa i limiti del potere attribuito al commissario (...) La formula usata dal legislatore rendeva plausibile che il potere del Ministero del tesoro riguardasse solo gli atti strettamente necessari per ristabilire una situazione di equilibrio del mercato e tutelare gli investitori. Dubbi diffusi investivano invece la legittimazione dell'esercizio, da parte del commissario, di altre competenze assembleari, in particolare l'approvazione del bilancio" (D. DI BENEDETTO - P. STECCONI, *La gestione delle crisi e i poteri di intervento delle autorità*, in AA.VV., *Il Testo Unico della intermediazione finanziaria*, cit., p. 512).



commissario, previa autorizzazione della Banca d'Italia, possa convocare le assemblee e gli altri organi sociali diversi da quelli di amministrazione e di controllo, consentono pertanto di affermare che, anche nel caso di commissariamento della società di gestione del mercato, rimangono ferme le attribuzioni dell'assemblea, la quale potrà essere chiamata ad esercitare le funzioni che le sono proprie, ivi compresa, si ritiene, l'eventuale modificazione del regolamento del mercato.

Passando a considerare i presupposti al cui ricorrere si può dar luogo alla gestione commissariale, si è al riguardo osservato che la nozione di irregolarità presuppone necessariamente la violazione di una disposizione che può essere non solo legislativa o amministrativa, ma anche contenuta nello stesso regolamento del mercato approvato dall'assemblea ordinaria della società di gestione o nella regolamentazione di attuazione emanata dal consiglio di amministrazione della società stessa<sup>555</sup>.

Per giustificare il commissariamento l'irregolarità deve essere grave e la gravità, si è sostenuto, andrebbe considerata avendo riguardo "alla situazione di pericolo per la stabilità del mercato" e non, invece, all'importanza delle norme violate<sup>556</sup>, con la conseguenza che, ad esempio, "la violazione da parte degli amministratori degli obblighi imposti dalla legge o dall'atto costitutivo dovrebbero costituire irregolarità nell'amministrazione della società e non irregolarità di gestione del mercato, qualora non determini un funzionamento non conforme alle regole anche di quest'ultimo"<sup>557</sup>.

Tale conclusione non appare tuttavia persuasiva: non solo, infatti, l'art. 75, comma 1, del TUF individua quali distinti presupposti per lo scioglimento degli organi di amministrazione e di controllo le gravi irregolarità nella gestione del mercato e nell'amministrazione della società di gestione, mostrando in tal modo di voler attribuire separata rilevanza a circostanze diverse, ma dispone altresì che ulteriore elemento che può indurre all'adozione del provvedimento è qualsiasi fatto che *comunque* può rendere necessario il commissariamento per tutelare gli investitori.

La lettera della norma consente allora di affermare che i provvedimenti comminatori in esame possono essere disposti ogniqualvolta si verifichi una situazione potenzialmente pregiudizievole per gli investitori e, quindi, indipendentemente dall'eventuale violazione di

---

<sup>555</sup> A. PATRONI GRIFFI, *Sub art. 75*, in AA.VV., *Commentario al testo unico*, cit., p. 714.

<sup>556</sup> P. PISCITELLO, *Sub art. 75*, cit., p. 633.

<sup>557</sup> A. PATRONI GRIFFI, *Sub art. 75*, cit., p. 714.

norme<sup>558</sup>. Tale condizione deve essere per altro ritenuta sufficiente, ma non necessaria, dato che altrimenti non si comprenderebbe la ragione per cui il legislatore ha sentito l'esigenza di specificare che anche le gravi irregolarità nella gestione del mercato e nell'amministrazione della società di gestione possono legittimare la Consob a proporre, ed il Ministro del tesoro a disporre, lo scioglimento degli organi di amministrazione e di controllo e la loro temporanea sostituzione con un commissario.

#### 6.4 La revoca dell'autorizzazione

Se le irregolarità nella gestione dei mercati o nell'amministrazione della società di gestione sono di eccezionale gravità, il Ministro del tesoro, su proposta della Consob, può revocare l'autorizzazione prevista dall'art. 63 TUF<sup>559</sup> (art. 75, comma 2, TUF).

Una volta adottato il provvedimento di revoca dell'autorizzazione, gli amministratori o il commissario<sup>560</sup> convocano, entro trenta giorni dalla comunicazione del provvedimento stesso, l'assemblea per modificare l'oggetto sociale oppure per deliberare la liquidazione volontaria della società<sup>561</sup>. Qualora non si provveda alla convocazione entro detto termine o l'assemblea non deliberi entro tre mesi dalla data della comunicazione del provvedimento di revoca, il Ministero del tesoro, su proposta della Consob, può disporre lo scioglimento della società di

---

<sup>558</sup> A. PATRONI GRIFFI, *Sub art. 75*, cit., p. 714, secondo il quale tale scelta permetterebbe tuttavia di "dare ingresso a valutazioni eminentemente discrezionali, difficilmente sindacabili in sede di impugnativa". Fermi restando i rilievi critici ora riportati, la formulazione della norma, in particolare l'utilizzo dell'espressione "e comunque quando lo richiede la tutela degli investitori", pare in effetti indicare la volontà del legislatore di consentire il "commissariamento" della società di gestione anche nelle ipotesi in cui, pur non essendo ravvisabili gravi irregolarità gestionali o amministrative, vi siano esigenze di tutela degli investitori.

<sup>559</sup> Per quanto concerne il riferimento all'eccezionale gravità delle irregolarità, si è rilevato che il legislatore avrebbe utilizzato un "criterio restrittivo", per cui l'emanazione del provvedimento di revoca dovrebbe considerarsi legittimo soltanto se le irregolarità "possano riflettersi sul funzionamento del mercato comportando una situazione di pericolo per gli investitori" (P. PISCITELLO, *Sub art. 75*, cit., p. 634).

<sup>560</sup> Viene così reso palese che la revoca dell'autorizzazione può intervenire anche durante la gestione commissariale.

<sup>561</sup> Quest'ultima precisazione pare assumere centrale rilievo al fine di risolvere la questione, sollevata in dottrina, concernente l'estensione del provvedimento di revoca nel caso in cui la società di gestione del mercato abbia istituito più di un mercato, ma le irregolarità abbiano interessato soltanto uno o alcuni di tali mercati.

gestione<sup>562</sup>, scioglimento che è disciplinato dalle norme dettate per la liquidazione della società per azioni<sup>563</sup>, ad eccezione di quelle concernenti la revoca dei liquidatori<sup>564</sup>.

La differente formulazione del secondo comma dell'art. 75 TUF, il quale prevede che il Ministro del tesoro possa revocare l'autorizzazione, rispetto alla lettera del primo comma del medesimo art. 75, secondo cui il Ministro del tesoro dispone il commissariamento nei casi ivi previsti, nonché la *ratio* della norma, individuata nell'esigenza di precludere la prosecuzione dell'attività di organizzazione e gestione di mercati regolamentati ad una società che non si è dimostrata in grado di svolgerla regolarmente e possa quindi derivare ai risparmiatori pregiudizio dalla continuazione dell'attività<sup>565</sup>, sembrerebbero legittimare la conclusione che nell'adozione del provvedimento di revoca dell'autorizzazione il Ministro del tesoro goda di maggiore discrezionalità non tanto nello stabilire se ricorrono i presupposti per la revoca, i quali o ci sono o non ci sono, quanto piuttosto nel valutare se tali presupposti siano effettivamente indice dell'incapacità della società-mercato a svolgere con regolarità la propria attività.

---

<sup>562</sup> Si è dell'avviso che lo scioglimento della società di gestione possa essere disposto non solo nell'ipotesi in cui l'assemblea non venga convocata nei trenta giorni successivi all'emanazione del provvedimento di revoca dell'autorizzazione o se nel corso dell'assemblea i soci non assumono alcuna decisione, ma anche se la deliberazione assembleare non possa, per qualsivoglia ragione (ad esempio, a causa del suo successivo annullamento), trovare applicazione. Ciò in quanto la *ratio* della norma sembra essere ravvisabile nell'esigenza di non consentire la prosecuzione dell'attività di gestione ad un soggetto che si è dimostrato non idoneo a svolgere tale attività.

<sup>563</sup> La scelta del legislatore del TUF di ricorrere allo scioglimento per provvedimento dell'Autorità governativa, anziché ricondurre la mancata convocazione dell'assemblea o l'inerzia della stessa in una delle ipotesi di scioglimento di diritto comune, ed in particolare nella sopravvenuta impossibilità di conseguire l'oggetto sociale, è stata spiegata con la "moda imperante di sostituire, pur che si presenti l'occasione, l'autorità amministrativa all'autorità giudiziaria" (A. PATRONI GRIFFI, *Sub art. 75*, cit., p. 718, sulla base del presupposto implicito che, nel caso di scioglimento di "diritto comune", la legittimazione alla nomina dei liquidatori sarebbe spettata all'Autorità giudiziaria).

<sup>564</sup> Dalla mancata applicazione delle norme di diritto comune in materia di revoca dei liquidatori della società di gestione nominati dal Ministro del tesoro ai sensi dell'art. 75, comma 3, del TUF si è dedotto che essi possono essere revocati soltanto da quest'ultimo (così A. PATRONI GRIFFI, *Sub art. 75*, cit., p. 718).

<sup>565</sup> Anche secondo D. DI BENEDETTO – P. STECCONI, *La gestione delle crisi*, cit., pp. 512-513, l'art. 75, comma 2, del TUF avrebbe "una sfera di applicazione molto ampia in cui possono essere ricomprese molteplici ipotesi il cui fattore comune è comunque costituito dalla inidoneità della società a svolgere ulteriormente le proprie funzioni. L'elasticità della norma, la cui applicazione è rimessa agli organi di controllo, trova la sua giustificazione nella difficoltà di delineare una casistica esaustiva; tuttavia, il richiamo all'eccezionale gravità dell'irregolarità commessa, sembra confermare la volontà del legislatore di considerare legittima la revoca dell'autorizzazione solo al ricorrere di irregolarità che possano pregiudicare il funzionamento del mercato, con negative ripercussioni sugli investitori".

Se ciò è vero, sembra possibile sostenere che, salvo il caso di riduzione del capitale al di sotto della soglia minima determinata dalla Consob<sup>566</sup>, il provvedimento di revoca non debba necessariamente conseguire al verificarsi delle condizioni che ne legittimano l'adozione.

Va inoltre osservato che, rispetto alle ipotesi previste dall'art. 57, comma 1, del TUF, di revoca per irregolarità di eccezionale gravità dell'autorizzazione all'esercizio della prestazione dei servizi di investimento in precedenza concessa dalla Consob ad una SIM o di revoca, sempre per irregolarità di eccezionale gravità, dell'autorizzazione all'esercizio del servizio di gestione collettiva del risparmio precedentemente concessa dalla Banca d'Italia ad una SGR, l'art. 75, comma 3, del TUF prevede non solo che lo scioglimento della società di gestione sia eventuale, dipendendo dall'inerzia della stessa o dei suoi organi amministrativi, ma anche che, una volta disposta, la liquidazione avvenga non secondo le norme della liquidazione coatta amministrativa, bensì secondo le regole previste per la liquidazione delle società per azioni. Soluzione, questa, che troverebbe giustificazione nel fatto che la società di gestione del mercato, a differenza delle SIM (e delle SGR che svolgono l'attività di gestione di portafogli di investimento individuali per conto terzi), "non detiene in custodia o in amministrazione valori dei clienti sicché l'accertamento del passivo presenta minori elementi di criticità"<sup>567</sup>.

Nell'ipotesi di revoca dell'autorizzazione, così come nell'eventualità in cui sia disposto, ex art. 75, comma 1, del TUF, lo scioglimento degli organi di amministrazione e di controllo, la Consob può peraltro promuovere gli accordi necessari ad assicurare la continuità delle

---

<sup>566</sup> Se, per effetto delle perdite, il capitale della società di gestione si riduce al di sotto dei limiti minimi individuati dalla Consob, ai sensi dell'art. 61, comma 2, lett. a), del TUF, e non viene prontamente ricostituito, non vi sarebbe "spazio per una valutazione discrezionale delle perdite; pertanto, a meno che la società di gestione non provveda all'immediata ricostituzione del capitale, appare preferibile affermare l'esistenza di un obbligo di revocare l'autorizzazione alla gestione del mercato" (P. PISCITELLO, *Sub art. 75*, cit., p. 634). Non va infatti dimenticato che, come si è visto, per effetto di quanto previsto nell'art. 73, comma 3, del TUF, la Consob deve verificare che le modificazioni statutarie non contrastino con i requisiti previsti dall'art. 61 del TUF, tra i quali figura anche l'ammontare del capitale minimo fissato dalla Consob. La società non potrebbe quindi richiedere l'iscrizione nel registro delle imprese della delibera con cui si riduce il capitale al di sotto di tale soglia.

<sup>567</sup> G. SABATINI, *Sub art. 54*, cit., p. 455, il quale osserva come "(a)spetti di maggiore problematicità sorgono (...) qualora le funzioni espletate dalla società di gestione si arricchiscano di contenuti, ad esempio, nel caso in cui la società di gestione assuma nei confronti dei soggetti negozianti l'impegno di garantire il buon fine dei contratti conclusi attraverso il suo sistema di negoziazione. In questo caso, la società di gestione potrebbe addirittura essere essa stessa controparte diretta di ciascun contratto negoziato sul mercato da essa gestito, ad esempio nel caso di un mercato di prodotti derivati in cui la società di gestione svolga anche la funzione di «clearing house» ovvero potrebbe istituire appositi fondi di garanzia (...). In entrambe le ipotesi la società gestirebbe dei margini di garanzia rappresentati da versamenti periodici effettuati dai negozianti a fronte delle posizioni aperte sul mercato".

negoziazioni, anche disponendo il trasferimento temporaneo della gestione del mercato ad altra società, previo consenso di quest'ultima (art. 75, comma 4, TUF).

La lettera della norma non precisa se, in quest'ultimo caso, il soggetto al quale può essere trasferita la gestione debba essere necessariamente una società di gestione di un mercato regolamentato o possa essere anche una società il cui oggetto sociale non preveda la gestione di mercati regolamentati (ad esempio, una società che istituisce e gestisce mercati diversi da quelli regolamentati).

L'opportunità di non far perdere agli strumenti finanziari la qualifica di strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati, posto che tale perdita potrebbe danneggiare non solo gli investitori, ma anche gli emittenti, per la funzione reputazionale associata alla quotazione, potrebbe far ritenere preferibile la prima soluzione.

Con riferimento alla possibilità di trasferimento temporaneo della gestione del mercato va detto che essa non rappresenta una assoluta novità del TUF, essendo state previste misure per certi versi simili già dall'art. 8, comma 2, della l. n. 77/1983 e dall'art. 13, comma 6, della l. n. 1/1991. Finalità di tali norme era quella di assicurare ai clienti la continuità nella prestazione del servizio, ed uno scopo simile va ravvisato anche nel trasferimento della gestione di un mercato regolamentato, essendo diffuso in dottrina il convincimento che la norma prevista dall'art. 74, comma 4, del TUF sia volta proprio ad evitare che un grave malfunzionamento dello stesso possa comportare per gli investitori difficoltà nella liquidazione degli strumenti finanziari che vi sono quotati<sup>568</sup>.

---

<sup>568</sup> G. SABATINI, *Sub art. 54*, p. 456; D. DI BENEDETTO – P. STECCONI, *La gestione delle crisi*, cit., p. 513; A. PATRONI GRIFFI, *Sub art. 75*, cit., p. 716, il quale sottolinea in particolare come in assenza delle opportune misure da parte della Consob volte ad assicurare la continuità delle negoziazioni nel mercato vi sarebbe il rischio che gli strumenti finanziari ivi quotati diventino sostanzialmente illiquidi, con il conseguente passaggio degli stessi nella categoria degli strumenti finanziari non quotati in mercati regolamentati, passaggio che potrebbe peraltro determinare seri problemi agli investitori istituzionali e professionali per i quali le disposizioni regolamentari prevedono limiti all'investimento in strumenti finanziari non quotati.

In realtà, nel caso di commissariamento la gestione potrebbe essere proseguita dal commissario, dato che la lettera della norma fa riferimento alla mera possibilità per la Consob di disporre il trasferimento della gestione del mercato. Anche in questo caso, la discrezionalità della Consob trova un limite invalicabile nell'interesse degli investitori, per cui il trasferimento può essere disposto solo se giustificato da esigenze di tutela degli investitori (ad esempio: gravi malfunzionamenti nel sistema di negoziazione che non possono essere risolti nel giro di un brevissimo lasso di tempo).

Ne consegue che non necessariamente il commissariamento comporta il passaggio degli strumenti finanziari nella categoria dei titoli non negoziati in mercati regolamentati e che, quindi, il trasferimento della gestione del mercato non trova la sua giustificazione nel fatto che il commissariamento determina la illiquidità del titolo, mentre può essere utile, al fine di evitare il verificarsi di tale situazione, mettere a disposizione della Consob anche questo strumento.

Qualora questa fosse essere effettivamente la *ratio* della disposizione *de qua*, ne dovrebbe conseguire che il trasferimento della gestione potrebbe essere disposto soltanto per gli strumenti finanziari negoziati nel mercato gestito dalla società nei cui confronti è stato adottato uno dei due provvedimenti comminatori in esame e non per quelli quotati in altri mercati regolamentati.

Tale soluzione non sembra condivisibile, non solo in quanto la norma fa riferimento al trasferimento della gestione del mercato nel suo complesso e non sembrerebbe legittimare il trasferimento di alcuni strumenti finanziari e non di altri, ma anche perché il rischio illiquidità rappresenta solamente uno dei possibili aspetti in cui si può manifestare l'esigenza di tutela degli investitori, che è il vero obiettivo perseguito dalla Consob nell'adozione dei provvedimenti ritenuti più opportuni per superare la situazione di difficoltà in cui si è venuta a trovare la società di gestione.

Per quanto concerne la possibilità di qualificare il trasferimento temporaneo del mercato come affitto di azienda, in dottrina si è negato che il mercato possa essere definito, dal punto di vista giuridico, un'azienda, dovendo invece essere considerato una vera e propria impresa<sup>569</sup>.

Ora, se è vero che l'attività di organizzazione e gestione configura, come si è più volte ripetuto, un'attività imprenditoriale, è altresì vero che l'insieme delle regole e delle strutture che sono il risultato dell'attività di organizzazione svolta dalla società di gestione, ossia il mercato, non rappresenta l'attività organizzativa, bensì, ad un tempo, il risultato di tale attività e lo strumento attraverso il quale il gestore vende i propri servizi di negoziazione e di quotazione.

Essendo, inoltre, il risultato dell'attività organizzativa dei fattori produttivi, che consente la produzione dei beni e dei servizi tipici che l'imprenditore cede a terzi, null'altro che l'azienda dell'imprenditore stesso (art. 2555 c.c.), ne consegue che il mercato, come insieme di regole e di strutture che permettono l'effettuazione degli scambi non è che un'azienda o, quanto meno, un ramo aziendale della società di gestione, che, come tale, può essere oggetto di trasferimento, anche temporaneo.

Se così è, il trasferimento della gestione del mercato va inteso come trasferimento, a seconda dei casi, della gestione dell'azienda o di uno o più rami aziendali, ivi compresi i contratti con

---

<sup>569</sup> Ritiene invece che "(s)oltanto il trasferimento definitivo – comportando il subingresso nella titolarità dei diritti sui beni e dei rapporti giuridici – potrebbe rivelarsi affine al trasferimento di azienda" A. PATRONI GRIFFI, *Sub art. 75*, cit., p. 717, secondo il quale "a ciascun mercato non corrisponde un'azienda, bensì un'impresa; si può gestire una pluralità di mercati avvalendosi della medesima organizzazione di beni, così come d'altra parte si può gestire un mercato senza disporre di un vero e proprio complesso aziendale".

gli emittenti, con i negozianti, con gli eventuali fornitori delle piattaforme *hardware* di negoziazione, con i dipendenti.

Va, infine, rilevato che in caso di fallimento della società di gestione l'art. 75, comma 4, del TUF prevede espressamente che il trasferimento definitivo della gestione del mercato "può avvenire anche in deroga alle disposizioni del titolo II, capo VI, della legge fallimentare", con ciò fornendo un appiglio normativo alla possibilità di qualificare come impresa commerciale la società di gestione del mercato<sup>570</sup>.

L'inapplicabilità del titolo II, capo VI della legge fallimentare pare comportare la possibilità che il trasferimento avvenga al di fuori della procedura di liquidazione dell'attivo della società attuata dal curatore fallimentare e, quindi, sulla base degli accordi conclusi dalla Consob, senza che sia necessario l'eventuale autorizzazione del giudice delegato o il parere del comitato dei creditori o il rispetto delle disposizioni procedurali circa la vendita dei beni della società fallita<sup>571</sup>.

In dottrina si è evidenziato che, ammettendo la possibilità che il trasferimento avvenga in deroga alle citate disposizioni della legge fallimentare, il legislatore sembrerebbe non solo avere reso facoltativa tale deroga, la quale verrebbe a dipendere, "in ultima analisi, dalla valutazione della Consob dell'effettiva esigenza di tutela degli investitori", ma anche avere privilegiato "la tutela degli investitori rispetto alla tutela degli interessi dei creditori della società mercato"<sup>572</sup>; ciò in quanto il trasferimento della gestione del mercato può produrre "un consistente depauperamento dell'attivo patrimoniale della società di gestione del mercato e,

---

<sup>570</sup> Sembra invece da escludere, in base sia alla lettera della norma che alla natura eccezionale della stessa, che il trasferimento definitivo possa essere deciso dalla Consob nel caso in cui la società di gestione sia sottoposta a concordato preventivo o ad amministrazione controllata, mentre andrebbe sicuramente esaminata con attenzione la possibilità di trasferire in via temporanea la gestione del mercato ad altra società, dato che il presupposto di tale trasferimento è comunque l'adozione di un provvedimento ministeriale di scioglimento degli organi amministrativi o di revoca dell'autorizzazione.

<sup>571</sup> G. SABATINI, *Sub art. 54*, cit., p. 456. Tale deroga è stata considerata espressione della volontà del legislatore di favorire soluzioni slegate dai tempi, spesso particolarmente lunghi, delle procedure di esecuzione, e quindi volta a favorire soluzioni in grado di far cessare in un periodo temporale il più limitato possibile "il perdurare di una situazione di turbativa per il mercato" [D. DI BENEDETTO – P. STECCONI, *La gestione delle crisi*, cit., p. 513, i quali sottolineano come l'importanza del fattore tempo nella gestione della crisi della società di gestione del mercato al fine di minimizzare i disagi che essa può determinare per gli investitori è desumibile anche dall'art. 75, comma 6, del TUF, il quale stabilendo che "(l)le iniziative per la dichiarazione di fallimento o per l'ammissione alle procedure di concordato preventivo o amministrazione controllata e i relativi provvedimenti sono comunicati entro tre giorni alla Consob a cura del cancelliere", consentirebbe all'Autorità di vigilanza di venire a conoscenza con tempestività di eventuali situazioni di crisi della società-mercato e di adottare quindi rapidamente i provvedimenti necessari].

<sup>572</sup> G. SABATINI, *Sub art. 54*, cit., p. 457.

conseguentemente, riduce la possibilità dei creditori della società di recuperare i crediti vantati; l'attivo della società di gestione del mercato, infatti, dovrebbe essere costituito in larga parte da voci relative al sistema di contrattazione, cioè da immobilizzazioni tecniche (attrezzature *software* e *hardware* del sistema di contrattazione) e dall'avviamento (determinato in funzione del numero di emittenti quotati, della capitalizzazione del mercato, del controvalore giornaliero medio degli scambi, etc.). Allo stesso modo i ricavi della società di gestione dipendono essenzialmente dai diritti di quotazione pagati dagli emittenti e dalle tariffe pagate dagli intermediari ammessi alle negoziazioni per l'uso dei servizi di contrattazione".

Il trasferimento della gestione del mercato può avvenire a titolo oneroso, per cui ammettendo la possibilità che esso si realizzi in deroga a determinate norme del r.d. 16 marzo 1942, n. 267, il legislatore del TUF ha stabilito che l'operazione deve essere effettuata sulla base di quanto ritenuto più idoneo dalla Consob, indipendentemente dalla circostanza che ciò consenta di ottenere il più alto ritorno, in termini economici, per il fallimento.

Non è detto, quindi, che la soluzione adottata dalla Consob debba necessariamente essere difforme da quella cui sarebbero pervenuti gli organi della procedura concorsuale, nel qual caso il trasferimento potrebbe seguire l'*iter* normale. Se tra tali organi e la Consob non vi fosse invece uniformità di vedute, il trasferimento dovrebbe avere luogo secondo quanto deciso dall'Autorità di vigilanza, ferma restando la responsabilità di quest'ultima nei confronti del fallimento nell'ipotesi in cui venisse dimostrato che tale decisione non era quella che massimizzava l'interesse degli investitori.



## CAPITOLO 7: L'ORGANIZZAZIONE E LA GESTIONE DI MERCATI REGOLAMENTATI DI STRUMENTI FINANZIARI COME SERVIZIO PUBBLICO

### 7.1 L'individuazione dei termini della questione

L'esame dei poteri riconosciuti all'Autorità di vigilanza fin qui svolto ha consentito di evidenziarne l'ampiezza e la tendenziale discrezionalità, per cui si potrebbe essere indotti a ridimensionare la portata innovativa della c.d. "privatizzazione" dei mercati finanziari.

Al riguardo va in primo luogo escluso che nel sistema del TUF la Consob abbia conservato un potere di vigilanza "concorrente e parallelo" a quello della società di gestione del mercato<sup>573</sup>. Già con riferimento al decreto Eurosim, il quale non abrogava espressamente le norme della l. n. 216/1974 e del d.p.r. n. 138/1975 che attribuivano alla Consob poteri in tema di ammissione, esclusione e sospensione di operatori e strumenti finanziari dalle negoziazioni, legittimando l'interprete a chiedersi se le norme previgenti dovessero ritenersi o meno tacitamente soppresse, era da ritenere preferibile una *interpretatio abrogans* delle predette norme.

A favore di tale conclusione deponeva l'insanabile incompatibilità tra le disposizioni del decreto Eurosim e quelle contemplate nella l. n. 216/1974 e nel d.p.r. n. 138/1975. Tale incompatibilità, peraltro, derivava non tanto dalla circostanza che il titolo III del d. lgs. n. 415/1996 conteneva una disciplina esaustiva dei mercati, quanto piuttosto dal fatto che l'art. 56, comma 8, del suddetto decreto disponeva che, una volta conseguita l'autorizzazione da parte della Consob all'esercizio dei mercati, le norme previste dai regolamenti relativi a tali mercati sostituivano "le corrispondenti disposizioni di legge e di regolamento nonché i provvedimenti adottati sulla base delle disposizioni sostituite"<sup>574</sup>.

Alla luce di tale disposizione si dovevano quindi considerare abrogate le norme previgenti che "disciplinavano 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; le modalità di

---

<sup>573</sup> F. FRANCIARIO, *Sub art. 74*, cit., p. 629 ss.

<sup>574</sup> F. FRANCIARIO, *Sub art. 74*, cit., p. 630, secondo il quale tale disposizione "doveva far ritenere abrogate le norme che nel previgente ordinamento disciplinavano 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 accertamento, pubblicazione e diffusione dei prezzi; i tipi di contratto ammessi, nonché i criteri per la determinazione dei quantitativi minimi negoziabili, in quanto (...) la normazione di tali oggetti [rappresentava e] rappresenta adesso il contenuto necessario dei regolamenti della società di gestione".

accertamento, pubblicazione e diffusione dei prezzi; i tipi di contratto ammessi, nonché i criteri per la determinazione dei quantitativi minimi negoziabili”.

Nel quadro normativo delinato dal decreto Eurosim tali aspetti dovevano infatti essere oggetto di regolamentazione da parte della società di gestione del mercato, con la conseguenza che i poteri che venivano corrispondentemente riconosciuti alla Consob dovevano ritenersi venuti meno per effetto dell'intervenuta abrogazione tacita.

Con l'emanazione del TUF, e più precisamente con l'entrata in vigore dell'art. 214, comma 1, lett. s), v), i suddetti dubbi interpretativi dovrebbero venire definitivamente meno, posto che tale norma contiene l'espressa abrogazione dei poteri di controllo diretto della borsa<sup>575</sup> attribuiti alla Consob dalla l. n. 216/1974 e dal d.p.r. n. 138/1975.

Non pare, inoltre, possa essere condivisa la tesi secondo cui la genericità dei criteri ai quali la Consob si deve conformare nel rilasciare l'autorizzazione all'esercizio del mercato, che ha indotto parte della dottrina a ravvisare la facoltà della Consob di esercitare un controllo di legalità sostanziale, ma anche di merito, nonché il potere dell'Autorità di vigilanza sia di affidare alla società di gestione compiti non meglio precisati, sia di chiedere a quest'ultima modifiche al regolamento del mercato, sia, infine, di sostituirsi a questa, seppur nelle sole ipotesi previste dall'art. 74, comma 3, del TUF, avrebbe finito per “svuotare di contenuto la natura privata della società di gestione del mercato”<sup>576</sup>.

Se è innegabile che i poteri riconosciuti dall'Autorità di vigilanza limitano i gradi di libertà della società di gestione del mercato e conseguentemente anche “la portata innovativa del sistema di autoregolazione”<sup>577</sup>, ciò nondimeno la natura imprenditoriale, espressamente riconosciuta dall'art. 61, comma 1, del TUF all'attività della società di gestione, nonché le ragioni che stanno alla base della riforma della disciplina dei mercati finanziari, introdotta con il d. lgs. n. 415/1996 e confermata con il TUF, costituiscono un importante vincolo all'esercizio dei poteri che il legislatore del TUF attribuisce all'Autorità di vigilanza.

Questi ultimi non possono, invero, tradursi in disposizioni o comportamenti che si pongono in contrasto con la riconosciuta natura imprenditoriale della società di gestione, a meno che non

---

<sup>575</sup> Con il termine “controllo diretto” si intende qui fare riferimento al potere sia di determinare la struttura del mercato di un determinato strumento finanziario e quindi di decidere se organizzare, ed in tal caso con quale grado di istituzionalizzazione, gli scambi aventi ad oggetto un determinato strumento finanziario, sia di stabilire la microstruttura del mercato, ovvero le regole di organizzazione degli scambi.

<sup>576</sup> F. CAPRIGLIONE, voce «Borsa (mercati di)», cit., p. 193.

<sup>577</sup> F. CAPRIGLIONE, voce «Borsa (mercati di)», cit., p. 193.

risulti di tutta evidenza la funzionalizzazione del comportamento o dell'atto alla difesa di quegli interessi alla cui tutela la Consob è istituzionalmente tenuta.

Se si accoglie questa prospettiva, appare notevole, almeno con riferimento ai mercati regolamentati diversi da quelli all'ingrosso di titoli di Stato, il distacco operato rispetto al sistema previgente, caratterizzato, tra l'altro, dalla possibilità per l'Autorità di vigilanza di stabilire le regole che essa riteneva più opportune per la disciplina del mercato stesso.

Cambia, in altri termini, completamente l'obiettivo dell'Autorità di vigilanza: se in precedenza quest'ultima poteva delineare, a livello macroeconomico, la struttura ottimale del mercato di un determinato strumento finanziario, decidendo se esso poteva o non poteva essere negoziato in borsa o nel mercato ristretto, nonché individuando gli operatori da ammettere alle negoziazioni, nel sistema del TUF, l'individuazione della struttura del mercato e la decisione se creare un mercato regolamentato o un sistema di scambi organizzati o se lasciare alla negoziazione per conto proprio degli intermediari gli scambi aventi ad oggetto un determinato strumento finanziario spettano agli operatori. L'Autorità di vigilanza può (ancora per poco, sembrerebbe, a seguito delle prospettate modifiche della direttiva n. 93/22/CEE) al più stabilire obblighi di concentrazione, ma solo nel caso in cui esista un mercato regolamentato.

Anche a livello microeconomico l'intervento della Consob non può essere volto, a differenza di quanto accadeva in precedenza, ad individuare la disciplina ottimale del mercato, ma deve unicamente sindacare se le scelte del gestore si pongono in contrasto con la normativa primaria e secondaria, tenendo comunque in debito conto la natura imprenditoriale dello stesso<sup>578</sup>.

Rimane da verificare se le norme dettate dal TUF in tema di vigilanza sulla società di gestione del mercato e se i provvedimenti che possono essere assunti in caso di crisi di quest'ultima possono assumere rilievo in merito alla problematica relativa alla qualificazione come servizio pubblico dell'attività di organizzazione e gestione dei mercati regolamentati di strumenti finanziari.

---

<sup>578</sup> Anche secondo R. SABATINI, *La gestione dei mercati servizi di regolamento*, cit., p. 463, "(l)'ampio spazio riconosciuto all'autoregolamentazione non esclude il ruolo delle Autorità anche nell'area dell'organizzazione e del funzionamento dei mercati regolamentati e neppure ne modifica le finalità; mutano invece le forme dell'intervento delle Autorità che si esplica essenzialmente nel controllo e nella vigilanza sugli atti di autoregolamentazione. Il passaggio delle competenze in materia di organizzazione e funzionamento dei mercati regolamentati dal soggetto pubblico al soggetto privato, infatti, non fa venire meno l'interesse generale, costituzionalmente garantito, alla tutela del risparmio che è implicito nell'erogazione dei servizi della società di gestione".

Come si è in precedenza avuto modo di notare<sup>579</sup>, vigente la l. n. 272/1913 era convincimento diffuso che tale attività fosse un servizio pubblico<sup>580</sup> e fu solo a partire dalla fine degli anni Ottanta che si è progressivamente posto l'accento sul suo possibile carattere economico<sup>581</sup>.

A tale mutamento di prospettiva contribuirono indubbiamente una serie di pronunce della Corte di cassazione, nelle quali si ebbe modo di rilevare che le attività di allestimento e manutenzione delle strutture necessarie allo svolgimento delle negoziazioni o quelle consistenti nella pubblicazione del listino potevano essere governate da criteri di economicità, in quanto costituenti attività materiali in regime privatistico e non un "pubblico servizio istituzionale"<sup>582</sup>.

Non bisogna, tuttavia, dimenticare che proprio nel 1988 venne istituito, come si è visto<sup>583</sup>, il Mercato telematico dei titoli di Stato, il cui funzionamento era basato anche su norme di autoregolamentazione di stampo privatistico<sup>584</sup> e la cui disciplina aveva chiaramente dimostrato come l'organizzazione e la gestione del mercato non presupponevano necessariamente, per poter essere esercitate in misura efficiente, una disciplina di tipo pubblicistico.

L'espresso riconoscimento della qualifica di imprenditore al gestore del mercato effettuato dall'art. 61, comma 1, del TUF ha sicuramente consentito di superare definitivamente qualsiasi perplessità in ordine alla natura imprenditoriale dell'attività di organizzazione e gestione di

---

<sup>579</sup> Cfr. *supra* par. 1.1.

<sup>580</sup> A. SERRA, voce «Borsa valori 1) Diritto commerciale», cit., p. 3; in giurisprudenza: Trib. Milano, 14 maggio 1962, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1962, II, p. 576, con nota di L. BIANCHI D'ESPINOSA, *Ingresso in borsa, illegittimità del provvedimento di esclusione, risarcimento del danno*, sentenza confermata da App. Milano, 21 maggio 1963 e da Cass., 7 dicembre 1966, n. 2875, entrambe riportate in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1966, II, p. 491 ss.

<sup>581</sup> Così C. MOTTI,  *Mercati fuori borsa, nuovi mercati*, cit., pp. 303-304, secondo la quale la prestazione dei servizi di carattere tecnico necessari per il funzionamento di un mercato poteva dar vita ad un'attività economica, diversa da quella posta in essere da coloro che effettuano le operazioni sul mercato, "soggetta in quanto tale - e non come semplice «proiezione» dell'altrui libertà di contrattare - alle norme costituzionali in materia di iniziativa economica"; Id., *Il mercato come organizzazione*, cit., p. 455.

<sup>582</sup> Così Cass. civ., 15 marzo 1988, n. 2443, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1988, II, p. 564 ss.; Cass. civ., 14 dicembre 1987, n. 9263, in *Foro it.*, 1988, I, c. 2098 ss.

<sup>583</sup> Cfr. *supra* par. 1.6.

<sup>584</sup> C. MOTTI, *Il mercato come organizzazione*, cit., p. 455.

mercati regolamentati di strumenti finanziari<sup>585</sup>, ma non ha risolto i dubbi in ordine alla possibilità di qualificare tale attività come servizio pubblico.

Se la natura imprenditoriale del gestore ha indotto parte della dottrina a negare che l'attività di organizzazione e gestione dei mercati regolamentati possa essere ricondotta nell'ambito dei servizi pubblici<sup>586</sup>, secondo altra interpretazione la società di gestione ben potrebbe essere qualificata come soggetto incaricato di un servizio pubblico, almeno per quanto concerne le funzioni delegate dalla Consob<sup>587</sup>.

Vi è inoltre chi, considerando l'esistenza di pregnanti poteri di controllo e di estesi poteri di intervento riconosciuti all'Autorità di vigilanza, ha evidenziato non solo la contraddizione tra tali scelte e la riconosciuta natura imprenditoriale della società di gestione del mercato, ma altresì il rischio che quest'ultima possa essere attratta "nel recinto delle imprese (private) in comando pubblico"<sup>588</sup>.

Una posizione decisamente favorevole in ordine alla possibilità di qualificare come servizio pubblico l'attività della società di gestione del mercato sembra essere assunta da chi, partendo dalla natura amministrativa del regolamento, nonché da "il suo collegamento all'esercizio di

---

<sup>585</sup> La scelta di far svolgere tale attività da imprenditori e non da enti pubblici si inserisce nel solco dei nuovi modelli di intervento dello Stato nell'economia che si sono sempre più affermati a partire dalla metà degli anni Ottanta.

<sup>586</sup> Così R. SABATINI, *La gestione dei mercati servizi di regolamento*, cit., p. 457, secondo cui il "legislatore nel lasciarsi alle spalle la concezione «pubblicistica» del mercato supera anche il modello inizialmente delineato nel documento «Elementi per una riforma dei mercati mobiliari» elaborato dalla Consob e dalla Banca d'Italia nel 1995, che pure aveva contribuito in maniera determinante al dibattito sulla necessità di un nuovo assetto organizzativo dei mercati mobiliari italiani. In tale documento, infatti, si vedeva nel mercato una «impresa di servizi regolamentata» e ci si domandava se «tale entità possa avere fine di lucro ovvero se, pur rimanendo all'interno di uno schema privatistico, vada configurata come organizzazione *non profit*». L'ipotesi indicata era stata oggetto di critica in quanto avrebbe continuato ad attribuire ai mercati la natura di «servizio pubblico», il cui esercizio è riservato allo Stato, che può trasferirlo a terzi attraverso provvedimenti di natura concessoria; la formulazione dell'art. 61 sancisce il carattere economico e privato dell'attività di organizzazione e gestione dei mercati affrancandola dalla natura di pubblico servizio". In tal senso si vedano anche M. RUBINO DE RUTIS, *Sub art. 61*, cit., p. 510, nonché, parrebbe, N. DE LUCA, *Poteri della società di gestione del mercato*, cit., p. 95, secondo il quale "ritenere che l'attività di gestione sia un'attività in concessione pubblica, contrasta apertamente con il disposto dell'art. 61 [TUF] che ne afferma la natura di impresa".

<sup>587</sup> R. COSTI, *Società mercato e informazione societaria*, in *Giur. comm.*, 1997, I, p. 177.

<sup>588</sup> A. PATRONI GRIFFI, *Sub art. 61*, cit., pp. 585-586. Sottolinea il "precario equilibrio tra elementi pubblicistici e componente privatistica" anche S. CASSESE, *La nuova borsa: un equilibrio fragile*, in *Giorn. dir. amm.*, 1998, pp. 583-584, il quale peraltro rileva che per "ora può solo dirsi che la società non è costituita per l'esercizio privato di un servizio pubblico, perché il controllo dei mercati finanziari non corrisponde più a un interesse pubblico, mentre vi è un interesse pubblico al buon funzionamento dei controlli sui mercati".

una pubblica funzione”, giunge a ritenere inapplicabile al regolamento del mercato “la disciplina tipica degli atti giuridici di diritto privato” ed a individuare nel giudice amministrativo l’organo giurisdizionale competente a decidere le “controversie relative al regolamento, in quanto riguardanti un servizio pubblico afferente al mercato mobiliare”<sup>589</sup>.

Queste ultime considerazioni rendono evidente come la questione in esame, lungi dall’essere meramente definitoria, abbia in realtà importanti ricadute, in primo luogo per quanto concerne l’identificazione del giudice cui spetta la giurisdizione sulle eventuali controversie aventi ad oggetto non solo la legittimità dei regolamenti emanati dalla società di gestione oppure le liti sorte tra società di gestione ed emittenti o tra società di gestione ed intermediari<sup>590</sup>, ma anche l’istituzione, la modificazione o l’estinzione della società di gestione del mercato<sup>591 592</sup>.

---

<sup>589</sup> R. MANFRELOTTO, *Esercizio di funzioni normative*, cit., 1026.

<sup>590</sup> Ai sensi dell’art. 33, comma 2, lett. c), del d. lgs. n. 80/1998, viene attribuita al giudice amministrativo la giurisdizione in tema di controversie “riguardanti le attività e le prestazioni di ogni genere, anche di natura patrimoniale, rese nell’espletamento di pubblici servizi, ivi comprese quelle rese nell’ambito del Servizio sanitario nazionale e della pubblica istruzione, con esclusione dei rapporti individuali di utenza con soggetti privati, delle controversie meramente risarcitorie che riguardano il danno alla persona o a cose e delle controversie in materia di invalidità”.

Minore rilevanza sembrerebbe a prima vista assumere l’individuazione del giudice competente per quanto concerne la legittimità dell’eventuale clausola compromissoria, con cui la società di gestione del mercato e gli intermediari ammessi alle negoziazioni convengono di deferire ad un collegio arbitrale tutte le controversie che dovessero sorgere tra loro, o della clausola compromissoria tra la società di gestione del mercato e gli emittenti degli strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni nei mercati da essa gestiti (per una prima valutazione dell’importanza che potrebbe avere l’arbitrato nella risoluzione delle controversie che vedono coinvolte le borse si veda M.V. BENEDETTI, *Arbitrato, borse-valori ed internazionalizzazione dei mercati finanziari*, in *Riv. soc.*, 1999, pp. 1323-1343).

In proposito, va osservato che prima dell’entrata in vigore della l. n. 205/2000 la giurisprudenza era prevalentemente propensa ad escludere la possibilità di compromettere in arbitri le controversie ricadenti nell’ambito della giurisdizione esclusiva dei giudici amministrativi (così, tra le altre, Cass., sez. un., 3 dicembre 1991, n. 12966, in *Foro it.*, 1993, I, c. 3367 ss.; Cass., sez. un., 12 luglio 1995, n. 7643) in considerazione sia della pretesa indisponibilità dell’interesse pubblico, sia dell’impossibilità per il giudice ordinario di conoscere, a seguito dell’opposizione al lodo, le controversie devolute ai giudici amministrativi [sul punto si vedano le ricostruzioni di V. DOMINICHELLI, *Le prospettive dell’arbitrato nei rapporti amministrativi (tra marginalità, obbligatorietà e consensualità)*, in *Dir. proc. amm.*, 1998, p. 241; G. VERDE, *Arbitrato e pubblica amministrazione*, in *Dir. proc. amm.*, 1996, p. 215; per un esame delle problematiche legate più in generale alla possibilità che la P.A. possa ricorrere all’arbitrato si veda M. P. CHITI, *Le procedure giurisdizionali speciali*, in AA.VV., *Trattato di diritto amministrativo*, cit., pp. 4745-4752].

L’impostazione che tendeva a negare la piena legittimità della compromettibilità delle controversie ricadenti nella giurisdizione del giudice amministrativo era stata peraltro oggetto di critiche volte ad evidenziare in primo luogo che “l’art. 806 del codice di procedura civile non reca alcuna preclusione circa la compromettibilità di controversie assegnate fisiologicamente alla giurisdizione di giudici diversi da quello ordinario, [per cui] sembra logico reputare che la più seria delle obiezioni, quella legata alla non disponibilità dell’interesse pubblico, sia destinata a cadere quante volte in tema di giurisdizione esclusiva la posizione abbia la consistenza del diritto soggettivo, ossia di posizione relativa ai rapporti paritetici in cui la P.A. non esercita un potere autoritativo a tutela del pubblico interesse. (...) L’ulteriore obiezione, legata alla inammissibilità di un sindacato del G.O. sotto forma di controllo sul lodo in

Diviene dunque necessario tentare di individuare l'esatto ambito applicativo del ricordato art. 33 del d. lgs. n. 80/1998 e, nel procedere in tale direzione, non si può non iniziare osservando che la riformulazione dell'originario art. 33, operata dall'art. 7, comma 1, lett. a), della l. 21

---

materie di pertinenza del Giudice amministrativo, non sembra convincente oltre che per il carattere estrinseco del controllo (nella fase rescindente), per l'assenza di un principio generale ostante al mutamento della giurisdizione in relazione a dinamiche alternative all'originaria invocazione della tutela giurisdizionale" (F. CARINGELLA, *Corso di diritto processuale amministrativo*, Milano, 2003, p. 655, il quale rileva che anche l'ultimo argomento adottato per rigettare la possibilità di ricorrere all'arbitrato in tema di rapporti devoluti alla giurisdizione del giudice amministrativo, ossia quello di "ritenere l'arbitrato una deroga alla competenza e non un mutamento di giurisdizione è apparso malfermo a buona parte della dottrina processualciviltistica, la quale ha rinvenuto nella stipula del patto compromissorio una deroga alla giurisdizione posta in essere dalle parti con il risultato di escludere la possibilità di tutelare davanti alla giurisdizione statale determinate posizioni di diritto").

A seguito dell'entrata in vigore dell'art. 6, comma 2, della l. n. 205/2000 lo scenario parrebbe tuttavia essere decisamente mutato: tale norma prevede infatti espressamente che "(l)e controversie concernenti diritti soggettivi devolute alla giurisdizione del giudice amministrativo possono essere risolte mediante arbitrato rituale di diritto". Ciò nondimeno, si è rilevato che ai sensi dell'art. 829 c.p.c. l'impugnazione del lodo dovrebbe essere proposta davanti alla Corte d'Appello, essendo "difficile ipotizzare l'investitura del giudice amministrativo in via puramente interpretativa. Oltretutto una costruzione ermeneutica del sistema si troverebbe alle prese con il delicato problema della scelta tra un'investitura del complesso TAR-Consiglio di Stato – con l'effetto di frustrare l'esigenza di accelerazione propria dell'investitura della Corte d'Appello nel codice di procedura civile – ed un'iscrizione in capo al Consiglio di Stato, con l'eliminazione di un grado difficilmente ipotizzabile sulla base di una opzione interpretativa" (F. CARINGELLA, *Corso di diritto amministrativo*, cit., p. 659). Anche la soluzione di attribuire al giudice ordinario il compito di decidere le impugnazioni del lodo sarebbe peraltro poco coerente a livello sistematico, in considerazione del fatto che accogliendo tale interpretazione si offrirebbe un facile strumento per aggirare la giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo (in proposito si vedano, tra gli altri, i contributi di M. ANTONIOLI, *Arbitrato e giurisdizione amministrativa dopo la legge n. 205 del 2000*, in *Dir. proc. amm.*, 2002, p. 326 ss.; A. ROMANO TASSONE, *Giurisdizione amministrativa ed arbitrato nella l. n. 205/2000*, in *Riv. arbitrato*, 2000, p. 627; A. ZITO, *La compromettibilità per arbitri con la pubblica amministrazione dopo la legge n. 205/2000, problemi e prospettive*, in *Dir. amm.*, 2001, p. 343).

Va infine sottolineato che, secondo una recente pronuncia del Consiglio di Stato, l'art. 6, comma 2, della l. n. 205/2000 configurerebbe una vera e propria innovazione rispetto alla disciplina previgente e non potrebbe, pertanto, avere portata retroattiva, per cui a tale norma non potrebbe essere riconosciuto l'effetto di rendere valide eventuali clausole compromissorie pattuite precedentemente alla sua entrata in vigore (così Cons. Stato, sez. V, 31 gennaio 2001, n. 354).

<sup>591</sup> L'art. 33, comma 1, lett. a), del d. lgs. n. 80/1998 stabilisce infatti che siano devolute al giudice amministrativo anche le questioni "concernenti la istituzione, modificazione o estinzione di soggetti gestori di pubblici servizi".

<sup>592</sup> Alla luce dell'orientamento del Consiglio di Stato, secondo cui il diritto di accesso era esperibile nei confronti di "tutti i soggetti comunque denominati, che gestiscono un servizio pubblico (come inteso dall'art. 33 del decreto legislativo 31 marzo 1998, n. 80) sulla base di un titolo giuridico, sia esso la legge ovvero un provvedimento amministrativo" (Cons. Stato, ad. plen., dec. 22 aprile 1999, n. 4 e n. 5), nonché in considerazione della previsione dell'art. 4, comma 2, della l. 3 agosto 1999, n. 265, che ha modificato l'art. 23 della l. 7 agosto 1990, n. 241, l'eventuale attribuzione alla società di gestione della qualifica di gestore di servizio pubblico potrebbe quindi assumere rilievo anche ai fini dell'applicazione della l. n. 241/1990.

luglio 2000 n. 205<sup>593</sup>, in particolare laddove si procede alla sostituzione della previsione secondo cui venivano devolute "alla giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo tutte le

---

<sup>593</sup> La legge, contenente «Disposizioni in materia di giustizia amministrativa», è stata pubblicata nella G.U. del 26 luglio 2000, n. 173. L'art. 33, commi 1 e 2, del d. lgs. n. 80/1998, nella versione precedente alle modifiche apportate dalla l. n. 205/2000, prevedeva che "(s)ono devolute alla giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo tutte le controversie in materia di pubblici servizi, ivi compresi quelli afferenti al credito, alla vigilanza sulle assicurazioni, al mercato mobiliare, al servizio farmaceutico, ai trasporti, alle telecomunicazioni e ai servizi di cui alla legge 14 novembre 1995, n. 481. Tali controversie sono, in particolare, quelle:

- a) concernenti la istituzione, modificazione o estinzione di soggetti gestori di pubblici servizi, ivi comprese le aziende speciali, le istituzioni o le società di capitali anche di trasformazione urbana;
- b) tra le amministrazioni pubbliche e i gestori comunque denominati di pubblici servizi;
- c) tra le amministrazioni pubbliche e i soci di società miste e quelle riguardanti la scelta dei soci;
- d) in materia di vigilanza e di controllo nei confronti di gestori dei pubblici servizi;
- e) aventi ad oggetto le procedure di affidamento di appalti pubblici di lavori, servizi e forniture, svolte da soggetti comunque tenuti alla applicazione delle norme comunitarie o della normativa nazionale o regionale;
- f) riguardanti le attività e le prestazioni di ogni genere, anche di natura patrimoniale, rese nell'espletamento di pubblici servizi, ivi comprese quelle rese nell'ambito del Servizio sanitario nazionale e della pubblica istruzione, con esclusione dei rapporti individuali di utenza con soggetti privati, delle controversie meramente risarcitorie che riguardano il danno alla persona e delle controversie in materia di invalidità".

Per effetto delle modifiche introdotte, l'attuale formulazione dell'art. 33, commi 1 e 2, del d. lgs. n. 80/1998 assegna alla giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo "tutte le controversie in materia di pubblici servizi, ivi compresi quelli afferenti alla vigilanza sul credito, sulle assicurazioni e sul mercato mobiliare, al servizio farmaceutico, ai trasporti, alle telecomunicazioni e ai servizi di cui alla legge 14 novembre 1995, n. 481. 2. Tali controversie sono, in particolare, quelle:

- a) concernenti la istituzione, modificazione o estinzione di soggetti gestori di pubblici servizi, ivi comprese le aziende speciali, le istituzioni o le società di capitali anche di trasformazione urbana;
- b) tra le amministrazioni pubbliche e i gestori comunque denominati di pubblici servizi;
- c) in materia di vigilanza e di controllo nei confronti di gestori dei pubblici servizi;
- d) aventi ad oggetto le procedure di affidamento di appalti pubblici di lavori, servizi e forniture, svolte da soggetti comunque tenuti alla applicazione delle norme comunitarie o della normativa nazionale o regionale;
- e) riguardanti le attività e le prestazioni di ogni genere, anche di natura patrimoniale, rese nell'espletamento di pubblici servizi, ivi comprese quelle rese nell'ambito del Servizio sanitario nazionale e della pubblica istruzione, con esclusione dei rapporti individuali di utenza con soggetti privati, delle controversie meramente risarcitorie che riguardano il danno alla persona o a cose e delle controversie in materia di invalidità".

Come noto, la riformulazione dell'art. 33 operata dalla l. n. 205/2000 trova una delle proprie ragioni d'essere nella pronuncia della Corte costituzionale dell'11-17 luglio 2000, n. 292, in *Foro it.*, 2000, I, c. 2393 ss., con nota di A. TRAVI, *Giurisdizione esclusiva e legittimità costituzionale*, con la quale è stata dichiarata l'illegittimità costituzionale sia dell'art. 33, comma 1, del d. lgs. n. 80/1998 "nella parte in cui istituisce una giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo in materia di pubblici servizi, anziché limitarsi ad estendere in tale materia la giurisdizione del giudice amministrativo alle controversie aventi ad oggetto diritti patrimoniali consequenziali", sia dei successivi commi 2 e 3 del medesimo articolo, che hanno "specificato in via esemplificativa, il contenuto dell'ampliato ambito della giurisdizione esclusiva". Va peraltro osservato che in dottrina anche la nuova versione dell'art. 33 del d. lgs. n. 80/1998 è stata ritenuta a rischio di illegittimità costituzionale. Si è infatti sostenuto, tra l'altro, che:

- salvo limitatissime eccezioni, fino ai provvedimenti legislativi emanati a partire dall'inizio degli anni Novanta al giudice amministrativo era attribuito il compito di applicare ed interpretare "solo le norme relative al potere amministrativo (e all'attività esclusiva vincolata della pubblica



controversie in materia di pubblici servizi, ivi compresi quelli afferenti al credito, alla vigilanza sulle assicurazioni, al mercato mobiliare (...)", con la nuova formulazione "(s)ono devolute alla giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo tutte le controversie in materia di pubblici servizi, ivi compresi quelli afferenti alla vigilanza sul credito, sulle assicurazioni e sul mercato mobiliare", ha indotto a ritenere che la giurisdizione del giudice amministrativo non possa estendersi indiscriminatamente ai settori del credito e dei valori mobiliari, ma debba essere considerata limitata alle sole controversie aventi ad oggetto i provvedimenti di vigilanza su tali settori<sup>594</sup>.

---

amministrazione), il giudice ordinario si occupa[va], interpreta[va] ed applica[va] solo le norme relative ai diritti soggettivi, al diritto comune. Coerente a questo sistema (...) [era] che la «nomofilachia», il compito di assicurare l'esatta osservanza e uniforme interpretazione della legge relativa ai poteri amministrativi (e all'attività esclusiva vincolata della pubblica amministrazione) (...) [fosse] in ultima istanza assicurata dal Consiglio di Stato, magistratura suprema in tale settore, e che invece il compito di assicurare l'esatta osservanza e uniforme interpretazione della legge c.d. di diritto comune (...) [fosse] assicurata dalla Corte di cassazione, magistratura suprema in tale settore" (A. PROTO PISANI, *Verso il superamento della giurisdizione amministrativa?*, in *Foro it.*, 2001, V, c. 24). Nell'attuale contesto normativo, invece, l'interpretazione e l'applicazione delle norme di diritto comune non è più attività riservata al giudice ordinario, dato che il giudice amministrativo è sempre più spesso chiamato ad applicare ed interpretare tali norme non solo nelle materie in cui ha giurisdizione esclusiva. Posto, inoltre, che l'art. 111 Cost. dispone espressamente che contro le decisioni del Consiglio di Stato "il ricorso in Cassazione è ammesso per i soli motivi inerenti alla giurisdizione", vi sarebbe il serio pericolo che l'allargamento a dismisura della giurisdizione esclusiva dei giudici amministrativi anche in materia disciplinate dal diritto comune possa determinare la violazione dei principi supremi dell'ordinamento costituzionale (A. PROTO PISANI, *Verso il superamento della giurisdizione amministrativa?*, cit., c. 26);

- anche sotto il profilo del rispetto del principio del giusto processo, la scelta di estendere la giurisdizione del giudice amministrativo a materie particolari potrebbe presentare profili di illegittimità costituzionale. Si è infatti rilevato che se il suddetto principio deve essere inteso come direttiva per il legislatore di assicurare che ogni tipo di processo sia strutturato nel modo ottimale, può "suscitare perplessità che la tutela di situazioni soggettive normalmente riconducibili alla categoria dei diritti costituzionalmente rilevanti sia stata prevalentemente affidata al giudice amministrativo, che certo non appare il giudice meglio organizzato a tutelare situazioni di diritto soggettivo, soprattutto se tali situazioni hanno ad oggetto materie quali la concorrenza, il mercato, le telecomunicazioni, l'editoria e la pubblicità ingannevole, che difficilmente possono ricomprendersi nella tradizione della giustizia amministrativa" (così G. SCARSELLI, *Unità e riparto della giurisdizione nel controllo sui provvedimenti delle autorità garanti*, in *Foro it.*, 2002, V, c. 147, secondo il quale anche i caratteri di imparzialità e di terzietà del giudice, espressamente richiesti dall'art. 111, comma 2 Cost., sarebbero con maggiore difficoltà riscontrabili nei giudici amministrativi ed in particolare nei membri del Consiglio di Stato, i quali sovente "si trovano a giudicare su questioni di diritto sulle quali hanno già espresso parere, o su questioni che trovano coinvolti soggetti con i quali hanno altri e diversi rapporti istituzionali c/o di lavoro").

Per una prima replica a tali rilievi, nonché ad altri profili di possibile non conformità dell'art. 33 del d. lgs. n. 80/1998 al dettato costituzionale, si veda L. BERTONAZZI, *In tema di giurisdizione esclusiva*, in *Dir. proc. amm.*, 2000, p. 929 ss.

<sup>594</sup> Così anche M. CUNIBERTI, *Il servizio pubblico nella nuova giurisdizione esclusiva (art. 33 del decreto legislativo n. 80 del 1998, come modificato dalla legge 21 luglio 2000, n. 205)*, in AA.VV.,

Tale conclusione non pare tuttavia possa essere accolta: la norma in esame dispone chiaramente che rientrano, tra l'altro, nella giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo le controversie "riguardanti le attività e le prestazioni di ogni genere, anche di natura patrimoniale, rese nell'espletamento di pubblici servizi", per cui vi è di conseguenza alcuna ragione per ritenere *a priori* che eventuali attività svolte nell'ambito del settore del mercato mobiliare o del credito, se qualificabili come servizi pubblici, debbano essere attribuite alla giurisdizione del giudice ordinario.

Si tratta dunque di verificare se le (o alcune delle) prestazioni poste in essere dalla società di gestione del mercato integrino la fattispecie del servizio pubblico e tale verifica non può che procedere dalla ricostruzione, per ovvi motivi non esaustiva, della nozione di servizio pubblico.

A tal proposito va fin da ora premesso che l'interpretazione dell'espressione "servizio pubblico", impiegata nell'art. 33 del d. lgs. n. 80/1998, non pare desumibile dai risultati cui si è giunti in sede di esegesi delle molteplici nozioni di servizio pubblico che il nostro ordinamento contempla, quali quelle contenute, ad esempio, nell'art. 358 c.p.p. o nell'art. 1 della l. 12 giugno 1990, n. 146, sullo sciopero nei servizi pubblici essenziali<sup>595</sup>.

Diviene pertanto necessario, in primo luogo, cercare di ricostruire la nozione di servizio pubblico nell'ambito del diritto amministrativo, per poi verificare se essa possa essere utilizzata anche in sede di interpretazione del sopra ricordato art. 33, comma 1, lett. e), del d. lgs. n. 80/1998. Ciò anche in considerazione del fatto che lo svolgimento da parte della società di gestione del mercato di un'attività di impresa non può essere considerata circostanza che permette di negare la possibilità che tale attività configuri un servizio pubblico: non vi è, infatti, alcun contrasto tra la qualificazione di un'attività come servizio pubblico e la sua eventuale natura imprenditoriale<sup>596</sup>.

---

*Servizi pubblici. Concorrenza. Diritti*, a cura di L. Ammannati, M.A. Cabiddu, P. De Carli, Milano, 2002, pp. 274-275.

<sup>595</sup> Cass. civ., sez. un., 30 marzo 2000, n. 71, in *Foro it.*, 2000, I, c. 2210 ss. L'affermazione secondo cui al termine "servizio pubblico" non può essere attribuito un significato unitario nelle varie previsioni normative in cui è impiegato è peraltro ricorrente anche in dottrina. In tal senso si esprimono, infatti, tra gli altri, S. CATTANEO, voce «Servizi pubblici», in *Enc. del dir.*, XLII, Milano, 1990, p. 366; M. CUNIBERTI, *Il servizio pubblico nella nuova giurisdizione esclusiva*, cit., p. 278.

<sup>596</sup> Si veda sul punto G. CAIA, *La disciplina dei servizi pubblici*, in AA.VV., *Diritto amministrativo*, a cura di L. Mazzaroli, G. Pericu, A. Romano, F.A. Roversi Monaco, F.G. Scoca, Bologna, 2001, I, p. 966; A. ROMANO, *La concessione di un pubblico servizio*, in AA.VV., *La concessione di pubblico servizio*, a cura di G. Pericu, A. Romano, V. Spagnolo Vigorita, Milano, 1995, p. 22 ss.

### 7.2 Prime ricostruzioni della nozione di servizio pubblico nella dottrina amministrativistica

Nelle trattazioni più risalenti dedicate alla definizione di servizio pubblico, quest'ultimo si caratterizzava per il duplice fatto di essere imputabile allo Stato o ad un ente pubblico e di essere prestato a favore del cittadino<sup>597</sup>. Se in un primo momento per definire una data attività come servizio pubblico veniva richiesta la compresenza in capo all'ente pubblico che svolgeva la prestazione sia della titolarità che della gestione dell'attività, ben presto il nucleo centrale della nozione venne limitato alla titolarità dell'attività svolta nei confronti della collettività, ciò al fine di giustificare la circostanza della sempre maggiore partecipazione dei privati nella gestione dell'attività stessa attraverso lo strumento della concessione amministrativa.

In tale prospettiva, particolare enfasi veniva posta nell'individuazione degli elementi che consentivano di distinguere tra servizio pubblico e funzione pubblica<sup>598</sup> ed innanzitutto nella circostanza che gli atti attraverso i quali l'attività ritenuta servizio pubblico veniva ad essere prestata erano paritetici e non autoritativi<sup>599</sup>.

Un primo tentativo di superare l'impostazione ora esaminata fu determinato dal progressivo svuotamento degli istituti corporativi e dal sempre più diffuso intervento statale nella gestione dell'economia che caratterizzò l'ultimo decennio del regime fascista. I provvedimenti normativi che furono emanati in tale periodo, ed in particolare l'entrata in vigore della legge bancaria del 1936, indussero infatti autorevole dottrina ad ipotizzare la possibilità di applicare anche all'intervento pubblico nell'economia la teoria degli ordinamenti sezionali<sup>600</sup>.

### 7.3 Concezione oggettiva del servizio pubblico

Furono soprattutto l'entrata in vigore della Costituzione, ed in particolare dell'art. 43 Cost., nonché il diffondersi di attività che presentavano caratteristiche materiali sostanzialmente analoghe a quelle che potevano essere qualificate servizi pubblici, alla luce della tesi sopra ricordata, ma che erano svolte da privati ed erano soggette ad una disciplina pubblicistica che

---

<sup>597</sup> A. DE VALLES, *I servizi pubblici*, Milano, 1924, p. 20.

<sup>598</sup> G. MIELE, *Pubblica funzione e servizio pubblico*, in *Arch. giur.*, 1933, p. 172 ss.

<sup>599</sup> A. DE VALLES, *I servizi pubblici*, cit., p. 43 ss.

<sup>600</sup> M.S. GIANNINI, *Lezioni di diritto amministrativo*, Milano, 1950, p. 171 ss.

non si basava su un provvedimento di concessione (i c.d. servizi pubblici impropri, secondo la definizione di De Valles), a far entrare in crisi la costruzione che attribuiva un ruolo centrale al soggetto che erogava la prestazione nell'individuazione della nozione di servizio pubblico<sup>601</sup>.

Partendo dalla formulazione dell'art. 43 Cost., il quale dispone che a "fini di utilità generale la legge può riservare originariamente o trasferire mediante espropriazione e salvo indennizzo allo Stato, ad enti pubblici o a comunità di lavoratori o di utenti determinate imprese o categorie di imprese, che si riferiscano a servizi pubblici essenziali o a fonti di energia o a situazioni di monopolio", si è sostenuto che la previsione secondo cui la riserva o il trasferimento delle imprese che prestano servizi pubblici essenziali possono, e non devono, essere disposte dalla legge, consentirebbe di concludere che possono esistere servizi pubblici gestiti da privati.

Tale conclusione, nella ricostruzione in esame, sarebbe del resto confermata anche dalla previsione, contenuta sempre nell'art. 43 Cost., secondo cui fra i possibili destinatari della riserva o del trasferimento dei servizi pubblici essenziali figurano anche "comunità di lavoratori o di utenti", soggetti che non possono essere certo considerati enti pubblici<sup>602</sup>.

Per quanto concerne i tratti caratterizzanti del servizio pubblico, questi vengono individuati nell'assoggettamento dell'attività alle previsioni dell'art. 41, comma 3, Cost., per cui rientrerebbe nella nozione in esame qualunque attività economica, pubblica o privata, sottoposta dalla legge a programmi e/o controlli in grado di indirizzarla e coordinarla a fini sociali.

A tale costruzione, di cui si apprezza comunque il rigore metodologico e che è stata considerata un'anticipazione di quelle che sono le attuali prospettive europee, si è tuttavia obiettato, in primo luogo, che essa non consentirebbe di distinguere tra attività economiche private, soggette a programmi e controlli ai sensi dell'art. 41, comma 3, Cost., ed attività gestite da soggetti pubblici o da privati appositamente incaricati dall'Amministrazione pubblica nell'ambito di una specifica organizzazione<sup>603</sup>, per cui farebbe venire meno qualsiasi carattere di specificità al concetto, il quale finirebbe per assorbire genericamente la disciplina pubblica dell'iniziativa economica<sup>604</sup>.

---

<sup>601</sup> F. MERUSI, voce «Servizio pubblico», in *Noviss. Digesto it.*, XVII, Torino, 1970, p. 218.

<sup>602</sup> U. POTOTSCHNIG, *I pubblici servizi*, Padova, 1964, p. 54.

<sup>603</sup> G. CAIA, *La disciplina dei servizi pubblici*, cit., p. 948.

<sup>604</sup> R. VILLATA, *Pubblici servizi. Discussioni e problemi*, Milano, 2003, p. 7, il quale rileva che l'art. 43 Cost. "si ataglia pienamente all'ipotesi in cui l'Amministrazione decida di escludere dall'espletamento del servizio, disponendone l'assunzione diretta, ogni privato concessionario, ed è dunque perfettamente

Individuare negli artt. 41 e 43 Cost. il fondamento normativo sul quale basare l'interpretazione del concetto di servizio pubblico avrebbe inoltre come discutibile conseguenza la riconduzione in tale nozione delle sole attività economiche, con il rischio di esclusione di attività rilevanti quali i servizi assistenziali o culturali<sup>605</sup>.

Infine, si è osservato che il richiamo al servizio pubblico contenuto nell'art. 43 Cost. dovrebbe essere riferito non ad uno specifico istituto giuridico, bensì ad "un'attività economica suscettibile di dare occasione a determinati procedimenti giuridici che hanno per fine di identificare i soggetti più idonei a gestire l'attività stessa"<sup>606</sup>.

Sempre nell'ambito delle c.d. teorie oggettive del servizio pubblico si è recentemente sostenuto che, sulla base dell'art. 41 Cost., sarebbe necessario operare una distinzione tra utilità sociale e fini sociali: l'utilità sociale, alla quale farebbe riferimento il secondo comma dell'articolo ora considerato, consisterebbe nella dimensione esecutiva delle libertà fondamentali, mentre i fini sociali, contemplati nel terzo comma del medesimo articolo, presenterebbero una dimensione dinamica tesa a rendere effettivi diritti e libertà nella dimensione non autoesecutiva. Il pubblico servizio sarebbe, allora, l'attività di prestazione dei servizi intesi a realizzare le condizioni che consentono la piena esplicazione della dimensione non autoesecutiva delle libertà e dei diritti sociali sanciti dalla Costituzione.

A tale conclusione è stato però obiettato non solo che all'unicità del concetto non corrisponderebbe uniformità di disciplina, per cui sarebbe alquanto problematico, in presenza di tre diverse discipline giuridiche, individuare un denominatore comune in grado di delineare la

---

compatibile con la concezione soggettiva (che non significa affatto (...) gestione necessaria da parte dell'ente pubblico). Ma se così stanno le cose, se cioè in buona sostanza l'art. 43 riguarda soltanto l'assunzione in esclusiva, sostituendo tale regime (ove non si tratti di riserva originaria) a quello che contempla l'affidamento ai concessionari privati, la nozione realmente oggettiva in senso pieno del servizio pubblico viene a cadere".

<sup>605</sup> Va peraltro osservato che, al fine di superare questa obiezione, i fautori della teoria oggettiva del servizio pubblico hanno ipotizzato di interpretare in senso piuttosto ampio la nozione di attività economica impiegata nell'art. 41, comma 3, Cost., fino a ricomprendervi anche le attività erogative in senso generale, restandone escluse le sole attività produttive di utilità di carattere giuridico.

<sup>606</sup> F. MERUSI, voce «Servizio pubblico», cit., p. 219, per il quale l'art. 43 Cost. utilizza, nell'ambito dello stesso contesto, anche le espressioni "fonti di energia" e "situazioni di monopolio", che sono nozioni "non appartenenti alla scienza giuridica", per cui "riesce difficile immaginare che il Costituente, parlando di servizi pubblici, abbia invece fatto rinvio ad un istituto giuridico e, in particolare, all'attività programmata di cui al precedente art. 41". In tal senso anche G. CAIA, *La disciplina dei servizi pubblici*, cit., p. 949. Parte della dottrina è giunta addirittura a sostenere che quella di servizio pubblico sarebbe una nozione che costituisce un micro riflesso nell'ordinamento giuridico di concetti che trovano la propria fonte nella scienza economica (R. ALESSI, *Le prestazioni rese ai privati*, Milano, 1956, p. 2).

nozione di servizio pubblico<sup>607</sup>. Diverrebbe inoltre oltremodo difficile distinguere “sul piano normativo il presunto servizio pubblico soggetto solo alla disciplina comune ad ogni attività economica da tutte le altre attività di eguale natura che, seppur sottoposte alla medesima disciplina, pubblici servizi non sono”<sup>608</sup>.

Nonostante le critiche mosse da una parte della dottrina alla concezione “oggettiva” del servizio pubblico, quest’ultima pare essere accolta sia nella relazione governativa al d. lgs. n. 80/1998, sia dal Consiglio di Stato, il quale, nel parere reso sullo schema di quello che sarebbe divenuto il d. lgs. n. 80/1998<sup>609</sup>, pur dando atto che nella relazione di accompagnamento allo schema di decreto legislativo si fa riferimento alla “concezione di servizio pubblico elaborata dalla giurisprudenza francese ed alla nozione oggettiva di servizio pubblico affermatasi in giurisprudenza e delineata dalla dottrina sulla base del contenuto delle norme di cui agli artt. 41 e 43 Cost.”, sebbene “sia la giurisprudenza del Conseil d’Etat<sup>610</sup> (...) sia la nostra attuale giurisprudenza sembrano accogliere una nozione soggettiva di servizio pubblico da intendersi quale attività di interesse pubblico riferibile anche indirettamente ad un soggetto pubblico”;

<sup>607</sup> R. VILLATA, *Pubblici servizi*, cit., p. 12.

<sup>608</sup> R. VILLATA, *Pubblici servizi*, cit., p. 12.

<sup>609</sup> Si tratta del parere del Consiglio di Stato del 12 marzo 1998, n. 30/98, riportato in *Foro it.*, 1998, III, cc. 350-364, il quale, come risulta dalla precisazione contenuta nel parere stesso, è stato richiesto non nell’ambito della generale funzione consultiva propria del Consiglio di Stato, bensì sulla base del r.d.l. 9 febbraio 1939, n. 273, ai sensi del quale i provvedimenti legislativi concernenti l’ordinamento del Consiglio di Stato e della Corte dei Conti devono essere assunti previo parere del Consiglio di Stato in adunanza generale.

Ciò spiega la ragione per cui il parere fa riferimento unicamente alle norme concernenti la giurisdizione ed il processo amministrativo e non invece ad altre norme pur contenute nello schema di decreto legislativo (così A. ROMANO, nella nota di commento al parere in esame, anch’essa pubblicata in *Foro it.*, 1998, III, cc. 350-355).

<sup>610</sup> E’ stato sul punto osservato che “la teoria del *service public* nasce, nella giurisprudenza francese a cavallo tra otto e novecento, proprio per ricondurre alla giurisdizione del giudice amministrativo quella «zona grigia» precedentemente ricondotta alla categoria degli *actes de gestion* e alla giurisdizione del giudice ordinario, in cui istituti e strumenti propri del diritto civile subivano l’interferenza di un «regime speciale di privilegio». Tuttavia, il richiamo effettuato spesso in modo alquanto frettoloso ed acritico, già nel corso dei lavori preparatori, all’esperienza francese, suscita in questo caso più di una perplessità, e per più di una ragione. In primo luogo, l’elaborazione della nozione di *service public* in Francia è così strettamente collegata ai tratti peculiari di quell’esperienza e di quell’ordinamento che la sua esportazione ed il suo innesto in un contesto del tutto differente come è quello italiano non può non rivelare un inevitabile elemento di artificiosità (...); in secondo luogo, va osservato che è improprio l’utilizzo della nozione francese ai fini chiarificatori della portata del concetto, dal momento che la stessa elaborazione della categoria del *service public* nella giurisprudenza e nella dottrina francese è tutt’altro che pacifica e non controversa” (M. CUNIBERTI, *Il servizio pubblico nella nuova giurisdizione esclusiva*, cit., pp. 280-281; cfr. anche D. SORACE, *Servizi pubblici e servizi (economici) di pubblica utilità*, in *Dir. pubbl.*, 1999, p. 376).

rileva che la legge delega, "indicando la materia dei servizi pubblici senza il riferimento alla concessione o a rapporti di concessione, contenuto nell'art. 5, comma primo, della l. 6 dicembre 1971, n. 1034<sup>611</sup>, avrebbe accolto una nozione oggettiva di servizio pubblico, nozione che, "nella sua portata più ampia comprende tutte le attività svolte da qualsivoglia soggetto, riconducibili ad un ordinamento di settore, sottoposte cioè al controllo, vigilanza o mera autorizzazione da parte di una amministrazione pubblica".

#### 7.4 Recenti tentativi di ricostruzione della nozione di servizio pubblico

L'affermazione secondo cui l'art. 33 del d. lgs. n. 80/1998 accoglierebbe una nozione "oggettiva" di servizio pubblico è stata contestata da una parte della dottrina, la quale ha evidenziato in primo luogo come la scelta del legislatore di disancorare la ricostruzione della nozione da qualsiasi riferimento alla concessione potrebbe essere spiegata non con la presunta volontà di aderire alla suddetta nozione di servizio pubblico, bensì con la crisi dell'istituto della concessione, di cui sarebbe testimonianza il sempre minore ricorso che ad esso viene fatto come strumento di regolamentazione dei rapporti tra la pubblica amministrazione ed i privati<sup>612</sup>.

Inoltre, si è notato, il ragionamento svolto dal Consiglio di Stato nel suddetto parere allo schema di decreto legislativo potrebbe essere accolto soltanto se si aderisse alla risalente ricostruzione della nozione "soggettiva" di servizio pubblico come servizio prestato dalla pubblica amministrazione sia direttamente, che indirettamente (in quest'ultimo caso, solo per il tramite di un soggetto a tal fine appositamente costituito o di un privato al quale fossero stati in precedenza trasferiti poteri di tipo pubblicistico).

---

<sup>611</sup> La considerazione che con l'art. 33 del d. lgs. n. 80/1998 si è voluto negare rilievo alla forma del titolo abilitativo all'esercizio dell'attività che configura pubblico servizio è condivisa anche da M. CUNIBERTI, *Il servizio pubblico nella nuova giurisdizione esclusiva*, cit., pp. 286-287, secondo il quale "ciò si desume non solo dall'abrogazione parziale dell'art. 5 della l. n. 1034 del 1971 nella parte in cui questo richiamava la figura della concessione di pubblico servizio (...), ma anche da altre parti della disposizione, come ad esempio la lett. b) del comma 2, che ribadisce che la giurisdizione esclusiva sussiste per le controversie «tra le amministrazioni pubbliche e i gestori comunque denominati di pubblici servizi». La perdita di rilievo del *nomen juris* attribuito al rapporto tra amministrazione e gestore del servizio, ai fini della determinazione della natura del rapporto stesso e della risoluzione dei relativi problemi di giurisdizione, corrisponde del resto ad una tendenza diffusa anche nel diritto comunitario (...) e recepita anche nella normativa interna in materia di appalti e di accesso agli atti e documenti amministrativi (...)".

<sup>612</sup> M. CUNIBERTI, *Il servizio pubblico nella nuova giurisdizione esclusiva*, cit., p. 286.

La soluzione del legislatore di non attribuire rilevanza alla concessione nell'ambito dei servizi pubblici non potrebbe invece essere considerata determinante per sostenere l'accoglimento della nozione di servizio pubblico se si accetta la formulazione più recente della teoria soggettiva secondo cui sarebbe del tutto irrilevante la forma utilizzata per instaurare il rapporto alla base della prestazione del servizio pubblico.

Secondo una recente ricostruzione della nozione soggettiva del servizio pubblico, infatti, elementi centrali della stessa sarebbero, seppur con sfumature diverse, sia la finalità cui è rivolto il servizio, rappresentata dal soddisfacimento di esigenze di ordine collettivo<sup>613</sup>, sia il profilo organizzativo del servizio, ossia, più precisamente, la sua sottoposizione ad una disciplina derogatoria rispetto a quella di diritto comune.

Per quanto concerne l'affermazione che la destinazione al pubblico debba essere considerata un elemento caratterizzante la nozione di servizio pubblico, si è ritenuto che in tal senso deporrebbero numerosi provvedimenti normativi, quali l'art. 1 del t.u. 15 ottobre 1925, n. 2578, il d.p.r. 29 marzo 1973, n. 156 sui servizi postali e delle telecomunicazioni, la l. 23 dicembre 1978, n. 833, istitutiva del servizio sanitario nazionale, l'art. 22 della l. 8 giugno 1990, n. 142<sup>614</sup>.

Proprio la destinazione alla collettività delle prestazioni erogate consentirebbe inoltre di "ritenere centrale la pertinenza del servizio pubblico all'Amministrazione pubblica (...); tale pertinenza – del resto – emerge anch'essa dalla stessa disciplina legislativa dettata per i vari servizi. Quindi nella delineazione degli elementi definitivi del fenomeno, qui esaminato, sembra imprescindibile considerare la componente soggettiva"<sup>615</sup>.

Ciò che muta profondamente rispetto all'originaria nozione soggettiva di servizio pubblico è la rilevanza attribuita all'intervento dell'Amministrazione pubblica nell'organizzazione del

---

<sup>613</sup> Anche per Cass. civ., sez. un., 1° dicembre 2000, n. 1241/SU, in *Foro it.*, 2001, I, c. 2580-2589, integra un pubblico servizio "solo quello che, istituzionalmente, è in via diretta indirizzato a soddisfare le esigenze della collettività".

<sup>614</sup> G. CAIA, *La disciplina dei servizi pubblici*, cit., p. 952, secondo il quale in tutte le disposizioni ricordate nel testo "la qualificazione dei servizi come pubblici emerge – nella stessa configurazione legislativa – dalla destinazione al pubblico (*rectius*, ai cittadini) delle attività o prestazioni materiali oggetto dei medesimi (sia che queste prestazioni siano erogate a domanda o meno)". Anche secondo R. VILLATA, *Pubblici servizi*, cit., p. 15, l'art. 22 della l. n. 142/1990 (oggi art. 112 del testo unico n. 267/2000) confermerebbe l'esattezza della tesi secondo cui "solo con la decisione di assumerla, un'attività di produzione di beni, diretta a realizzare fini sociali, nonché a promuovere lo sviluppo economico e civile della comunità locale, diventa «servizio pubblico»".

<sup>615</sup> G. CAIA, *La disciplina dei servizi pubblici*, cit., p. 952.



servizio: solo quando la prestazione a favore della collettività "si inserisce istituzionalmente nel novero delle misure attuative dei compiti dell'Amministrazione, sulla scorta di appositi strumenti organizzatori dettati dalla legge ovvero adottati dall'Amministrazione pubblica in base ad essa"<sup>616</sup>, si può dire di essere in presenza di un servizio pubblico.

La peculiarità di tali servizi sarebbe dunque data dall'intervento dello Stato nell'organizzazione dell'attività, intervento volto ad assicurare ai cittadini la possibilità di fruire delle prestazioni, per cui condizione necessaria affinché una determinata attività possa essere identificata come servizio pubblico sarebbe l'assunzione da parte dell'ente politico del compito di svolgere l'attività stessa nei confronti della collettività<sup>617</sup>. Ciò peraltro presupporrebbe, secondo alcuni, la sussistenza di una previsione legislativa che istituisca e organizzi direttamente l'attività o rimetta "la relativa concreta istituzione, organizzazione o predisposizione all'Amministrazione pubblica"<sup>618</sup>. Momento centrale per l'individuazione di un'attività come servizio pubblico diventa, dunque, l'assunzione da parte dell'ente politico del compito-servizio<sup>619</sup>.

Ne consegue, ulteriormente, che nessuna rilevanza avrebbe la natura del soggetto che pone in essere il servizio, ma se l'attività fosse svolta da un privato sarebbe comunque condizione necessaria, affinché essa possa essere definita come servizio pubblico, l'esistenza di un vincolo specifico tra il gestore e l'Amministrazione pubblica<sup>620</sup>.

---

<sup>616</sup> G. CAIA, *La disciplina dei servizi pubblici*, cit., pp. 954-955.

<sup>617</sup> I. MARINO, *Servizi pubblici e sistema autonomistico*, Milano, 1986, p. 156 ss.

<sup>618</sup> G. CAIA, *La disciplina dei servizi pubblici*, cit., p. 979.

<sup>619</sup> G. CAIA, *La disciplina dei servizi pubblici*, cit., p. 953, S. CATTANEO, voce «Servizi pubblici», cit., p. 371. Avrebbe invece perso rilevanza il requisito della titolarità del servizio in capo all'amministrazione, come dimostrato, ad esempio, dall'art. 16 del d.l. 26 ottobre 1970, n. 745, convertito nella l. 18 dicembre 1970, n. 1034, il quale considera servizio pubblico l'attività di distribuzione di carburante, o dalla l. 8 novembre 1991, n. 362, la quale definisce pubblico il servizio reso dalle farmacie (così V. DE FALCO, *Il servizio pubblico tra ordinamento comunitario e diritto interno*, Padova, 2003, p. 38).

<sup>620</sup> Secondo l'ipotesi ricostruttiva in esame, il servizio pubblico non sarebbe caratterizzato unicamente da attività materiali o prestazioni poste in essere dall'Amministrazione pubblica o dal soggetto da essa incaricato, né potrebbe essere ricondotto esclusivamente nell'ambito dell'attività di diritto privato dell'Amministrazione pubblica o considerato un tipo "a sé stante" della stessa, contrapposto alla funzione amministrativa, connotata dall'esercizio del potere [G. CAIA, *La disciplina dei servizi pubblici*, cit., p. 956, il quale rileva che i tre tipi di attività ora considerate (funzione amministrativa, attività di diritto privato, attività materiali), "che rappresentano altrettante forme dell'azione amministrativa e che a quest'ultima (come concetto complessivo) possono essere ricondotte, si riscontrano in varia misura e grado nei servizi pubblici, a seconda della disciplina normativa che regge i medesimi. Peraltro (...) i

7.5 Osservazioni in tema di giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo ai sensi dell'art. 33 del d. lgs. n. 80/1998

Provando ad utilizzare le varie teorie che sono state in precedenza considerate al fine di risolvere il problema dal quale si è partiti, ossia l'individuazione del giudice competente a dirimere le controversie di cui è parte la società di gestione del mercato, va osservato che se si accoglie la nozione soggettiva del servizio pubblico sopra riportata non sembra vi sia spazio per qualificare come tale l'attività di organizzazione e gestione dei mercati regolamentati di strumenti finanziari.

Anche a prescindere dalla considerazione che vi potrebbero essere dubbi in ordine alla possibilità di considerare interesse della collettività l'organizzazione di un mercato regolamentato di determinati strumenti finanziari, ben potendo esservi, come visto, modalità di negoziazione diverse (sistemi di scambi organizzati, negoziazione per conto proprio da parte di intermediari, ecc.) che assicurano ai risparmiatori la possibilità di effettuare operazioni su tali

---

momenti di autorità possono essere qui nettamente minoritari o addirittura assenti nella fase della prestazione (ma, comunque, non in quella della istituzione del servizio o della scelta della relativa forma di gestione in base a legge). Il servizio pubblico rappresenta dunque un modulo complesso di azione amministrativa; sotto altro angolo di visuale un modo di esplicitare un'attività produttiva (di carattere economico o socio-culturale) che l'ordinamento – in astratto – non affida in via esclusiva ai pubblici poteri, ma che per volontà di essi è assunta e organizzata in quanto di pubblico interesse. In questo modo l'attività diviene di pertinenza dell'Amministrazione pubblica, cioè di titolarità della stessa, seppure in via non monopolistica: tale circostanza comporta la rilevanza del momento organizzativo del servizio. Pertanto, il servizio pubblico deve essere considerato globalmente e sussiste quando è contemplato da una disciplina positiva; la necessità di quest'ultimo presupposto si ricava anche dalla norma di cui all'art. 358 comma 2 c.p., alla quale deve essere riconosciuto carattere ricognitivo del fenomeno del servizio pubblico (in merito, si ricorda peraltro che le nozioni di servizio pubblico nel diritto amministrativo e nel diritto penale, seppure convergenti, non coincidono (...)). Occorre, tuttavia, precisare che la disciplina positiva, in relazione ai vari servizi, presenta contenuti diversificati: talora, regola l'organizzazione e le linee di gestione di uno specifico servizio (ciò accade per i servizi pubblici statali o regionali); talaltra indica i presupposti e il procedimento di assunzione nonché le possibili forme (alternative) di gestione dei servizi istituibili dall'Amministrazione pubblica (ciò accade per i servizi pubblici degli enti locali). La *ratio* della disciplina particolare del servizio pubblico consiste nella necessità che siano garantite determinate modalità di gestione, delle quali la tipologia organizzativa rappresenta lo strumento. Infatti, si ripete che l'interesse pubblico (della collettività) risiede non nella semplice presenza dell'attività-servizio bensì nella relativa conduzione in termini rispondenti alla finalità per la quale ne fu decisa l'istituzione; dunque, il servizio pubblico è un modello organizzativo-garantistico. La necessità che sussista una disciplina positiva del servizio pubblico comporta che lo stesso non può essere organizzato in forme libere. Quando tale disciplina manchi e l'Amministrazione pubblica ravvisi l'interesse pubblico della gestione di una certa attività produttiva essa potrà certamente avvenire, ma non potrà parlarsi di servizio pubblico: si tratterà di esercizio dell'autonomia privata dell'Amministrazione (con finalità di intervento socio-economico)"].

strumenti finanziari, va comunque osservato che la decisione di istituire<sup>621</sup> o di chiudere un mercato spetta unicamente alla società di gestione<sup>622</sup>.

Sul punto l'Autorità di vigilanza non ha, come si ritiene di aver dimostrato nel precedente paragrafo 6.2, alcun potere di intervento, se non quello di attivarsi per individuare le soluzioni utili nell'interesse dei risparmiatori ai sensi dell'art. 75, comma 4, del TUF, qualora la chiusura del mercato fosse in grado di pregiudicare l'interesse degli stessi. Ciò non comporta, però, che la Consob possa subentrare, direttamente od indirettamente (ad esempio, attraverso la creazione di un'apposita società di gestione del mercato) nell'esercizio del mercato, oppure imporre ad altra società di gestione l'obbligo di contrarre con gli emittenti degli strumenti finanziari scambiati nel mercato chiuso.

Inoltre, la circostanza che l'Autorità di vigilanza è tenuta ad approvare il regolamento del mercato, nonché i pur penetranti poteri di intervento alla stessa riconosciuti, non sembrano in

---

<sup>621</sup> In questo senso anche M. RUBINO DE RUTIS, *Sub art. 61*, cit., p. 511, il quale osserva, più in generale, che la società di gestione del mercato "non si occupa soltanto dell'erogazione di un servizio (gestione del mercato), ma anche dell'istituzione del mercato (organizzazione del mercato) e cioè della sua realizzazione tecnica (predisposizione di tutte le strutture necessarie al suo funzionamento) e della selezione delle regole di funzionamento ex art. 62 (attività di regolamentazione). Si tratta di poteri che sono tutti stabiliti direttamente dalla legge e non trasferiti dalla pubblica amministrazione. Anche l'entità dei corrispettivi per i servizi offerti non è di competenza dell'autorità amministrativa, ma è decisa dalla stessa società di gestione in piena autonomia (...) diversamente da quanto avviene per la concessione dei pubblici servizi. Il pagamento del corrispettivo alla società di gestione, infatti, ha funzione esclusivamente sinallagmatica rispetto all'uso delle strutture ed alla funzione dei servizi forniti da una società di gestione (v. in particolare il contratto di prestazioni di servizi, che gli operatori devono sottoscrivere ai sensi dell'art. 3.3.1 del regolamento del mercato della Borsa Italiana s.p.a., il cui testo è allegato sub titolo 3 delle relative istruzioni). Ciò induce ad escludere che gli atti della società di gestione - e lo stesso regolamento del mercato - possano qualificarsi come amministrativi dato che la società di gestione dei mercati regolamentati non può considerarsi organo indiretto della pubblica amministrazione, né gli atti della stessa possono qualificarsi come sostanzialmente amministrativi".

<sup>622</sup> Così anche Trib. Milano, 9 febbraio 2000, ord., in *Giur. comm.*, 2000, II, p. 100 ss. La decisione di chiudere un mercato non può, peraltro, essere assunta in violazione degli (eventuali) impegni contrattuali che la società si è assunta con gli emittenti degli strumenti finanziari quotati nel mercato e con gli intermediari che in esso operano. Il limite è dato dunque dal diritto delle obbligazioni e non dalle norme di diritto amministrativo, posto che una conclusione diversa avrebbe ovviamente l'effetto di privare completamente di senso la norma che prevede la natura imprenditoriale del mercato.

Anche secondo A. SEGNI, *I mercati e i valori mobiliari*, cit., p. 3021, "(n)on va infatti sopravvalutato il fatto che il principale mercato regolamentato oggi esistente in Italia, succeduto alla borsa valori, sia affidato alla gestione di una società costituita dai principali operatori del mercato ed operi in condizione di monopolio di fatto, poiché simile situazione non è frutto di una scelta legislativa volta a garantire interessi di natura pubblicistica. E' utile invece notare come nell'impostazione del testo unico la stessa istituzione di un mercato sia rimessa alla libera scelta del privato, mancando nella disciplina positiva alcun accenno dal quale se ne possa far discendere la necessità della costituzione, o del mantenimento in vita, così come mancano elementi che attribuiscono all'attività della società di gestione del mercato la natura di servizio pubblico".

grado di far assurgere gli organi di controllo a punto di riferimento dell'organizzazione dell'attività.

Come si è detto, la natura imprenditoriale dell'attività e le ragioni che stanno alla base della riforma della disciplina dei mercati finanziari introdotta con il d. lgs. n. 415/1996, confermata dal TUF non consentono di attribuire alla Consob il potere di imporre alla società di gestione le proprie considerazioni in ordine a quella che essa ritiene possa essere la migliore organizzazione di un dato mercato, potendo al più richiedere modificazioni al regolamento del mercato soltanto se esso contiene disposizioni che non sono idonee ad assicurare la trasparenza del mercato, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori (art. 73, comma 4, TUF).

Difettando, pertanto, quell'elemento che è stato considerato centrale nella ricostruzione della nozione soggettiva di servizio pubblico qui accolta, rappresentato dalla decisione in ordine all'assunzione del servizio, non vi sarebbe spazio per qualificare come servizio pubblico l'attività di organizzazione e gestione di mercati di strumenti finanziari e, quindi, per attribuire ad un giudice diverso da quello ordinario la giurisdizione delle controversie che vedono parte la società-mercato, almeno in tutti i casi in cui quest'ultima non può essere considerata un soggetto pubblico.

A conclusioni diverse sembrerebbe si debba invece giungere qualora si ritenesse maggiormente rispondente al dato normativo-sistematico la ricostruzione in termini "oggettivi" della nozione di servizio pubblico ed, in particolare se si aderisse alla tesi secondo cui il servizio pubblico comprenderebbe tutte le attività svolte da qualsivoglia soggetto, riconducibili ad un ordinamento di settore, sottoposte cioè al controllo, alla vigilanza o alla mera autorizzazione da parte di un'Amministrazione pubblica.

In tali casi difficilmente si potrebbe negare la giurisdizione del giudice amministrativo con riferimento alle controversie concernenti l'istituzione, la modificazione e l'estinzione del gestore del servizio pubblico, salvo verificare cosa intenda in particolare il legislatore quando si riferisce a tali controversie.

Ancor più complessa, se possibile, si presenterebbe la questione nel caso di controversie tra società di gestione e soggetti ammessi alle negoziazioni e/o soggetti emittenti gli strumenti finanziari negoziati. In tali casi, centrale rilevanza assume l'interpretazione della parte finale dell'art. 33, comma 1, lett. e), del d. lgs. n. 80/1998, la quale esclude espressamente dalla giurisdizione del giudice amministrativo, tra l'altro, le controversie riguardanti le attività e le prestazioni di ogni genere, anche di natura patrimoniale, rese nell'espletamento di pubblici

servizi, ivi comprese quelle fornite nell'ambito del Servizio sanitario nazionale e della pubblica istruzione, quando sono relative a rapporti individuali di utenza con soggetti privati.

Se con riferimento alla relazione amministrazione-gestore del pubblico servizio pare da accogliere la considerazione che "la giurisdizione esclusiva abbraccia tutto il fascio delle controversie ipotizzabili, ancorché relative al mancato pagamento o tardivo adempimento delle obbligazioni di natura patrimoniale, appunto perché questo ambito è retto da norme pubblicistiche"<sup>623</sup>, per quanto concerne la relazione gestore-utente non vi è uniformità di interpretazioni.

Accanto ad un orientamento che sottrae alla giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo i rapporti tra utenti individuali e gestori privati dei servizi pubblici<sup>624</sup>, si deve registrare la presa di posizione della Suprema Corte, la quale ha invece sostenuto che nella categoria concernente "i rapporti individuali di utenza con i soggetti privati" devono essere inclusi i giudizi promossi da singoli utenti di un determinato servizio pubblico (nel caso di specie, riguardante prestazioni del servizio sanitario nazionale) "per ottenere le prestazioni cui lo stesso è istituzionalmente preposto, relativamente ai quali l'individuazione del giudice fornito di giurisdizione deve, dunque, avvenire, non in base al criterio della materia, ma in base a quello della consistenza della situazione giuridica della quale si domanda la tutela, vale a dire riconoscendosi la sussistenza della giurisdizione ordinaria, relativamente ai diritti soggettivi, ovvero quella generale di legittimità del giudice amministrativo, relativamente agli interessi legittimi"<sup>625</sup>.

---

<sup>623</sup> F. FRACCHIA, *La giurisdizione esclusiva*, in AA.VV., *Il nuovo processo amministrativo dopo due anni di giurisprudenza*, a cura di F. Caringella e M. Protto, Milano, 2002, p. 432.

<sup>624</sup> In questo senso si esprime Cons. Stato, ad. plen., ord., 30 marzo 2000, n. 1, in *Foro it.*, 2000, III, c. 365 ss., con nota di F. FRACCHIA, *Giurisdizione esclusiva, servizio pubblico e specialità del diritto amministrativo*, laddove rileva che "il legislatore delegato ha attribuito alla giurisdizione esclusiva le controversie intercorrenti tra l'amministrazione e i singoli utenti, mentre ha lasciato ferma la giurisdizione ordinaria per quelle intercorrenti tra i gestori privati e i singoli utenti, in quanto esse (oltre che per il notevole numero) sono caratterizzate il più delle volte dal loro modesto valore economico e dalla applicabilità integrale del diritto privato, in particolare della normativa sui contratti per adesione e sulle clausole vessatorie o abusive" (cc. 391-392).

<sup>625</sup> Cass., sez. un., 1° dicembre 2000, n. 558/SU in *Foro it.*, 2001, I, c. 2580 ss. In sede di commento di tale pronuncia si è osservato che portando "la tesi delle sezioni unite alle sue conseguenze logiche, la nuova giurisdizione esclusiva in materia di servizi pubblici si incentrerebbe sulle attività di organizzazione e di regolazione, attività che però, in buona parte, si traducono già in atti autoritativi. Invece, per quanto concerne le vertenze sulle prestazioni (...) la giurisdizione del giudice rimarrebbe intatta"[A. TRAVI, *Giustizia amministrativa e giurisdizione esclusiva nelle recenti riforme*, in *Foro it.*, 2001, V, c. 70, il quale rileva che la genesi della disposizione deporrebbe chiaramente nel senso che la "discriminante fra le giurisdizioni avrebbe dovuto essere la circostanza che il servizio fosse gestito da una pubblica amministrazione o invece da un privato. In questo secondo caso la vertenza sul rapporto individuale di utenza sarebbe stata di competenza del giudice ordinario. Negli altri casi sarebbe stata di

Ciò precisato, va osservato che l'art. 33, comma 1, lett. e), del d. lgs. n. 80/1998, assieme ad altre disposizioni contenute nel medesimo articolo [si pensi, ad esempio, a quanto previsto dalla lett. d) del medesimo comma, ai sensi del quale sono devolute alla giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo tutte le controversie aventi ad oggetto le procedure di affidamento di appalti pubblici di lavori, servizi e forniture, svolte da soggetti comunque tenuti all'applicazione delle norme comunitarie o della normativa nazionale o regionale], potrebbero indurre a ritenere possibile la formulazione di un'ipotesi di ricostruzione dell'ambito applicativo del medesimo art. 33 per alcuni aspetti alternativa a quella contenuta nelle ricordate pronunce della Corte di cassazione e del Consiglio di Stato, ma per altri conforme ad alcune argomentazioni sviluppate nelle pronunce stesse.

Prima di procedere in tal senso è opportuno soffermarsi brevemente sulle ragioni che, storicamente, hanno giustificato l'introduzione nel nostro ordinamento della giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo<sup>626</sup>. In proposito va osservato che la tesi tradizionale

---

competenza del giudice amministrativo". Tale conclusione sarebbe infatti desumibile "dal confronto del testo dell'originario progetto governativo con il testo approvato, che era stato emendato in seguito al parere del Consiglio di Stato e della commissione parlamentare. La commissione parlamentare, in particolare, aveva chiesto che il testo originario fosse modificato (come fu deciso dal governo), in modo che risultasse chiaro che non erano devolute alla giurisdizione amministrativa «le controversie aventi ad oggetto rapporti individuali d'utenza con gestori privati»].

<sup>626</sup> Premesso che l'espressione "giurisdizione esclusiva" si riferisce a "quel tipo di giurisdizione del giudice amministrativo in cui questi, oltre a giudicare dell'esercizio del potere pubblico finalizzato alla tutela di interessi legittimi del privato, «conosce anche di tutte le questioni relative a diritti», secondo la formula dell'art. 30, r.d. 26 giugno 1924, n. 1054, (t.u. Cons. St.)" (B. SASSANI, *La giurisdizione esclusiva*, in AA.VV., *Trattato di diritto amministrativo*, cit., p. 4661), è opinione diffusa in dottrina che il nostro sistema di giustizia amministrativa, il quale trova il proprio modello di riferimento nell'ordinamento francese, ha fondamento nella l. 31 marzo 1889, n. 5992, istitutiva della IV sezione del Consiglio di Stato, cui furono attribuite funzioni giurisdizionali (così A. PAJNO, *Il riparto della giurisdizione*, in AA.VV., *Trattato di diritto amministrativo*, cit., p. 4196). Sebbene per alcune materie la giurisdizione del giudice amministrativo venne riconosciuta già prima dell'emanazione del r. d. 30 dicembre 1923, n. 2840 [secondo L. BERTONAZZI, *In tema di giurisdizione esclusiva*, cit., p. 929, la giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo in alcune materie sarebbe stata addirittura preesistente alla legge abolitrice del contenzioso amministrativo (l. 20 marzo 1865, n. 2248, all. E); per una ricognizione delle situazioni giuridiche qualificabili come diritti soggettivi per le quali veniva riconosciuta azione davanti al giudice amministrativo anche prima dell'entrata in vigore del r. d. n. 2840/1923, si veda A. M. SANDULLI, *Il giudizio davanti al Consiglio di Stato e ai giudici sott'ordinati*, Napoli, 1963, p. 127 ss.], fu soltanto con quest'ultimo decreto che venne per la prima volta impiegata l'espressione "giurisdizione esclusiva" (F. FRACCHIA, *La giurisdizione esclusiva*, cit., p. 349), di lì a poco ripresa anche nel testo unico sul Consiglio di Stato, il cui art. 29 attribuiva alla giurisdizione esclusiva dello stesso:

- a) i ricorsi relativi al pubblico impiego;
- b) i ricorsi contro i provvedimenti in materia di fondazioni, statuti e trasformazioni di istituzioni pubbliche di beneficenza o di istituzioni di istruzione e di educazione;
- c) le controversie tra lo Stato ed i suoi creditori nella materia del debito pubblico e quelle in materia di ospitalità;

ravvisa tali ragioni nell'esigenza di disporre di uno strumento in grado di consentire una rapida

---

d) i ricorsi contro i decreti mediante i quali il prefetto regolava o vietava l'esercizio di industrie pericolose.

A seguito dell'emanazione della Costituzione, il sistema della giustizia amministrativa venne ad essere disciplinato in primo luogo dagli artt. 24, 103 e 113 Cost. Più precisamente, "gli artt. 24 e 103, comma 1 affermano il principio che la tutela degli interessi legittimi è attribuita al Consiglio di Stato ed agli altri organi di giustizia amministrativa per la tutela giurisdizionale, nei confronti della pubblica amministrazione, di codeste situazioni soggettive; solo in particolari materie indicate dalla legge il giudice amministrativo può assicurare tutela anche ai diritti soggettivi; di qui, l'affermazione della giurisprudenza del giudice amministrativo come giurisdizione di diritto (o tipo) soggettivo, distinta da quella ordinaria, ma attribuitaria, in via generale, della tutela degli interessi legittimi. Non si tratta quindi – secondo note acquisizioni della dottrina – di una giurisdizione speciale, come pure ha affermato la Corte costituzionale in passato, bensì, appunto, di giurisdizione generale, nel senso che in essa confluisce la tutela generale delle situazioni giuridiche di interesse legittimo". A loro volta, i commi 1 e 2 dell'art. 113 Cost., prevedendo che "contro gli atti della pubblica amministrazione è sempre ammessa la tutela giurisdizionale di diritti ed interessi legittimi, e tale tutela non può essere esclusa o limitata a particolari mezzi di impugnazione o per determinate categorie di atti (...) da un lato conferma il principio della generale tutela delle situazioni di interesse legittimo dinanzi agli organi di giustizia amministrativa e, dall'altro, eleva al rango costituzionale il principio della generale assoggettabilità degli atti dell'esecutivo al controllo giurisdizionale di legittimità" (N. PAOLANTONIO, *La giurisdizione di legittimità dopo la legge n. 205/2000*, in AA.VV., *Processo amministrativo e diritto comunitario*, a cura di E. Piccozza, Padova, 2003, pp. 169-170).

Successivamente all'entrata in vigore della Carta costituzionale il novero delle materie per le quali era riconosciuta la giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo venne ad essere nel corso del tempo considerevolmente ampliato; senza pretese di completezza e rimandando a P.M. VIPIANA, voce «Giurisdizione amministrativa esclusiva», in *Dig. disc. pubbl.*, VII, Torino, 1992, p. 418 ss., per un esame più approfondito dei vari provvedimenti in materia, si ricordano, a titolo esemplificativo: l'art. 5 della l. n. 6 dicembre 1971, n. 1034, in materia di concessioni di beni e servizi, eccettuate le controversie concernenti indennità, canoni ed altri corrispettivi; l'art. 10 della l. 28 gennaio 1977, n. 10, concernente controversie in materia di concessioni, contributi e sanzioni edilizie; gli artt. 11 e 15 della l. 7 agosto, 1990, n. 241, in materia di formazione, conclusione ed esecuzione degli accordi stipulati tra amministrazione e privati o tra amministrazioni; l'art. 33 della l. 10 ottobre 1990, n. 287, in materia di ricorsi contro determinati provvedimenti amministrativi assunti dall'Autorità garante della concorrenza e del mercato; l'art. 7, comma 11, del d. lgs. 25 gennaio 1992, n. 74, in materia di decisioni definitive dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato in tema di pubblicità ingannevole; l'art. 2, comma 25, della l. 14 novembre 1995, n. 481, in materia di controversie concernenti gli atti delle Autorità di regolazione dei servizi di pubblica utilità; l'art. 1, commi 26 e 27, della l. 31 luglio 1997, n. 249, in materia di ricorsi avverso i provvedimenti di applicazione di sanzioni pecuniarie e di sospensione dell'efficacia di concessioni ed autorizzazioni dell'Autorità per le garanzie nelle comunicazioni.

Solo con il più volte citato art. 33 del d. lgs. n. 80/1998 si sarebbe tuttavia operato un vero e proprio "cambiamento storico dell'ordinamento" [così, testualmente, il Consiglio di Stato nel menzionato parere n. 30/98 espresso nell'adunanza generale del 12 marzo 1998, con riferimento alla norma delegante sulla base della quale è stato emanato il d. lgs. n. 80/1998, nonché Cons. Stato, ad. plen., ord. 30 marzo 2000, n. 1, cit., in cui si sottolinea anche "un significativo mutamento della tecnica legislativa: - di solito, a parte l'originaria normativa sul pubblico impiego e quella sulle concessioni di beni e servizi pubblici, la giurisdizione esclusiva è stata prevista di volta in volta dalle leggi che hanno regolato una specifica materia (...); - in termini generali, il decreto legislativo n. 80 del 1998 ha previsto amplissimi casi di giurisdizione esclusiva (in luogo di quella tradizionale sul pubblico impiego), in ragione delle peculiarità delle materie particolarmente 'vicine alla collettività', rendendo sostanzialmente 'residuale' il tradizionale criterio generale di riparto", basato sulla distinzione tra diritto soggettivo ed interesse legittimo].

individuazione del giudice competente in materie in cui la qualificazione come diritto soggettivo o come interesse legittimo delle situazioni giuridiche coinvolte poteva essere di una certa complessità, con conseguenti problemi di applicazione del principio della *causa petendi*.

Anche in considerazione delle difficoltà che i fautori della tesi ora richiamata incontrano nel ribattere alle critiche ad essa mosse, incentrate, tra l'altro, sul rilievo che nell'ambito della giurisdizione esclusiva l'esatta qualificazione della situazione giuridica soggettiva può comunque rivestire centrale importanza, ad esempio, per quanto concerne il termine di decadenza o di prescrizione entro il quale presentare il ricorso<sup>627</sup> o il rito da seguire<sup>628</sup>, si è ritenuto che la scelta di prevedere per certe materie la giurisdizione del giudice amministrativo andrebbe ravvisata nell'opportunità di devolvere a tale giudice determinate controversie connotate per la rilevanza dell'interesse pubblico coinvolto, relativamente alle quali risulterebbe meglio "attrezzato"<sup>629</sup>.

La Costituzione ha peraltro pienamente legittimato, nell'art. 103, la possibilità che al giudice amministrativo venga riconosciuta una giurisdizione esclusiva, laddove ha previsto che "il Consiglio di Stato e gli altri organi di giustizia amministrativa hanno giurisdizione per la tutela nei confronti della pubblica amministrazione degli interessi legittimi e, in particolari materie indicate dalla legge, anche dei diritti soggettivi".

La dottrina è divisa in merito alla portata di questa norma: come è stato osservato, secondo "una prima impostazione la «particolarità» è una nozione il cui carattere (e i cui limiti) sono di tipo squisitamente quantitativo (i.e.: la materia è «particolare» se viene specificamente indicata e «separata» da un'apposita disposizione di legge). Ne consegue che in tal caso rientra nella discrezionalità del legislatore ordinario l'individuazione dei casi di giurisdizione esclusiva con l'unico limite (negativo) che tale individuazione dovrà limitarsi ad ipotesi «particolari», *id est*

---

<sup>627</sup> Cons. Stato, ad. plen., ord. 30 marzo 2000, n. 1, cit., c. 368.

<sup>628</sup> Secondo E. M. BARBIERI, voce «Giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo», in *Enc. giur.*, XV, Roma, 1989, p. 2, "una volta proposta l'azione, la distinzione fra diritti soggettivi ed interessi legittimi torna a riacquistare una rilevanza decisiva al fine di stabilire quale tipo di tutela il giudice amministrativo possa assicurare e quali norme processuali debbano trovare applicazione. Quando l'oggetto del giudizio sia un interesse legittimo che si afferma sia stato leso, anche se si tratta di un interesse ricollegato ad una materia attribuita alla giurisdizione amministrativa esclusiva, le norme processuali che il giudice dovrà applicare saranno pur sempre quelle proprie della giurisdizione di annullamento. Quando, invece, il giudizio si riferisca ad una posizione di diritto soggettivo attribuita alla giurisdizione del giudice amministrativo, allora trovano applicazione i principi che regolano il comportamento del diritto soggettivo nel processo amministrativo, principi che sono considerati tipici della giurisdizione esclusiva".

<sup>629</sup> F. CARINGELLA, *Corso di diritto processuale amministrativo*, cit., p. 199.



limitate dal punto di vista numerico. In tale ipotesi, l'eventuale censura di incostituzionalità potrebbe solo riguardare l'ipotesi in cui, a causa del gran numero di casi di devoluzione della giurisdizione esclusiva, il legislatore abbia travalicato il limite della «particolarità» della fattispecie fino a configurare *de facto* il criterio di devoluzione «esclusiva» quale il criterio generale di individuazione del giudice competente. Secondo una seconda (e preferibile) prospettazione, invece, il carattere distintivo fra le ipotesi di cui all'art. 103, primo comma è di carattere squisitamente qualitativo, nel senso che la particolarità della materia va giustificata caso per caso in base a criteri oggettivi i quali mantengono una coerenza sistemica con l'art. 103 Cost. (e in particolare con la disposizione che devolve ordinariamente al G.A. la tutela degli interessi legittimi nell'ambito di un sistema complessivo di protezione che ha ad oggetto la «tutela nei confronti della P.A.»)<sup>630</sup>.

Se, dunque, è vero che l'attribuzione della giurisdizione al giudice amministrativo in materia di diritti soggettivi deve trovare una giustificazione che legittimi la scelta legislativa, poco senso, ed ancora minore conformità al dettato costituzionale, sembrerebbe avere una interpretazione dell'art. 33 del d. lgs. n. 80/1998 che riconosca in tale norma una disposizione che «crea» per la materia dei servizi pubblici un giudice soltanto parzialmente specializzato, dato che i giudici amministrativi continuano ad occuparsi anche delle controversie relative agli interessi legittimi nelle materie per le quali non hanno giurisdizione esclusiva, nell'ambito peraltro di un processo in cui solo parte delle disposizioni del c.p.c. in tema di prova possono trovare applicazione.

Maggiormente aderente non solo al dettato costituzionale, e quindi più rispondente ad elementari principi ermeneutici, ma anche alle sopra ricordate disposizioni di cui all'art. 33, comma 2, lett. d) ed e), del d. lgs. n. 80/1998, pare invece l'orientamento di chi ha ritenuto che rimarrebbe ferma la giurisdizione del giudice ordinario in merito alle «controversie concernenti rapporti disciplinati dal diritto comune», mentre sarebbero da attribuire alla giurisdizione

---

<sup>630</sup> F. CARINGELLA, *Corso di diritto processuale amministrativo*, cit., pp. 201-202. E' la tesi accolta anche da E. M. BARBIERI, voce «Giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo», cit., pp. 3-4, per il quale sarebbe più «corretto e conforme all'intenzione del legislatore, manifestamente preoccupato di tener ferma la tradizionale ripartizione di giurisdizione in conformità all'elaborazione fatta dalla giurisprudenza amministrativa ed ormai consolidata prassi giurisprudenziale, ritenere che per «particolari materie» non si debbano intendere soltanto materie specificamente indicate, bensì materie espressamente individuate a causa della loro particolarità. E' necessario cioè che l'attribuzione della giurisdizione al giudice amministrativo anche in materia di diritti soggettivi abbia una causa giustificativa che possa funzionare da motivazione per la scelta legislativa».

esclusiva del giudice amministrativo le controversie "rette da un diritto pubblico derogatorio rispetto al diritto comune"<sup>631</sup>.

In tale prospettiva, anche a prescindere dalla condivisione dell'affermazione secondo cui il legislatore delegante, con l'art. 11, comma 5, della l. 15 marzo 1997, n. 59, avrebbe accolto una "nozione di servizio pubblico nel suo significato giuridico potenzialmente più vasto, quale attività (di qualsiasi natura) connessa alla cura di interessi collettivi, sia essa svolta da soggetti pubblici o privati (dunque all'infuori della logica di scambio o di lucro)", l'ambito di giurisdizione esclusiva in tema di servizi pubblici andrebbe perciò delimitato alle sole controversie "in materie particolarmente 'vicine alla collettività', nelle quali vanno salvaguardati gli interessi collettivi e si applicano regole esorbitanti dal diritto privato"<sup>632</sup>, indipendentemente dalla qualità soggettiva sia del soggetto che eroga il servizio, sia di quello che riceve la prestazione.

Ne conseguirebbe, pertanto, che deve escludersi che alla nozione di servizio pubblico "possa essere attribuita una accezione così ampia da comprendere qualsiasi attività privata soggetta a controllo, vigilanza o autorizzazione della pubblica amministrazione. Se ciò si ammettesse, si dovrebbe in pari tempo riconoscere che ogni attività privata che abbia una qualche rilevanza per il diritto amministrativo integri, di per sé un pubblico servizio, il quale, viceversa, è solo quello che istituzionalmente, è in via diretta indirizzato a soddisfare le esigenze della collettività"<sup>633</sup>.

L'adesione a tale impostazione sembra comportare l'impossibilità di considerare servizio pubblico l'attività di organizzazione e gestione di mercati regolamentati, in quanto la ragione della vigilanza non è assicurare che il servizio soddisfi determinati bisogni di investimento e/o

---

<sup>631</sup> F. FRACCHIA, *La giurisdizione esclusiva*, cit., p. 431. In tal senso parrebbe orientato altresì G. MONTEDORO, *Questioni di giurisdizione in materia di atti illeciti delle autorità di vigilanza sui mercati*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2002, II, pp. 33-50, secondo il quale "deve rilevarsi che il processo di riforma si giustifica in quanto la responsabilità civile della pubblica amministrazione per atti giuridici e provvedimenti, in settori particolari, riassuntivamente indicati con la formula «servizi pubblici», è soggetta a regole sue proprie, che si differenziano da quelle ordinarie poiché implicano una penetrante cognizione sulle modalità di esercizio del potere".

Anche secondo Cons. Stato, ad. plen., ord. 30 marzo 2000, n. 1, cit., c. 384, la *ratio* della riforma introdotta con il d. lgs. n. 80/1998 sarebbe stata proprio "quella di devolvere al giudice amministrativo la piena cognizione delle liti in cui si applicano regole sostanziali esorbitanti dal diritto privato e sempre più spesso previste da leggi amministrative, nell'ambito di una tendenza, compatibile con l'art. 103 Cost., che considera il giudice amministrativo quale giudice degli atti e dei comportamenti della pubblica amministrazione, per i quali deve sempre tenersi conto dei principi del diritto pubblico".

<sup>632</sup> Cons. Stato, ad. plen., ord., 30 marzo 2000, n. 1, cit., c. 370.

<sup>633</sup> Cass. civ., sez. un., 1° dicembre 2000, n. 1241/SU, cit., c. 2587.

disinvestimento di strumenti finanziari, né l'attuale contesto normativo consente di qualificare come diritto o come situazione giuridica meritevole di tutela l'interesse di un soggetto a partecipare alle negoziazioni, essendo la determinazione delle condizioni al ricorrere delle quali la società di gestione ammette un operatore o gli strumenti finanziari alle negoziazioni rimessa esclusivamente a quanto previsto nel regolamento del mercato<sup>634</sup>, laddove, invece, la caratteristica dei servizi pubblici è proprio quella di essere destinati alla collettività, e quindi a persone le cui caratteristiche soggettive sono tendenzialmente irrilevanti.

In altri termini, mentre per quanto concerne i servizi pubblici è interesse pubblico che il singolo possa beneficiare della prestazione, nel caso dell'attività relativa all'organizzazione e gestione di mercati regolamentati l'interesse pubblico va ravvisato nella circostanza che tale attività sia svolta secondo determinate caratteristiche.

Così come non può essere considerata pubblica un'attività di produzione di beni di consumo svolta da un'impresa tenuta ad osservare stringenti normative emanate in tema di tutela ambientale, poste a tutela dell'interesse, costituzionalmente protetto, alla salute dei cittadini, così non si può considerare servizio pubblico l'attività di una società di gestione di mercati regolamentati di strumenti finanziari, anch'essa tenuta ad osservare determinate norme al fine di tutelare un altro bene, costituzionalmente tutelato, qual è il risparmio.

---

<sup>634</sup> Come dimostrato anche dal fatto che è venuta meno la c.d. quotazione di diritto, oltre che dalla supposta inesistenza di un diritto a contrattare da parte degli operatori e/o degli emittenti

## **BIBLIOGRAFIA:**

AA.VV., *Borse valori in Italia e in Europa. Analisi e prospettive*, a cura di R. Camaiti, Padova, 1996

AA.VV., *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. Alpa e F. Capriglione, Padova, 1998, t. 1

AA.VV., *Capitale industriale e capitale finanziario: il caso italiano*, a cura di F. Vicarelli, Bologna, 1979

AA.VV., *Capital Markets in the Age of the Euro: Cross-border Transactions, Listed Companies and Regulation*, G. Ferrarini, K.J. Hopt, E. Wymeersch (eds), The Hague-London-New York, 2002

AA.VV., *Consob. L'istituzione e la legge penale*, Milano, 1987

AA.VV., *Diritto amministrativo*, a cura di L. Mazzaroli, G. Pericu, A. Romano, F. A. Roversi Monaco, F.G. Scoca, Bologna, 2001, I

AA.VV., *Economia e corporazioni*, a cura di C. Mozzarelli, Milano, 1988

AA.VV., *European Securities Markets. The Investment Services Directive and Beyond*, G. Ferrarini (ed.), London-The Hague-Boston, 1998

AA.VV., *Financial Markets in Europe. Towards a Single Regulator ?*, M. Andenas, Y. Avgerinos (eds.), London-The Hague-New York, 2003

AA.VV., *Il dibattito sull'ordine giuridico del mercato*, Bari, 1999

AA.VV., *Il diritto della borsa nella prospettiva degli anni Novanta*, a cura di G. Minervini, Napoli, 1993

AA.VV., *Il mercato delle regole. Analisi economica del diritto civile*, a cura di R. Cooter, U. Mattei, P.G. Monateri, R. Pardolesi, T. Ulen, Bologna, 1999

AA.VV., *Il mercato: le imprese, le istituzioni, i consumatori*, a cura di F. Gabriele, G. Bucci, C.P. Guarini, Bari, 2002

AA.VV., *Il Testo Unico della intermediazione finanziaria. Commentario al d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di C. Rabitti Bedogni, Milano, 1998

AA.VV., *I mercati e gli strumenti finanziari. Disciplina e organizzazione della borsa*, a cura di A. Banfi, Bologna, 2001

AA.VV., *Informazione e pubblicità nell'offerta al pubblico di valori mobiliari*, a cura di P. Auteri, Milano, 1991

- AA.VV., *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di A. Patroni Griffi, M. Sandulli, V. Santoro, Torino, 1999
- AA.VV., *La Borsa valori*, a cura di G. Pivato, Milano, 1972
- AA.VV., *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari. Commento al Decreto Legislativo 23 luglio 1996, n. 415 di recepimento della direttiva EUROSIM*, a cura di F. Capriglione, Padova, 1997
- AA.VV., *L'ammissione alla quotazione in borsa. Un'analisi interdisciplinare*, a cura di M. Cattaneo, F. Cesarini, G. E. Colombo, P. Marchetti, R. Ruozi, Milano, 1988
- AA.VV., *La riforma degli intermediari mobiliari e l'organizzazione dei mercati finanziari. Commento alla legge 2 gennaio 1991, n. 1*, a cura di A. Giurazza, Napoli, 1992
- AA.VV., *La riforma dei mercati finanziari*, a cura di G. Ferrarini e P. Marchetti, Roma, 1998
- AA.VV., *La riforma dei mercati mobiliari italiani. Il decreto Eurosim e il Testo Unico della finanza*, a cura di G. Morelli, Roma, s.d.
- AA.VV., *La riforma del mercato finanziario e le nuove regole del "governo" societario*, a cura di F. Belli, M.E. Salerno, Milano, 2002
- AA.VV., *Le attività finanziarie. I controlli*, a cura di G. Minervini, Bologna, 1990
- AA.VV., *L'Eurosim. D. Lgs. 23 luglio 1996, n. 415*, a cura di G. F. Campobasso, Milano, 1997
- AA.VV.,  *Mercati e amministrazioni indipendenti*, a cura di F. Bassi e F. Merusi, Milano, 1993
- AA.VV., *Servizi pubblici. Concorrenza. Diritti*, a cura di L. Ammannati, M.A. Cabiddu, P. De Carli, Milano, 2002
- AA.VV., *Testo Unico della Finanza (d. lg. 24 febbraio 1998, n. 58)*, a cura di G. F. Campobasso, Torino, 2002
- AA.VV., *Traffici e mercati negli antichi imperi*, a cura di K. Polany, Torino, 1978
- AA.VV., *Trattato di diritto amministrativo. Diritto amministrativo speciale*, a cura di S. Cassese, t. III, Milano, 2003
- ABI, *La legislazione italiana sulle Borse Valori*, Roma, 1984
- A.R. ADMATI – P. PFLEIDERER, *Sunshine Trading and Financial Market Equilibrium*, in *Rev. Fin. Studies*, 1991, pp. 443-481
- A. ALEOTTI, *Borsa e industria. 1861-1989: cento anni di rapporti difficili*, Milano, 1990
- R. ALESSI, *Le prestazioni rese ai privati*, Milano, 1956

- R. ALESSI, *La Consob, la CEE e le società di diritto estero*, in *Dir. comm. int.*, 1988, pp. 103-126
- R. ALESSI, *Recenti sviluppi nella disciplina dei mercati finanziari internazionali*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, pp. 227-262
- G. ALPA, *Qualche rilievo civilistico sulla disciplina dei mercati finanziari e sulla tutela del consumatore*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1998, pp. 372-377
- L. AMMANATTI, *Diritto e mercato. Una rilettura delle loro attuali relazioni alla luce della nozione di «transaction» di Commons*, in *Dir. pubbl.*, 2003, pp. 113-156
- S. AMOROSINO, *Le amministrazioni di regolazione dei mercati finanziari e della concorrenza: gli elementi strutturali per un modello comune*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1995, I, pp. 58-74
- A. AMORTH, voce « *Mercati comunali, generali e ortofrutticoli*», in *Enc. del dir.*, XXVI, Milano, 1976, pp. 113-128
- F. ANNUNZIATA, *Regole di comportamento degli intermediari e riforme dei mercati mobiliari*, Milano, 1993
- F. ANNUNZIATA, *Il Mercato Italiano dei Futures e la Cassa di compensazione e garanzia. Una nuova tappa della riforma dei mercati mobiliari*, in *Riv. soc.*, 1993, pp. 306-323
- F. ANNUNZIATA, *La riforma del Mercato secondario dei titoli di Stato e del Mercato italiano dei futures*, 1994, pp. 616-620
- F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2003
- M. ANOLLI, *I mercati a contante*, in AA.VV., *I mercati e gli strumenti finanziari. Disciplina e organizzazione della borsa*, a cura di A. Banfi, Bologna, 2001, pp. 241-272
- M. ANTONIOLI, *Mercato e regolazione*, Milano, 2001
- M. ANTONIOLI, *Arbitrato e giurisdizione amministrativa dopo la legge n. 205 del 2000*, in *Dir. proc. amm.*, 2002, pp. 326-363
- F. ARENANTE, *I servizi pubblici nella giurisprudenza comunitaria*, in *Giur. it.*, 1997, IV, pp. 193-198
- T. ASCARELLI, *Saggi di Diritto Commerciale*, Milano, 1955,
- ASSOGESTIONI, *Legge 2 gennaio 1991, n. 1: Disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari: un commento preliminare*, Quaderno di documentazione e ricerca n. 8, Roma, 1991
- ASSOGESTIONI, *D.L. 23 luglio 1996, n. 415. Recepimento della direttiva 93/22/CEE del 10 maggio 1993 relativa ai servizi di investimento del settore dei valori mobiliari e della direttiva*

93/6/CEE del 15 marzo 1993 relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi. Un commento preliminare, Quaderno di documentazione e ricerca n. 15, Roma, 1996

ASSONIME, Circolare n. 83, in *Riv. soc.*, 1977, pp. 222-228

ASSONIME, Circolare n.28/1985, in *Riv. soc.*, 1985, pp. 322-329

U. AZZOLINA, *La mediazione*, Torino, 1943

S. BAIA CURIONI, *Regolazione e competizione. Storia del mercato azionario in Italia (1808-1938)*, Bologna, 1995

F. BALASSONE, *Finanziamento e produzione di servizi pubblici: il sistema dei "quasi mercati"*, in *Ec. pub.*, 1994, pp. 259-272

P. BALZARINI, L'ammissione alla quotazione di borsa: le conseguenze giuridiche, in AA.VV., *L'ammissione alla quotazione in borsa. Un'analisi interdisciplinare*, a cura di M. Cattaneo, F. Cesarini, G. E. Colombo, P. Marchetti, R. Ruozi, Milano, 1988, pp. 13-96

E.M. BARBIERI, voce «Giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo», in *Enc. giur.*, XV, Roma, 1989

E. BARONE – R. MASERA, *La privatizzazione dei mercati mobiliari italiani*, in *Banca, impr., soc.*, 1997, p. 177-223

R. BARRE, *Funzione delle borse valori nello sviluppo delle comunità europea*, in *Riv. dott. comm.*, 1972, pp. 498-513

M. BELCREDI, *La sostanza e la forma: economia della giurisdizione*, in *An. giur. ec.*, 2002, n. 2, pp. 477-484

M.V. BENEDETELLI, *Arbitrato, borse-valori ed internazionalizzazione dei mercati finanziari*, in *Riv. soc.*, 1999, pp. 1323-1343

S. BERSANO BEGEY, «Filtro» e «trasparenza» nell'ammissione alla quotazione in borsa, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1985, I, pp. 479-531

L. BERTONAZZI, *In tema di giurisdizione esclusiva*, in *Dir. proc. amm.*, 2000, pp. 929-1005

M. BESSONE, *Economia finanziaria, mercati mobiliari. I principi costitutivi di un ordinamento di settore e le garanzie della pubblica vigilanza*, in *Ec. dir. terz.*, 2002, pp. 391-441

L.A. BIANCHI, *Privatizzazione dei mercati borsistici, IPO e tutela del risparmio: appunti per una discussione*, in *An. giur. ec.*, 2002, n. 1, pp. 69-88

T. BIANCHI, *Mercato finanziario e borsa valori*, Milano, 1958

- L. BIANCHI D'ESPINOSA, *I contratti di borsa. Il riporto*, nel *Tratt. di dir. civ. e comm.*, diretto da A. Cicu e F. Messineo, Milano, 1969, v. XXXV, t. 2
- L. BIANCHI D'ESPINOSA, voce «Borsa valori (organizzazione)», in *Enc. del dir.*, V, Milano, 1959, pp. 580-592
- A.M. BISCAINI COTULA – P. CIOCCA, *Le strutture finanziarie: aspetti quantitativi di lungo periodo (1870-1970)* in AA.VV., *Capitale industriale e capitale finanziario: il caso italiano*, a cura di F. Vicarelli, Bologna, 1979, pp. 61-136
- A. BOITANI, *Costi e benefici dei diversi modelli di regolazione*, in *An. giur. ec.*, 2002, n. 2, pp. 385-397
- M. BONADUCE, *La deputazione di borsa*, Milano, 1981
- F. BONELLI, *La crisi del 1907. Una tappa dello sviluppo industriale in Italia*, Torino, 1971
- A. BRACCIODIETA, *L'ordinamento delle società quotate*, Bari, 1992
- C. BRESCIA MORRA, *La regolamentazione delle attività finanziarie in Europa. Il ruolo delle Autorità*, in *An. giur. ec.*, 2002, n. 2, pp. 517-533
- R. BRIZI – M. DORIA, *La vigilanza sui mercati*, in AA.VV., *Il Testo Unico della intermediazione finanziaria. Commentario al d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di C. Rabitti Bedogni, Milano, 1998, pp. 490-508
- V. BUONOCORE, *L'impresa*, Torino, 2002
- D. BUONOMO, *Borsa valori e mercato ristretto. Le condizioni di ammissione*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1985, I, pp. 365-392
- G. CAIA, *La disciplina dei servizi pubblici*, in AA.VV., *Diritto amministrativo*, a cura di L. Mazzaroli, G. Pericu, A. Romano, F. A. Roversi Monaco, F.G. Scoca, Bologna, 2001, I, pp. 945-995
- G. CALABRESI, *L'inutilità di Pareto: un tentativo di andare oltre Coase*, in *Materiali per una storia della cultura giuridica*, 1996, n. 2, pp. 399-436
- A. CALAMANTI, *Valori mobiliari e borse valori*, Milano, 1994
- CAMERA DI COMMERCIO DI MILANO, *La Borsa valori di Milano dal 1808 ad oggi*, Milano, 1972
- F. CAPRIGLIONE, *L'ordinamento finanziario verso la neutralità*, Padova, 1994
- F. CAPRIGLIONE, *Amministrazione e autoregolamentazione del mercato finanziario*, in *Riv. dir. civ.*, 1996, II, p. 9-33



- F. CAPRIGLIONE, *Sub art. 64*, in AA.VV., *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. Alpa e F. Capriglione, Padova, 1998, I, pp. 619-629
- F. CAPRIGLIONE, voce «Borsa (mercati di)», in *Enc. del dir. (aggiornamento)*, Milano, 2001, pp. 181-205
- F. CAPRIGLIONE, *Evoluzione informatica e soggettività finanziaria nella definizione di alcune tipologie operative on line*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2001, I, pp. 491-513
- E. CARBONARA – C. SCARPA, *Autoregolazione, decentralizzazione e incentivi nella riforma dei mercati di borsa*, in *Banca, impr., soc.*, 1998, pp. 383-418
- E. CARDI, *La Consob come istituzione comunitaria*, in AA.VV., *Mercati e amministrazioni indipendenti*, a cura di F. Bassi e F. Merusi, Milano, 1993, pp. 99-114
- F. CARINGELLA, *Corso di diritto processuale amministrativo*, Milano, 2003
- L. CARRARO, *La mediazione*, Padova, 1960
- S. CARTA, *Mediazione di contratto non contratto di mediazione*, in *Foro it.*, 1947, I, cc. 296-300
- S. CASSESE, *La nuova borsa: un equilibrio fragile*, in *Giorn. dir. amm.*, 1998, pp. 583-584
- G. CASTELLANO, *Relazione presentata alla tavola rotonda sui Problemi attuali delle borse valori, organizzata presso l'Università statale di Milano nei giorni 4 e 5 aprile 1975*, in *Giur. comm.*, 1975, I, p. 650-659
- G. CASTELLANO, *L'ammissione, di diritto e d'ufficio, alla quotazione di borsa: appunti*, in *Giur. comm.*, 1977, I, pp. 238-247
- G. CASTELLANO, *La nuova disciplina del controllo pubblico sulle società per azioni*, in *Giur. comm.*, 1986, I, pp. 163-174
- A. CATRICALA', *La mediazione*, nel *Tratt. di dir. priv.*, diretto da P. Rescigno, Torino, 1985, 12, IV, pp. 401-439
- S. CATTANEO, voce «Servizi pubblici», in *Enc. del dir.*, XLII, Milano, 1990, pp. 355-374.
- A. CATAUDELLA, *Note sulla natura giuridica della mediazione*, in *Riv. dir. comm.*, 1978, I, pp. 361-383
- M. CERA, *La Consob*, Milano, 1986,
- M. CERA, *Quotazione di nuove società e tutela del pubblico investitore: il ruolo delle società di revisione*, in *An. giur. ec.*, 2002, n. 1, pp. 201-208
- E. CERVONE, *Il mercato secondario dei titoli di Stato*, in *Bancaria*, 1988, n. 5, pp. 77-79

- F. CESARINI, *Manuale di borsa*, Milano, 1997
- A. CHIEFFI, *A proposito dei diritti spettanti alla Camera di commercio per il servizio di quotazione in borsa*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1998, II, pp. 444-446
- M.P. CHITI, *Le procedure giurisdizionali speciali*, in AA.VV., *Trattato di diritto amministrativo. Diritto amministrativo speciale*, a cura di S. Cassese, t. III, Milano, 2003, pp. 4735-4798
- P. CIOCCA, *La nuova finanza in Italia*, Torino, 2000
- F. CIRILLO, *Sub art. 22 l. 1/1991*, in *Commentario breve al codice civile. Leggi complementari*, a cura di G. Alpa e P. Zatti, Padova, 1995, pp. 2444-2446
- M. COLOMBATTO, *Mediazione*, in *Riv. dir. civ.*, 1984, II, pp. 627-631
- C. COLTRO CAMPI, *Prime osservazioni sulla nuova disciplina del mercato ristretto*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1977, I, pp. 481-495
- C. COLTRO CAMPI, *Alcune postille sul regolamento per l'ammissione dei titoli alla quotazione di borsa, anche alla luce della legge 4 giugno 1985, n. 281*, in *Riv. soc.*, 1985, pp. 522-532
- C. COLTRO CAMPI, *La nuova disciplina dell'intermediazione e dei mercati mobiliari (commento alla l. 2 gennaio 1991, n. 1)*, Torino, 1991
- CONSOB, *Riorganizzazione del mercato borsistico*, in *Riv. soc.*, 1987, pp. 1606-1653
- C. CONTI, *Sub art. 50*, in AA.VV., *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari. Commento al Decreto Legislativo 23 luglio 1996, n. 415 di recepimento della direttiva EUROSIM*, a cura di F. Capriglione, Padova, 1997, pp. 418-422
- C. CONTI, *La disciplina del mercato mobiliare. Dal diritto della Borsa al Testo Unico della Finanza*, Padova, 2001
- R. CORRADO, *La borsa valori ed i suoi organi*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1952, I, pp. 147-186
- R. CORRADO, voce «Borsa (borsa valori)», *Noviss. Digesto it.*, II, Torino, 1968, pp. 527-540
- B. CORSI, *Il problema dei c.d. mercati ristretti: necessità di dettare per questo settore una compiuta disciplina normativa*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1974, I, pp. 443-449
- C.G. CORTESE, *La disciplina degli esponenti aziendali e dei partecipanti al capitale delle Sicav, delle Sim e delle Sgr*, in AA.VV., *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di A. Patroni Griffi, M. Sandulli, V. Santoro, Torino, 1999, pp. 189-230

- R. COSTI, *Verso la riforma dei mercati regolamentati*, in *Banca, impr., soc.*, 1996, pp. 201-223
- R. COSTI, *Società mercato e informazione societaria*, in *Giur. comm.*, 1997, pp. 175-185
- R. COSTI, *Il governo delle società quotate: tra ordinamento dei mercati e diritto delle società*, in *Dir. comm. int.*, 1998, pp. 65-86
- R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2000
- R. COSTI, *Libertà d'impresa e gestione dei mercati regolamentati*, in *Giur. comm.*, 2000, II, pp. 104-110
- E. COTTA RAMUSINO, *Il mercato unico dei servizi di investimento in valori mobiliari: alcune riflessioni*, in *Bancaria*, 1994, n. 6, pp. 60-66
- G. CRISTINI, *Ancora lontana la stabilizzazione nel travagliato mercato dei CCT*, in *Bancaria*, 1988, n. 9, pp. 11-13
- M. CUNIBERTI, *Il servizio pubblico nella nuova giurisdizione esclusiva (art. 33 del decreto legislativo n. 80 del 1998, come modificato dalla legge 21 luglio 2000, n. 205)*, in AA.VV., *Servizi pubblici. Concorrenza. Diritti*, a cura di L. Ammannati, M.A. Cabiddu, P. De Carli, Milano, 2002, pp. 269-310
- A. CYBO OTTONE, *Strategia e struttura dei mercati organizzati per la contrattazione di valori mobiliari*, in *Bancaria*, 1997, n. 3, pp. 18-35
- A. CYBO OTTONE, *Strategia e struttura dei mercati organizzati di valori mobiliari*, in AA.VV., *La riforma dei mercati finanziari*, a cura di G. Ferrarini e P. Marchetti, Roma, 1998, pp. 505-548
- A. CYBO OTTONE – C. DI NOIA – M. MURGIA, *Recent Developments in the Structure of Securities Markets*, Brookings-Wharton Papers on Financial Services, 2000
- A. DALMARTELLO, *Gli agenti di cambio e i cosiddetti mercatini*, in *Giur. comm.*, 1975, I, pp. 151-163
- A. M. D'ARCANGELIS, *Operatività del mercato azionario*, in AA.VV., *Borse valori in Italia e in Europa. Analisi e prospettive*, a cura di R. Camaiti, Padova, 1996, pp. 219-247
- L. DE ANGELIS, *L'ammissione di titoli alla quotazione ufficiale*, in *Società*, 1991, pp. 1025-1028
- R. DE CHIARA, *Sub art. 55*, in AA.VV., *La disciplina degli intermediari finanziari e dei mercati finanziari. Commento al Decreto Legislativo 23 luglio 1996, n. 415 di recepimento della direttiva EUROSIM*, a cura di F. Capriglione, Padova, 1997, pp. 458-466

- R. DE CHIARA, *Sub art. 73*, in AA.VV., *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. Alpa e F. Capriglione, Padova, 1998, I, pp. 700-707
- V. DE FALCO, *Il servizio pubblico tra ordinamento comunitario e diritto interno*, Padova, 2003
- E. DE LILLO, *Sub art. 13*, in AA.VV., *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. Alpa e F. Capriglione, Padova, 1998, I, pp. 149-161
- E. DE LILLO, *Sub art. 14*, in AA.VV., *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. Alpa e F. Capriglione, Padova, 1998, I, pp. 162-167
- N. DE LUCA, *Poteri delle società di gestione del mercato e poteri della Consob: la natura degli atti della società di gestione del mercato*, in *Dir. banc. e merc. fin.*, 2000, pp. 81-111
- M. DE MARI - L. SPADA, *Orientamenti in tema di intermediari e promotori finanziari (parte terza)*, in *Foro it.*, 2002, I, cc. 859-874
- G. DE MINICO, *Antitrust e Consob*, Padova, 1997
- G. DE MINICO, *L'esperienza di autoregolazione nel Regno Unito*, in *Pol. dir.*, 2002, pp. 699-727
- A. DE VALLES, *I servizi pubblici*, Milano, 1924
- T. DE VITIS, *Sub artt. 113-116*, in AA.VV., *Il Testo Unico della intermediazione finanziaria. Commentario al d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di C. Rabitti Bedogni, Milano, 1998, pp. 615-630
- G. DE ROBERTO, *Recesso, frode e mediazione*, in *Foro it.*, 1968, I, cc. 3080-3084
- E. DESANA – A. PERRONE, *Mercato mobiliare e controlli giurisdizionali sugli atti delle autorità*, in *An. giur. ec.*, 2002, n. 2, pp. 563-573
- V. DESARIO, *Vigilanza e sviluppo dei mercati finanziari*, in *Riv. soc.*, 1991, pp. 901-909
- M. DI BENEDETTO, *La riorganizzazione del Ministero delle finanze*, in *Giorn. dir. amm.*, 2000, pp. 867-871
- D. DI BENEDETTO – P. STECCONI, *La gestione delle crisi e i poteri di intervento delle autorità*, in AA.VV., *Il Testo Unico della intermediazione finanziaria. Commentario al d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di C. Rabitti Bedogni, Milano, 1998, pp. 510-519
- G. DI CHIO, voce «Mediazione e mediatori», in *Dig. disc. priv., sez. comm.*, IX, Torino, 1993, pp. 374-407

- C. DI NOIA, *The Stock Exchange Industry: Network Effects, Implicit Mergers, and Corporate Governance*, in Quaderni di Finanza Consob, n. 33, 1999
- C. DI NOIA, *Considerazioni sull'evoluzione della «governance» nelle borse e sul «self-listing»*, in *An. giur. ec.*, 2002, n. 1, pp. 51-68
- F. DI PASQUALI, *Il Mercato dei titoli di Stato e la Banca centrale. Aspetti istituzionali e operativi*, Milano, 1990
- V. DOMINICHELLI, *Le prospettive dell'arbitrato nei rapporti amministrativi (tra marginalità, obbligatorietà e consensualità)*, in *Dir. proc. amm.*, 1998, pp. 241-252
- I. DOMOWITZ – B. STEIL, *Automation, Trading Costs, and the Structure of the Trading Services Industry*, Brookings-Wharton Papers on Financial Services, 1999
- M. DONATI – R. PASSERI – M. SACCONI, *Lineamenti di tecnica di borsa*, Torino, 1991
- M. DRAGHI, *Sub art. 46*, in AA.VV., *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari. Commento al Decreto Legislativo 23 luglio 1996, n. 415 di recepimento della direttiva EUROSIM*, a cura di F. Capriglione, Padova, 1997, pp. 385-397
- N. ECONOMIDES, *Network Economics with Application to Finance*, in *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 1993, n. 5, pp. 89-96
- L. ENRIQUES, *Dalle attività di intermediazione mobiliare ai servizi di investimento*, in *Riv. soc.*, 1998, pp. 1013-1038
- F.J. FABOZZI – F. MODIGLIANI, *Mercati finanziari. Strumenti e istituzioni*, Bologna, 1995
- S. FABRIZIO, *Il consiglio di borsa. Origini, natura e attribuzioni*, in *TAR*, 1995, II, pp. 273-295
- S. FABRIZIO - C. SCARPA, *Tra regolamentazione e sviluppo: fini e modalità dell'intervento pubblico nel mercato azionario*, Quaderni di finanza Consob, n. 13, 1996
- E. FAVARA, *I limiti dell'imparzialità del mediatore*, in *Riv. giur. edil.*, 1962, I, pp. 1284-1285
- E. FAVARA, *Mediazione, mandato e imparzialità del mediatore*, in *Riv. giur. edil.*, 1963, I, pp. 1244-1246
- M.R. FERRARESE, *Diritto e mercato. Il caso degli Stati Uniti d'America*, Torino, 1992
- M.R. FERRARESE, *Mercati e globalizzazione. Gli incerti cammini del diritto*, in *Pol. dir.*, 1998, pp. 407-440
- G. FERRARINI, *Sollecitazione del risparmio e quotazione in borsa*, nel *Trattato delle soc. per az.*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 10\*\*, Torino, 1993

- G. FERRARINI, *Le direttive comunitarie in tema di servizi di investimento*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1994, I, pp. 520-529
- G. FERRARINI, *L'attuazione della direttiva comunitaria sui servizi di investimento. Temi e problemi* in *Riv. soc.*, 1995, pp. 623-645.
- G. FERRARINI, *Verso un'autoregolamentazione della borsa e degli altri mercati organizzati*, in *Banca, impr., soc.*, 1996, pp. 105-118
- G. FERRARINI, *La riforma dei mercati finanziari e il Testo unico*, in AA.VV., *La riforma dei mercati finanziari*, a cura di G. Ferrarini e P. Marchetti, Roma, 1998, pp. 25-72
- G. FERRARINI, *Osservazioni in merito alla disciplina della concentrazione degli scambi*, in *Banca, impr., soc.*, 2000, pp. 281-287
- G. FERRARINI, *La regolamentazione europea delle borse: nuove prospettive*, in *Banca, impr., soc.*, 2000, pp. 321-354
- G. FERRARINI, *L'ammissione a quotazione: natura, funzione, responsabilità e «self listing»*, in *An. giur. ec.*, 2001, pp. 11-49
- G. FERRARINI, *Ammissione alla quotazione e ammissione alle negoziazioni: significato e utilità di una distinzione*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2002, I, pp. 583-605
- G. FERRI, *Manuale di diritto commerciale*, Torino, 1991
- P. FERRO-LUZZI, *Sulla sospensione di amministratori e sindaci*, in *Riv. soc.*, 1993, pp. 1225-1233
- L. FIORENTINO, *La riforma del Ministero dell'economia e delle finanze*, in *Giorn. dir. amm.*, 2002, pp. 701- 706
- L. FIORENTINO-A. PAJNO, *Il ministero dell'economia e delle finanze (articoli 23-26)*, in AA.VV., *La riforma del governo. Commento ai decreti legislativi n. 300 e 303 del 1999 sulla riorganizzazione della presidenza del consiglio e dei ministeri*, a cura di A. Pajno e L. Torchia, Bologna, 2000, pp. 259-270
- D. FISCHER – S. GROSSMAN, *Customer Protection in Futures and Securities Market*, in *Journal of Future Markets*, 1984
- M.D. FLOOD - R. HUISMAN - K.G. KOEDIJK - R.J. MAHIEU, *Post-trade transparency in multiple dealer financial markets*, LIFE Working Paper, 1997
- G. FORESTIERI – P. MOTTURA, *Il sistema finanziario. Istituzioni, mercati e modelli di intermediazione*, Milano, 2002
- M.M. FORSTER – T.J. GEORGE, *Anonymity in Securities Markets*, in *Journal of Financial Intermediation*, 1992, 2, pp. 168-206

- S. FORTUNATO, *Ammissione delle azioni alla quotazione ufficiale in borsa e «organo sociale competente»*, in *Riv. soc.*, 1978, pp. 1085-1150
- S. FORTUNATO, *Primo commento sulla direttiva comunitaria in tema di ammissione alla quotazione in borsa*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1980, I, pp. 300-340
- Su. FORTUNATO, *Sub art. 67*, in AA.VV., *Testo Unico della Finanza (d. lg. 24 febbraio 1998, n. 58)*, a cura di G. F. Campobasso, vol. 1, Torino, 2002, pp. 556-559
- F. FRACCHIA, *La giurisdizione esclusiva*, in AA.VV., *Il nuovo processo amministrativo dopo due anni di giurisprudenza*, a cura di F. Caringella e M. Protto, Milano, 2002, pp. 345-448
- F. FRANCIARIO, *Sub art. 50*, in AA.VV., *L'Eurosim. D. Lgs. 23 luglio 1996, n. 415*, a cura di G. F. Campobasso, Milano, 1997, pp. 326-337
- F. FRANCIARIO, *Sub art. 73*, in AA.VV., *Testo Unico della Finanza (d. lg. 24 febbraio 1998, n. 58)*, a cura di G. F. Campobasso, vol. 1, Torino, 2002, pp. 618-622
- F. FRANCIARIO, *Sub art. 74*, in AA.VV., *Testo Unico della Finanza (d. lg. 24 febbraio 1998, n. 58)*, a cura di G. F. Campobasso, vol. 1, Torino, 2002, pp. 623-631
- R. FRANCESCHELLI, *Il mercato in senso giuridico*, in *Giur. comm.*, 1979, pp. 501-514
- M. FRANCHI, *Best execution, multiple trading venues e sistemi di scambi organizzati: alcune considerazioni generali ed un'analisi empirica del mercato dei Titoli di Stato*, Quaderni di Finanza Consob, n. 56, 2003
- A. GALANTI, *Norme delle autorità indipendenti e regolamento del mercato: alcune riflessioni*, Quaderni di ricerca giuridica della Banca d'Italia, 1996, n. 41
- D. GALLETTI, *I servizi accessori delle Sim nel testo unico della finanza*, in *Banca, impr., soc.*, 1999, pp. 125-160
- A. GAMBINO, *Governo societario e mercati mobiliari*, in *Giur. comm.*, 1997, I, pp. 788-800
- N. GARRONE, *Le borse valori*, Milano, 1956
- E. GIACOBBE, *Brokeraggio e tipo contrattuale*, Milano, 2001
- A. GIANNELLI, *Autonomia statutaria e sospensione degli amministratori di società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1997, pp. 1186-1204
- M.S. GIANNINI, *Lezioni di diritto amministrativo*, Milano, 1950
- M.S. GIANNINI, *Le premesse costituzionali dell'ordinamento della Borsa*, in *Rass. Parl.*, 1982, p. 6-11
- M.S. GIANNINI, *Consob*, in AA.VV., *Consob. L'istituzione e la legge penale*, Milano, 1987, pp. 53-61

- M.S. GIANNINI, *Diritto amministrativo*, II, Milano, 1993
- R. GILSON - R. KRAAKMAN, *The Mechanisms of Market Efficiency*, in *Virginia Law Rev.*, 1984, pp. 549-644
- E. GINELLA, *Trattato di borsa*, Milano, 1962
- A. GIORDANO, *Elementi costitutivi del rapporto di mediazione*, in *Giur. compl. Cass. civ.*, 1945, II, pp. 94-97
- A. GIORDANO, *La struttura essenziale della mediazione*, in *Riv. dir. comm.*, 1957, I, pp. 209-217
- P. GIUDICI, *La regola di concentrazione e il diritto antitrust*, in AA.VV., *La riforma dei mercati finanziari*, a cura di G. Ferrarini e P. Marchetti, Roma, 1998, pp. 549-576
- F. GOBBO, *Il mercato e la tutela della concorrenza*, Bologna, 1997
- C.P. GUARINI, *Riflessioni in tema di regolazione del mercato attraverso autorità indipendenti*, AA.VV., *Il mercato: le imprese, le istituzioni, i consumatori*, a cura di F. Gabriele, G. Bucci, C.P. Guarini, Bari, 2002, pp. 187-286
- G. GUIZZI, voce «Mercati finanziari», in *Enc. del dir. (aggiornamento V)*, Milano, 2001, pp. 744-762
- R. HAMAUI, *La competizione fra mercati e intermediari ed il nuovo ruolo della regolamentazione*, in *Banca, impr., soc.*, 2000, pp. 289-294
- R. HAMAUI - M. RATTI, *La concentrazione in borsa degli scambi. Legittimità, opportunità e convenienza*, in *Banca, impr., soc.*, 1997, pp. 25-53
- H.B. HANSMANN, *Reforming Nonprofit Corporation Law*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 1981, 129, n. 3, pp. 497-623
- L. HARRIS, *Consolidation, Fragmentation, Segmentation and Regulation*, in *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 1993, n. 5, pp. 89-96
- L. INFANTINO, *Mercato e diritto*, in *Nuovi studi pol.*, 1996, pp. 51-53
- N. IRTI, *L'ordine giuridico del mercato*, Bari, 1998,
- N. IRTI, *Teoria generale del diritto e problema del mercato*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, pp. 1-29
- A. JANNUZZI, *La Consob*, Milano, 1990
- R. JENNINGS - H. MARSH - J. COFFEE - J. SELIGMAN, *Securities Regulation. Cases and Materials*, 8<sup>a</sup> ed., New York, Foundation Press, 1998



- P. JOVENITTI, *Il regolamento per l'ammissione dei titoli azionari ed obbligazionari alla quotazione ufficiale nelle borse valori*, in *Riv. soc.*, 1984, pp. 737-768
- L. LACAITA, *Sub artt. 13-14*, in AA.VV., *Il Testo Unico della intermediazione finanziaria. Commentario al d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di C. Rabitti Bedogni, Milano, 1998, pp. 148-151
- G. LANDI, *Consob*, in *Riv. soc.*, 1975, pp. 1-37
- G. LA VILLA, *Il diritto dei valori mobiliari*, Firenze, 1986,
- R. LEE, *What is an Exchange ? The Automation, Management, and Regulation of Financial Markets*, New York, 1998
- G. LENZI, *Sulle differenze tra mediazione e figure affini e sul dovere di imparzialità del mediatore*, in *Giur. it.*, 1983, I, 1, cc. 819-824
- M. LIBERTINI, *Il mercato: i modelli di organizzazione*, nel *Trattato di dir. comm. e dir. pubbl. ec.*, diretto da F. Galgano, Padova, 1979, vol. III, pp. 337-434
- B. LIBONATI, *La «quarta» Consob*, in *Riv. soc.*, 1985, pp. 433-482
- A. LICHT, *Stock Exchange Mobility, Unilateral Recognition and the Privatisation of Securities Regulation in Virginia Journal of International Law*, 41, p. 583
- N. LIPARI, *Il mercato: attività privata e regole giuridiche*, in AA.VV., *Il diritto della transazione*, a cura di N. Irti, A. Gambino, N. Lipari, V. Roppo, Milano, 1998
- C. LOMBARDINI, *La legislazione sulle Borse in Svizzera*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1997, I, pp. 640-658
- A. LOMBARDI PIRONE, *Sub art. 67*, in AA.VV., *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. Alpa e F. Capriglione, Padova, 1998, I, pp. 649-653
- A. LUMINOSO, *La mediazione*, nel *Tratt. di dir. civ. e comm.*, diretto da A. Cicu e F. Messineo, Milano, 1993, v. XXXI, t. 3
- S. KALSS, *Different Stock Exchange Interest Group*, in AA.VV., *Capital Markets in the Age of the Euro. Cross-Border Transactionss, Listed Companies and Regulation*, G. Ferrarini, K.J. Hopt, E. Wymeersch (eds), The Hague-London-New York, 2002, pp. 193-216
- S. KUEMPEL, *Bank- und Kapitalmarktrecht*, Koeln, 2000
- A. MACCHIATI - E. PAGNONI, *Mercato e organi di vigilanza*, in AA.VV., *Borse valori in Italia e in Europa. Analisi e prospettive*, a cura di R. Camaiti, Padova, 1996, pp. 43-57
- J.R. MACEY - M. O'HARA, *La regolamentazione delle borse e dei sistemi alternativi di negoziazione: una prospettiva giuridico-economica*, in *Banca, impr., soc.*, 1998, pp. 223-273

- J.R. MACEY, *Efficient Capital Markets, Corporate Disclosure & Enron*, in *Giur. comm.*, 2002, I, pp. 754-772
- A. MADHAVAN, *Consolidation, fragmentation and the disclosure of trading information*, in *Rev. Fin. Studies*, 1995, 8, pp. 579-603
- A. MADHAVAN, *Market Microstructure: A Survey*, Paper della Marshall School of Business, University of Southern California, March 2000
- D. MAFFEIS, *Conflitto di interessi nel contratto e rimedi*, Milano, 2002
- A. MANCA, *Della mediazione*, nel *Comm. del cod. civ.*, diretto da M. D'Amelio ed E. Finzi, Firenze, 1947, vol. II, p. I
- A. MAGNONI, *Sub art. 47*, in AA.VV., *La disciplina degli intermediari finanziari e dei mercati finanziari. Commento al Decreto Legislativo 23 luglio 1996, n. 415 di recepimento della direttiva EUROSIM*, a cura di F. Capriglione, Padova, 1997, pp. 397-403
- A. MAGNONI, *Sub art. 49*, in AA.VV., *La disciplina degli intermediari finanziari e dei mercati finanziari. Commento al Decreto Legislativo 23 luglio 1996, n. 415 di recepimento della direttiva EUROSIM*, a cura di F. Capriglione, Padova, 1997, pp. 411-418
- R. MANFRELOTTI, *Esercizio di funzioni normative e partecipazione dei soggetti privati: a proposito dei regolamenti della società di gestione della borsa*, in *Riv. ital. dir. pubbl. comunit.*, 2000, pp. 1007-1029
- G. MARASÀ, *Le società*, Milano, 1991,
- P. MARCHETTI, *Commento alla l. n. 49/1977*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1978, pp. 496-506
- P. MARCHETTI, *Aspetti giuridici dell'intermediazione di borsa*, in *Banca, imp. soc.*, 1987, pp. 217-225
- I. MARINO, *Servizi pubblici e sistema autonomistico*, Milano, 1986
- N. MARZONA, *L'amministrazione pubblica del mercato mobiliare*, Padova, 1988
- N. MARZONA, *Considerazioni sul modello d'amministrazione dei mercati finanziari secondo il diritto interno e comunitario*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1991, pp. 89-94
- F. MAZZINI, *Regole prudenziali e obblighi di comportamento nella prestazione dei servizi di investimento*, in AA.VV., *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di A. Patroni Griffi, M. Sandulli, V. Santoro, Torino, 1999, pp. 121-188
- F. MERUSI, voce «Servizio pubblico» in *Noviss. Digesto it.*, XVII, Torino, 1970, pp. 215-221777

- F. MERUSI, *Considerazioni generali sulle amministrazioni indipendenti*, in AA.VV.,  *Mercati e amministrazioni indipendenti*, a cura di F. Bassi e F. Merusi, Milano, 1993, pp. 151-161
- V. MEZZACAPO, *Commento all'art. 1 della legge n. 77/1983*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1984, p. 384-389
- V. MEZZACAPO, *Il mercato secondario organizzato dei titoli emessi o garantiti dallo Stato*, Quaderno n. 18 della Consulenza legale della Banca d'Italia, Roma, 1988
- V. MEZZACAPO, *Sub artt. 56-57*, in AA.VV., *La disciplina degli intermediari finanziari e dei mercati finanziari. Commento al Decreto Legislativo 23 luglio 1996, n. 415 di recepimento della direttiva EUROSIM*, a cura di F. Capriglione, Padova, 1997, pp. 480-489
- V. MEZZACAPO, *Sub art. 76*, in AA.VV., *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. Alpa e F. Capriglione, Padova, 1998, I, pp. 719-730
- G. MIELE, *Pubblica funzione e servizio pubblico*, in *Arch. giur.*, 1933, pp. 172-202
- M. MINASI, voce «Mediazione (dir. priv.)», in *Enc. del dir.*, XXVI, Milano, 1976, pp. 33-47
- G. MINERVINI, *La Consob. Lezioni di diritto dei mercati finanziari*, Napoli, 1989
- G. MINERVINI, *SIM e riorganizzazione del mercato mobiliare. Alcuni appunti su una legge difficile*, in *Corr. Giur.*, 1991, pp. 129-131
- G. MINERVINI, *Il controllo del mercato finanziario. L'alluvione delle leggi*, in *Giur. comm.*, 1992, I, pp. 5 - 17
- G. MIRABELLI, *L'atto non negoziale nel diritto privato italiano*, Napoli, 1955
- M. MOLONEY, *EC Securities Regulation*, New York, 2002
- P. MONTALENTI, *Responsabilità civile e mercato finanziario: organo di controllo e false informazioni da prospetto*, in *An. giur. ec.*, 2001, pp. 255-268
- G. MONTEDORO, *Questioni di giurisdizione in materia di atti illeciti delle autorità di vigilanza sui mercati*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2002, II, pp. 33-50
- P. MONTICELLI, *Sub art. 76*, in AA.VV., *Testo Unico della Finanza (d. lg. 24 febbraio 1998, n. 58)*, a cura di G. F. Campobasso, vol. I, Torino, 2002, pp. 636-639
- U. MORERA, *Sulla figura del «mediatore creditizio»*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, I, pp. 340-348
- C. MOTTI, *Mercati fuori borsa, nuovi mercati: il caso del mercato secondario dei titoli di stato*, in AA.VV., *Le attività finanziarie. I controlli*, a cura di G. Minervini, Bologna, 1990, pp. 297-338

- C. MOTTI, *Istituzione e disciplina dei mercati telematici «privati»*, in *Dir. banc. e merc. fin.*, 1990, II, pp. 51-61
- C. MOTTI, *Il mercato come organizzazione*, in *Banca, impr., soc.*, 1991, p. 455-502
- C. MOTTI, *Mercati borsistici e diritto comunitario*, Milano, 1997,
- C. MOTTI, *La concorrenza tra prestatori dei servizi di mercato*, in *Banca, impr., soc.*, 1997, pp. 239-282
- C. MOTTI, *Sub art. 78*, in AA.VV., *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. Alpa e F. Capriglione, Padova, 1998, I, pp. 737-749
- C. MOTTI, *I mercati regolamentati di strumenti finanziari*, in AA.VV., *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di A. Patroni Griffi, M. Sandulli, V. Santoro, Torino, 1999, pp. 349-468
- G. MUCCIARELLI, *La disciplina dell'ammissione a quotazione di borsa: problemi e prospettive*, in AA.VV., *L'ammissione alla quotazione in borsa. Un'analisi interdisciplinare*, a cura di M. Cattaneo, F. Cesarini, G. E. Colombo, P. Marchetti, R. Ruozi, Milano, 1988, pp. 173-212
- J.H. MULHERIN – J.M. NETTER – J.A. OVERDAHL, *Prices Are Property: the Organization of Financial Exchange from a Transaction Cost Perspective*, in *Journal of Law and Economics*, vol. 34, 1991, p. 591-644
- W. NEALE, *Il mercato nella teoria e nella storia*, in AA.VV., *Traffici e mercati negli antichi imperi*, a cura di K. Polany, Torino, 1978, pp. 437-456
- S. NICODEMO, *Gli atti normativi delle autorità indipendenti*, Padova, 2002
- M. ONADO, *Competition among Exchanges or Financial Systems ?*, in AA.VV., *European Securities Markets. The Investment Services Directive and Beyond*, G. Ferrarini (ed.), London-The Hague-Boston, 1998, pp. 225-241
- M. ONADO, *Mercati e intermediari finanziari. Economia e regolamentazione*, Bologna, 2000
- G. OPPO, *Impresa e mercato*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, I, pp. 421-430
- G. OPPO, *Sulla «tipicità» delle società quotate*, in *Riv. dir. civ.*, 1999, II, pp. 483-493
- A. PAJNO, *Il riparto della giurisdizione*, in AA.VV., *Trattato di diritto amministrativo. Diritto amministrativo speciale*, a cura di S. Cassese, t. III, Milano, 2003, pp. 4193-4310
- L. PANZANI, *Autorità indipendenti e giudici*, in *An. giur. ec.*, 2002, n. 2, pp. 415-423
- N. PAOLANTONIO, *La giurisdizione di legittimità dopo la legge n. 205/2000*, in AA.VV., *Processo amministrativo e diritto comunitario*, a cura di E. Piccozza, Padova, 2003, pp. 167-186

- A. PATRONI GRIFFI, *La crisi delle società-mercato e gli interventi sanzionatori*, in *Giur. comm.*, 1997, pp. 175-185
- A. PATRONI GRIFFI, *Sub art. 61*, in AA.VV., *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. Alpa e F. Capriglione, Padova, 1998, I, pp. 584-589
- A. PATRONI GRIFFI, *Sub art. 74*, in AA.VV., *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. Alpa e F. Capriglione, Padova, 1998, I, pp. 708-711
- A. PATRONI GRIFFI, *Sub art. 75*, in AA.VV., *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. Alpa e F. Capriglione, Padova, 1998, I, pp. 713-719
- V. PAUTASSI, *Gli istituti di credito e assicurativi in Piemonte dal 1831 al 1861*, Torino, 1961
- A. PREDIERI, *La posizione della Consob nell'apparato amministrativo*, in AA.VV., *Consob. L'istituzione e la legge penale*, a cura di G.M. Flick, Milano, 1987, pp. 193-227
- M. PERASSI, *Sub art. 23 l. 1/1991*, in *Commentario breve al codice civile. Leggi complementari*, a cura di G. Alpa e P. Zatti, Padova, 1995, pp. 2446-2449
- F. PERNAZZA, *Il "Wertpapierhandelsgesetz" e l'introduzione in Germania di un'Autorità federale per il controllo mercato finanziario*, in *Giur. comm.*, 1997, I, pp. 657-684
- A. PERRONE, *Falsità del prospetto e responsabilità civile della Consob*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2002, I, pp. 19-29
- M. PIERONI, *La Consob nell'evoluzione normativa*, in *Amm. e cont. St. e Enti pub.*, 1992, pp. 269-331
- L. PISANI, *Sub art. 13*, in AA.VV., *Testo Unico della Finanza (d. lg. 24 febbraio 1998, n. 58)*, a cura di G.F. Campobasso, vol. 1, Torino, 2002, pp. 106-113
- P. PISCITELLO, *Sub art. 75*, in AA.VV., *Testo Unico della Finanza (d. lg. 24 febbraio 1998, n. 58)*, a cura di G.F. Campobasso, vol. 1, Torino, 2002, pp. 633-635
- G. PIVATO, *Il mercato mobiliare*, Milano, 1965
- M. POLO, *Le Autorità indipendenti: un'analisi economica e una proposta di riordino*, in *An. giur. ec.*, 2002, n. 2, pp. 369-384
- G.B. PORTALE, *Informazione societaria e responsabilità degli intermediari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1982, I, pp. 3-31
- G.B. PORTALE, *Sospensione delle sanzioni di amministrazione di società bancaria e disciplina societaria*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1994, I, pp. 377-383

- D. PORTER – D. WEAVER, *Transparency and Liquidity: Should U.S. Markets be More Transparent?*, Working paper, Marquette University, 1998
- U. POTOTSCHNIG, *I pubblici servizi*, Padova, 1964
- G. PRATO, *Risparmio e credito in Piemonte nell'avvento dell'economia moderna*, in *La Cassa di Risparmio di Torino nel suo primo centenario*, Torino, 1927
- G. PRESTI, *L'oggetto del sindacato del giudice amministrativo: un caso esemplare*, in *An. giur. ec.*, 2002, n. 2, pp. 437-450
- A. PROTO PISANI, *Verso il superamento della giurisdizione amministrativa ?*, in *Foro it.*, 2001, V, pp. 21-29
- D. REGOLI, voce «Mercati finanziari in diritto comparato», in *Dig. disc. priv., sez. comm.*, IX, Torino, 1993, pp. 407-432
- D. REGOLI, *Aspetti comparatistici della disciplina del mercato finanziario dell'investimento*, in *Riv. soc.*, 1994, pp. 80-158
- M. RESCIGNO, *Autorità indipendenti e controllo giurisdizionale: le parole e la realtà*, in *An. giur. ec.*, 2002, n. 2, pp. 461-476
- F. RIGANO, *Le Autorità indipendenti nel sistema costituzionale*, in *An. giur. ec.*, 2002, n. 2, pp. 359-368
- A. ROMANO, *La concessione di un pubblico servizio*, in AA.VV., *La concessione di pubblico servizio*, a cura di G. Pericu, A. Romano, V. Spagnolo Vigorita, Milano, 1995, pp. 3-81
- R. ROMANO, *Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation*, in *Yale Law Jou.*, 1998, pp. 2359-2430
- A. ROMANO TASSONE, *Giurisdizione amministrativa ed arbitrato nella l. n. 205/2000*, in *Riv. arbitrato*, 2000, pp. 627-637
- L. RONDELLI, *L'evoluzione dei mercati mobiliari*, in *Dir. ec.*, 1995, pp. 395-405
- R. RORDORF, *Importanza e limiti dell'informazione nei mercati finanziari*, in *Giur. comm.*, 2002, I, pp. 773-784
- A. ROSA – S. VINCI – F. VOLPE, *La regolazione delle Autorità in materia di soggetti finanziari fra concorrenza e sovrapposizioni*, in *An. giur. ec.*, 2002, n. 2, pp. 535-552
- A. ROSATI, *L'ammissione a quotazione ufficiale in borsa*, Milano, 1995
- G. ROSSI, *Strutture di governo e di garanzia del mercato borsistico*, in *Rass.parl.*, 1982, pp. 13-29

- G. ROSSI, *I mercati dell'investimento fra diritto ed economia*, in *Riv. soc.*, 1991, pp. 963-974.
- G. ROSSI, *Diritto ed economia*, in *Riv. soc.*, 1998, pp. 1443-1448
- G. ROSSI, *Concorrenza, mercati finanziari e diritto societario*, in *Riv. soc.*, 1999, pp. 1305-1322
- A. ROSATI, *L'ammissione alla quotazione ufficiale di borsa*, Milano, 1995
- M. ROTONDI, *La borsa valori ed i suoi organi*, in *Riv. dir. comm.*, 1949, I, pp. 417-434
- R. ROVELLI, *Sulla riforma del mercato secondario dei titoli di Stato*, in *Rivista Milanese di Economia*, 1988, n. 25, pp. 72-82
- M. RUBINO DE RUTIS, *Sub art. 47*, in AA.VV., *L'Eurosim. D. Lgs. 23 luglio 1996, n. 415*, a cura di G.F. Campobasso, Milano, 1997, pp. 316-319
- M. RUBINO DE RUTIS, *Sub art. 49*, in AA.VV., *L'Eurosim. D. Lgs. 23 luglio 1996, n. 415*, a cura di G.F. Campobasso, Milano, 1997, pp. 323-325
- M. RUBINO DE RUTIS, *Sub art. 61*, in AA.VV., *Testo Unico della Finanza (d. lg. 24 febbraio 1998, n. 58)*, a cura di G.F. Campobasso, vol. 1, Torino, 2002, pp. 506-517, pp. 519-520
- M. RUBINO DE RUTIS, *Sub art. 62*, in AA.VV., *Testo Unico della Finanza (d. lg. 24 febbraio 1998, n. 58)*, a cura di G.F. Campobasso, vol. 1, Torino, 2002, pp. 521-533
- M. RUBINO DE RUTIS, *Sub art. 64*, in AA.VV., *Testo Unico della Finanza (d. lg. 24 febbraio 1998, n. 58)*, a cura di G.F. Campobasso, vol. 1, Torino, 2002, pp. 540-547
- M. RUBINO DE RUTIS, *Sub art. 65*, in AA.VV., *Testo Unico della Finanza (d. lg. 24 febbraio 1998, n. 58)*, a cura di G.F. Campobasso, vol. 1, Torino, 2002, pp. 548-551
- C. RUOPPOLO, *Le borse e i contratti di borsa*, in *Giur. sist. civ. comm.*, diretta da W. Bigiavi, Torino, 1970
- P. RUSSO DE CERAME, *Obbligo di imparzialità del mediatore ?*, in *Dir. e giur.*, 1950, pp. 162-165
- G. SABATINI, *Sub art. 54*, in AA.VV., *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari. Commento al Decreto Legislativo 23 luglio 1996, n. 415 di recepimento della direttiva EUROSIM*, a cura di F. Capriglione, Padova, 1997, pp. 452-457
- G. SABATINI, *La gestione dei mercati servizi di regolamento: il passaggio dal pubblico al privato*, in AA.VV., *Il Testo Unico della intermediazione finanziaria. Commentario al d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di C. Rabitti Bedogni, Milano, 1998, pp. 455-466
- G. SABATINI – I. TAROLA, *Transparency on Secondary Markets. A Survey of Economic Literature and Current Regulation in Italy*, Quaderni di Finanza della Consob, n. 50, 2002

- N. SALANITRO, *Società per azioni e mercati finanziari*, Milano, 2000
- L. SAMBUCCI, *Il contratto dell'impresa*, Milano, 2002
- A.M. SANDULLI, *Il giudizio davanti al Consiglio di Stato e ai giudici sott'ordinati*, Napoli, 1963
- D. SANTECECCA, *ME.T.IM – Mercato Telematico delle Imprese*, in AA.VV., *Borse valori in Italia e in Europa. Analisi e prospettive*, a cura di R. Camaiti, Padova, 1996, pp. 249-255
- D. SANTECECCA - F. PALISI, *Sub art. 51*, in AA.VV., *La disciplina degli intermediari finanziari e dei mercati finanziari. Commento al Decreto Legislativo 23 luglio 1996, n. 415 di recepimento della direttiva EUROSIM*, a cura di F. Capriglione, Padova, 1997, pp. 423-429
- G. SANTINI, *Il commercio. Saggio di economia del diritto*, Bologna, 1979
- G. SARTORI, *Il conflitto di interessi tra intermediari e clienti nello svolgimento dei servizi di investimento e accessori: un problema risolto?*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, I, pp. 191-225
- B. SASSANI, *La giurisdizione esclusiva*, in AA.VV., *Trattato di diritto amministrativo. Diritto amministrativo speciale*, a cura di S. Cassese, t. III, Milano, 2003, pp. 4661-4706
- G. SCARSELLI, *Unità e riparto della giurisdizione nel controllo sui provvedimenti delle autorità garanti*, in *Foro it.*, 2002, V, cc. 141-151
- R. SCHIVELLI, *Note sui possibili profili di incostituzionalità della legge delega per la riforma dei mercati finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 1997, I, pp. 567-576
- P. SCHLESINGER, *Se gli agenti di cambio possano partecipare alle contrattazioni nei cosiddetti «mercatini»*, in *Giur. comm.*, 1974, I, pp. 591-594
- H. SCHMIEDEL, *Technological development and concentration of stock exchanges in Europe*, Bank of Finland Discussion Paper, n. 1, 2001
- R.A. SCHWARTZ, *Reshaping the equity markets. a guide for the 1990s*, s.l., 1991
- M. SHUBIK, *The Theory of Money and Financial Institutions*, Cambridge-London, 1999, vol. I
- A. SCIALOJA, *Arbitrati liberi*, in *Riv. dir. comm.*, 1922, I, pp. 496-531
- S. SCOTTI CAMUZZI, *Liceità di terzi mercati di valori mobiliari*, in *Riv. soc.*, 1988, pp. 347-360
- A. SEGNI, *I mercati e i valori mobiliari*, in AA.VV., *Trattato di diritto amministrativo. Diritto amministrativo speciale*, a cura di S. Cassese, t. III, Milano, 2003, pp. 2941-3033
- M. SEPE, *Sub art. 62*, in AA.VV., *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. Alpa e F. Capriglione, Padova, 1998, I, pp. 590-607



- A. SERRA, voce «Borsa valori I) Diritto commerciale», in *Enc. giur.*, V, Roma, 1988
- G. SICILIANO, *Cent'anni di borsa in Italia*, Bologna, 2001
- G. SICILIANO, *Gli effetti economici della privatizzazione dei mercati di Borsa*, in *An. giur. ec.*, 2002, n. 1, pp. 89-107
- M. SIRI, *Borse, commissioni di negoziazione e antitrust*, in AA.VV., *La riforma dei mercati finanziari*, a cura di G. Ferrarini e P. Marchetti, Roma, 1998, pp. 577-595
- D. SORACE, *Servizi pubblici e servizi (economici) di pubblica utilità*, in *Dir. pubbl.*, 1999, pp. 371-425
- S. SOTGIA, *Il ritiro delle azioni di società dalle quotazioni di borsa*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1958, I, pp. 44-69
- S. SOTGIA, *Quotabilità presso la borsa valori delle azioni di società – Ammissione e ritiro*, Milano, 1959
- S. SOTGIA, *Borsa valori – Disciplina giuridica*, Milano, 1961
- S. SOTGIA, *L'amichevole componimento delle controversie in conseguenza di affari conclusi in borsa*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1964, I, pp. 219-241
- S. SOTGIA, *Le azioni quotate in borsa*, in *Riv. dir. comm.*, 1964, I, pp. 100-117
- A. SRAFFA, *Un progetto dei sindacati delle borse per una riforma delle borse*, in *Riv. dir. comm.*, 1904, I, pp. 255-262
- P. SPADA, *Dalla nozione al tipo della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1985, I, pp. 95-132
- B. STEIL, *Changes in the Ownership and Governance of Securities Exchanges: Causes and Consequences*, Brookings-Wharton Papers on Financial Services, 2002
- M. STOLFI, *La mediazione*, nel *Comm. del cod. civ.*, a cura di A. Scialoja e G. Branca (art. 1754-1765), Bologna-Roma, 1966
- R.J. TEWELES – E.S. BRADLEY, *The Stock Market*, New York-Chichester-Brisbane-Toronto-Singapore, 1987
- L. TORCHIA, *Il mercato secondario dei titoli di Stato*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 1990, pp. 703-754
- L. TORCHIA, *Il controllo pubblico della finanza privata*, Padova, 1992
- A. TRAVI, *Giustizia amministrativa e giurisdizione esclusiva nelle recenti riforme*, in *Foro it.*, 2001, V, cc. 68-75

- A. TRAVI, *Giudice amministrativo e Autorità indipendenti: il caso del sindacato sugli atti dell'Autorità antitrust*, in *An. giur. ec.*, 2002, n. 2, pp. 425-435
- B. TROISI, *La mediazione*, Milano, 1995
- P. VALENTINO, *La quotazione di diritto in borsa delle azioni di risparmio ed il nuovo regolamento di ammissione a quotazione*, in *Dir. banc. e merc. fin.*, 1990, pp. 395-414
- P. VALENTINO, *Istituzione e funzionamento dei mercati nazionali delle piccole e medie imprese*, in *Società*, 1994, pp. 1612-1616
- C. VARELLI, *Appunti in tema di mediazione*, in *Giur. compl. Cass. Civ.*, 1951, pp. 339-347
- C. VARELLI, *Sulla natura giuridica della mediazione*, in *Dir. e giur.*, 1953, I, pp. 161-166
- F. VELLA, *L'autoregolamentazione nella disciplina dei mercati mobiliari: il modello italiano*, in *Banca, impr., soc.*, 1997, p. 3-24
- F. VELLA, *La responsabilità civile delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari: alla ricerca di un equilibrio tra «immunità» e tutela degli investitori*, in *An. giur. ec.*, 2002, n. 1, pp. 295-310
- M. VENTORUZZO, *I «listing standards» nell'esperienza statunitense*, in *An. giur. ec.*, 2002, n. 1, pp. 325-348
- M.C. VENUTI, *Le clausole generali di correttezza, diligenza e trasparenza nel testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, in *Europa e dir. priv.*, 2000, pp. 1049-1091
- G. VERDE, *Arbitrato e pubblica amministrazione*, in *Dir. proc. amm.*, 1996, pp. 215-226
- G. VESPERINI, *La Consob e l'informazione del mercato mobiliare*, Padova, 1993, 105 ss.
- G. VETRITTO, *La riforma dell'organizzazione dei Ministeri. Il Ministero del tesoro, del bilancio e della programmazione economica dopo la riorganizzazione del 1997/1999*, in *Giorn. dir. amm.*, 2000, pp. 860-867
- P. VETTA, *Secondi mercati azionari e borse locali: il caso francese*, in *Bancaria*, 1994, n. 9, pp. 82-90
- R. VILLATA, *Pubblici servizi. Discussioni e problemi*, Milano, 2003
- P.M. VIPIANA, voce «Giurisdizione amministrativa esclusiva», in *Dig. disc. pubbl.*, VII, Torino, 1992, pp. 377-443
- G. VISENTINI, *Intermediari, attività e mercati finanziari: problemi di regolamentazione legislativa*, in *Pol. dir.*, 1987, pp. 469-508

V. VOLPE, *L'impatto della riforma sul mercato dei capitali italiano: aspetti economici*, in AA.VV., *La riforma dei mercati finanziari*, a cura di G. Ferrarini e P. Marchetti, Roma, 1998, pp. 597-612

V. VULPETTI, *Profili istituzionali del c.d. "Mercato secondario dei Titoli di Stato"*, Quaderni CERADI Serie «Ricerche» n. 27, Roma, 1991

R. WEIGMANN, *Commento all'art. 9 della l. 5 luglio 1991, n. 197*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1993, pp. 1078-1082

E. WYMEERSCH, *Il recepimento delle Direttive europee sui servizi di investimento nell'ordinamento degli Stati membri*, in *Riv. soc.*, 1997, pp. 400-449

G.G. YU, *Information Revelation and Aggregation in Financial Markets*, in *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 1993, n. 5, pp. 29-54

G. ZADRA, *Strutture e regolamentazione del mercato mobiliare*, Milano, 1988

A. ZITO, *La compromettibilità per arbitri con la pubblica amministrazione dopo la legge n. 205/2000, problemi e prospettive*, in *Dir. amm.*, 2001, pp. 343-372

A. ZURZOLO, *Il ruolo del Garante del mercato dei capitali*, in *Riv. dott. comm.*, 1996, pp. 597-613