

## **Negoziazione di prodotti finanziari e regole di efficienza e trasparenza dei mercati a tutela degli investitori.**

di Luigi Scipione (\*)

**Sommario:** 1) Considerazioni preliminari. – 2) L'attuazione dell'art. 205 del Tuf alla luce delle novità in materia di mercati introdotte dal regime delle Trading venues. Profili sistematici. – 3) Le ragioni (vecchie e nuove) dell'esenzione dall'applicazione della disciplina dell'appello al pubblico risparmio. – 4) L'estensione del regime di esenzione attraverso il ricorso alla disciplina secondaria. – 5) Conclusioni.

### *1) Considerazioni preliminari.*

L'art. 205 del d.lgs. n. 24 febbraio 1998, n. 58 (Testo unico della finanza – di seguito "Tuf") contiene una specifica "limitazione" dell'applicazione della disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e di vendita<sup>(1)</sup>. Le fattispecie richiamate nel testo da ultimo modificato con il d.lgs. n. 164/2007 non sono infatti soggette alla disciplina del prospetto, bensì agli obblighi previsti in capo agli intermediari nell'ambito dello svolgimento del servizio di negoziazione. Più precisamente, a norma del nuovo testo dell'art. 205 del Tuf non costituiscono offerta al pubblico di prodotti finanziari<sup>(2)</sup> né offerta pubblica di acquisto e scambio<sup>(3)</sup> – e non sono, pertanto, soggette alla relativa disciplina - le offerte di acquisto e vendita di prodotti finanziari effettuate in mercati regolamentati e, se ricorrono le condizioni indicate dalla Consob con regolamento, quelle effettuate nei sistemi multilaterali di negoziazione o da internalizzatori sistematici di cui rispettivamente agli artt. 77-bis e 79 del Tuf.

I precedenti normativi dell'art. 205 Tuf risalgono per un verso all'art. 1/18-ter, comma 1, l. n. 216/1974, introdotto dall'art. 12, comma 1, l. n. 77/1983 che, con lessico poco chiaro, elencati i casi di sollecitazione al pubblico risparmio ai fini dell'applicazione dell'art. 18, poneva eccezione "per quelli quotati presso le borse valori"; per altro verso all'art. 20, comma 10, della l. n. 1/1991 a norma del quale "Le offerte di acquisto e di vendita di valori mobiliari effettuate dalle società di intermediazione mobiliare e dagli altri soggetti autorizzati ai sensi della presente legge su mercati organizzati nazionali e regolamentati ai sensi del presente articolo e dell'art. 23 e su mercati esteri operanti in Italia e riconosciuti ai sensi del comma 8 del presente articolo non costituiscono offerta al pubblico ai sensi dell'art. 18 del citato decreto legge n. 95 del 1974, convertito, con modificazioni, dalla citata legge n. 216 del 1974, e successive modificazioni e integrazioni".

Nel tentativo di inquadrare la portata dell'art. 205, si aprono all'interprete numerose scelte, il che è in particolare dovuto alle novità introdotte dalla disciplina secondaria, e alla difficoltà, sotto taluni aspetti, di garantirne la compatibilità con la disciplina comunitaria di riferimento.

### *2. L'attuazione dell'art. 205 del Tuf alla luce delle novità in materia di mercati introdotte dal regime delle Trading venues. Profili sistematici.*

Rispetto al passato, la nuova formulazione dell'art. 205 Tuf prende atto della sostituzione dei sistemi di scambi organizzati<sup>(4)</sup> con le nuove sedi di negoziazione, alternative ai mercati regolamentati. Come è noto, la ISD (dir. n. 93/22/CEE, Investment Services Directive), aveva consentito alle autorità nazionali di prescrivere che gli ordini degli investitori venissero eseguiti esclusivamente sui mercati regolamentati (la cosiddetta "regola di concentrazione") e fuori da tali mercati solo al rispetto di determinate condizioni. Tale opzione non era stata esercitata da tutti i Paesi membri determinando in tal modo una diversificazione dei metodi di esecuzione degli ordini dei clienti. Proprio la volontà di creare le basi per un'infrastruttura di negoziazione integrata e competitiva ha determinato il mancato rinnovo in sede comunitaria della facoltà di applicare la regola di concentrazione degli scambi, creando le condizioni per il libero esplicarsi della concorrenza fra infrastrutture di

mercato e, quindi, per la libera scelta degli intermediari e degli investitori in merito al "luogo" di esecuzione degli ordini(5).

L'aggregato cui fa riferimento l'art. 205 Tuf è, infatti, quello delle Trading venues che, come conseguenza dell'abolizione dell'obbligo di concentrazione sui mercati regolamentati, si è ampliato fino a comprendere non solo le Multilateral Trading Facilities ("Mtf"), ma anche tutte le imprese di investimento che intendono qualificarsi come Internalizzatori Sistemati ("Is") (6).

La Mifid ha previsto che i Mtf abbiano le medesime caratteristiche strutturali dei mercati regolamentati(7), nell'ambito di una piena parificazione tra le due forme di mercato per ciò che concerne la struttura multilaterale, le condizioni di trasparenza pre e post trade, le caratteristiche delle regole di funzionamento e le modalità di comportamento dei partecipanti agli scambi. Allo stesso modo dei mercati regolamentati, anche le regole dei Mtf devono garantire un processo di negoziazione equo e ordinato (art. 14, par. 2, primo cpv.) (8).

Gli elementi di diversità fra le trading venues vengono riconosciuti attraverso la predisposizione di regimi regolamentari diversi senza portare ad una sottovalutazione dei rischi di arbitraggi regolamentari e di disomogeneità di trattamento(9).

Tale cornice costituisce il presupposto logico-giuridico delle scelte effettuate dal legislatore nazionale in sede di recepimento della direttiva. Segnatamente, dunque, il nuovo art. 1 del Tuf vede l'introduzione delle definizioni di "mercato regolamentato" (comma 1, lett. w-ter) e, compresa fra le attività di investimento, quella di "sistema multilaterale di negoziazione" (comma 5-ter) e viene prevista la possibilità per le società di gestione di svolgere la nuova attività di gestione di un Mtf. Viene, inoltre, introdotta la definizione di "internalizzatore sistematico" (comma 5-octies) quale impresa di investimento che in modo organizzato, frequente e sistematico negozia per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione(10).

Si rileva in particolare come, con riguardo a tali specifiche sedi di esecuzione degli scambi, proprio in ragione della maggiore complessità e dettaglio della direttiva in parola e delle relative disposizioni di attuazione, il legislatore abbia avvertito l'esigenza di individuare comunque dei percorsi normativi (a livello di regolamentazione secondaria) utili ad assicurare equipollenza di tutela per gli investitori rispetto a quella riveniente dalle norme in tema di appello al pubblico risparmio di cui alla parte IV, tit. II, del Tuf(11).

### *3. Le ragioni (vecchie e nuove) dell'esenzione dall'applicazione della disciplina dell'appello al pubblico risparmio.*

L'abrogazione del regime di concentrazione e la parificazione fra le varie possibili sedi di esecuzione degli ordini, ripropongono inevitabilmente problemi di trasparenza e di informativa, relativamente alle condizioni alle quali è possibile negoziare sulle diverse trading venues gli strumenti finanziari. Nel regime previgente, il problema era sensibilmente avvertito soprattutto con riguardo alle transazioni che avvenivano nei sistemi di scambi organizzati. In particolare, si poneva il quesito se le negoziazioni finalizzate alla sottoscrizione e vendita di strumenti finanziari rappresentativi dell'intero capitale o della partecipazione di controllo fossero da considerarsi anch'esse assoggettate al vincolo della "concentrazione degli scambi" (12).

Fatta questa necessaria premessa, viene allora da chiedersi quali siano le condizioni che hanno portato il legislatore italiano ad escludere con l'articolo 205 del Tuf che le offerte di acquisto e di vendita di prodotti finanziari effettuate in mercati regolamentati possano costituire offerta al pubblico. Occorre, in altri termini, chiarire il senso della differente disciplina posta per le due fattispecie in esame.

Uno degli elementi su cui fonda la distinzione tra le fattispecie sollecitorie e di offerta, da un lato, e la negoziazione sui mercati, dall'altro, sembra desumibile dalla considerazione delle modalità con cui i contratti giungono a formale conclusione e sembra rinvenibile proprio nel principio di parità di trattamento, che opera nell'un caso e non nell'altro(13).

È possibile ritenere che il legislatore abbia escluso che offerte di acquisto e di vendita, quando effettuate in mercati regolamentati o nelle

altre sedi alternative di scambio, possano costituire offerte al pubblico in ragione della struttura multilaterale ad asta competitiva dei mercati regolamentati, delle condizioni di trasparenza pre e post trade, nonché delle regole predeterminate, oggettive, trasparenti e perciò conosciute ex-ante dai partecipanti medesimi (e, potenzialmente, dalla totalità degli investitori) che, più in generale, governano lo svolgimento degli scambi e assicurano la regolarità delle contrattazioni nell'ambito delle Trading venues(14).

L'interazione dinamica e competitiva tra le varie proposte di acquisto e di vendita, nel rispetto delle suddette regole, rappresenta una condizione strutturale che impedisce di conseguenza la configurazione di condotte sollecitatorie(15).

Le negoziazioni, sia che si effettuino ad asta di apertura, sia che si eseguano durante la negoziazione continua, si concludono abbinando automaticamente, secondo priorità di prezzo e di tempo, proposte di segno opposto. Merita rimarcare, inoltre, che ai fini di quanto sopra indicato, ciascun investitore, attraverso l'immissione di proposte di acquisto o vendita, è in grado di concorrere a determinare l'esito delle negoziazioni.

Per contro, nelle procedure di offerta al pubblico di prodotti finanziari e di offerta pubblica di acquisto e scambio, l'unità temporale delle relative proposte è dilatata, risultando determinata con riguardo al periodo utile per l'adesione. Sarebbe stata dunque scelta impropria quella di vincolare l'investitore sino al termine della procedura, senza riconoscere a chi abbia impegnato le proprie risorse finanziarie, ovvero a chi abbia disposto per la dismissione della propria partecipazione azionaria, il diritto di concorrere in via paritaria con gli altri destinatari dell'offerta al pubblico al riparto degli strumenti finanziari offerti in vendita ovvero di cui si è richiesto l'acquisto (o lo scambio).

Tipicamente, infatti, le regole dei mercati regolamentati e delle altre piattaforme riconosciute dal legislatore individuano i soggetti che possono partecipare agli scambi e le regole di comportamento che i partecipanti stessi devono osservare.

È verosimile sostenere che la diversità dell'esperienza delle negoziazioni effettuate sui mercati, che il legislatore riflette in punto di qualificazione delle medesime, trovi conferma, oltre che nella particolare qualificazione dei soggetti ammessi alle negoziazioni, specialmente nel meccanismo di conclusione dei contratti e di formazione dei prezzi, cui per contro risulta estraneo il principio di parità di trattamento previsto dall'art. 95, comma 1, lett. d), Tuf.

In aggiunta alle ipotesi già disciplinate dalla legge, sia nei mercati regolamentati che nei Mtf potrebbe teoricamente ravvisarsi un'offerta al pubblico solo qualora, dall'esame di tutte le circostanze concrete, l'attività posta in essere da un partecipante alle negoziazioni rientri in uno schema di azione fraudolenta più ampio e finalizzato a realizzare un risultato riconducibile nella sostanza ad un'operazione di collocamento.

Queste considerazioni sullo schema di azione fraudolenta valgono anche per gli Is, che sono contraddistinti da una modalità di negoziazione di tipo "bilaterale". Occorre peraltro evidenziare che nei confronti degli stessi, la valutazione delle circostanze in concreto non potrà beneficiare delle garanzie strutturali comuni a mercati regolamentati e Mtf, a causa dell'assenza di una struttura multilaterale e di meccanismi ad asta competitiva.

#### *4 .L'estensione del regime di esenzione attraverso il ricorso alla disciplina secondaria.*

Come si è detto, oltre che con riferimento ai mercati regolamentati, le "deroghe" riguardano anche le negoziazioni che avvengano nei Mtf o che siano effettuate da Is, a condizione però che ricorrano i requisiti indicati dalla Consob con regolamento.

Al fine di dare attuazione alla nuova previsione di cui all'art. 205 Tuf, la Consob ha pertanto provveduto con delibera n. 16709 del 27 novembre 2008 a modificare l'articolo 2 del regolamento emittenti con l'inserimento dei commi da 3 a 7. La riflessione verte pertanto su un'analisi particolareggiata del contenuto delle nuove disposizioni.

Nell'ottica di favorire lo sviluppo di piattaforme di negoziazione alternative ai mercati regolamentati, la Consob specifica alcune condizioni in base alle quali la quotazione di prezzi su tali piattaforme non costituisce offerta al pubblico ed è quindi esente dall'obbligo di

pubblicare il prospetto ex art. 94, comma 1, Tuf ovvero il documento d'offerta ai sensi dell'art. 102, comma 3, Tuf(16). Sommarariamente le nuove disposizioni prevedono:

1) alcune deroghe per le negoziazioni che avvengono sui Mtf o che siano effettuate da Is.

2) una specifica deroga, limitatamente ai Mtf, nel caso in cui siano negoziati strumenti finanziari che non siano già quotati su mercati regolamentati(17);

3) l'estensione della medesima deroga alle negoziazioni che vengano effettuate anche dagli Is.

All'interno del nuovo quadro regolamentare, il comma 3 dell'articolo 2 assume una valenza generale e riconosce, in sostanza, l'inapplicabilità della disciplina dell'offerta al pubblico e dell'offerta pubblica di acquisto o di scambio alle quotazioni di prezzi immesse nei Mtf che risultano assistite da particolari presidi informativi (un documento di ammissione alle negoziazioni(18) e obblighi di informativa continua) che permettano all'investitore di compiere "scelte di investimento consapevoli" (19).

Al riguardo sembra possibile sollevare alcune critiche in ordine almeno a due aspetti della disposizione citata.

In primo luogo, non sembra superfluo segnalare che il documento informativo dovrebbe essere elaborato secondo le pratiche in uso sulle piattaforme dei principali paesi, evitando di replicare documenti simili, per contenuto e dimensione, ai prospetti.

In secondo luogo, rileva la constatazione secondo cui il documento preliminare di ammissione alle negoziazioni, di cui alla lett. a), comma 3 dell'art. 2 del reg. emittenti deve essere predisposto dal gestore del Mtf. La disposizione in oggetto pare, infatti, di difficile realizzazione, posto che gli obblighi informativi possono essere previsti solo per gli emittenti che abbiano chiesto di essere negoziati sui Mtf e non anche per quelli che passivamente lo sono. Ne consegue che il Mtf non potrà imporre all'emittente obblighi informativi equivalenti ad esempio a quelli previsti per gli emittenti strumenti finanziari diffusi, fatta salva l'ipotesi ulteriore in cui l'emittente sia collegato con la società che gestisce il Mtf. Rispetto al precedente comma 2, punto 5, nella nuova formulazione non è più richiesto ai Mtf di prevedere obblighi informativi equivalenti a quelli previsti per gli emittenti strumenti finanziari diffusi, bensì "obblighi finalizzati a rendere accessibili al pubblico informazioni sufficienti a permettere agli investitori di pervenire a un giudizio sull'investimento". Il portato del nuovo testo tiene conto, infatti, delle osservazioni al riguardo pervenute dai partecipanti alla consultazione che non hanno condiviso l'equiparazione all'informativa prevista per gli emittenti diffusi (artt. 114, eccetto il comma 7, e 115 Tuf), e della necessità di conformarsi a quanto previsto dalla Mifid(20). A ragion del vero, una simile equiparazione avrebbe reso gli emittenti soggetti a tutti gli obblighi di informativa continua e a quella periodica e straordinaria anche quando gli stessi non avessero raggiunto un grado di diffusione minimale verso gli investitori (non essendo ancora emittenti diffusi), creando, quindi, uno svantaggio competitivo rispetto a piattaforme di negoziazione disciplinate da regole straniere, ove tale requisito non è richiesto.

Sempre nell'ottica di consentire comunque all'investitore di operare scelte di investimento consapevoli, in base al comma 4 il documento di ammissione alle negoziazioni non è necessario nel caso in cui per gli strumenti oggetto dell'offerta sia stato già pubblicato un prospetto di offerta o un documento d'offerta negli ultimi dodici mesi(21). In tale fattispecie, le negoziazioni costituiscono un'offerta al pubblico solo qualora tramite le stesse vengano rivenduti a investitori non qualificati prodotti finanziari che abbiano costituito oggetto in Italia o all'estero di un collocamento riservato a investitori qualificati, sempre che tale rivendita sia "sistematica" e avvenga nei dodici mesi successivi al collocamento istituzionale(22). Pare dunque di poter desumere che la Consob attribuisca all' "offerta pubblica di vendita" (per la quale non esiste una definizione esplicita!), effettuata nei Mtf o da Is, la presunzione della ricorrenza del carattere di "sistematica rivendita" che è condizione di applicabilità dell'art. 100-bis, comma 2, Tuf(23).

Nel comma 5, il regime di esenzioni introdotto al comma terzo per le offerte di vendita effettuate anche Mtf (con l'espresso richiamo all'art. 100 del Tuf ed alle relative norme di attuazione del reg. emittenti) viene esteso, nelle parti compatibili, anche alle quotazioni di prezzi di acquisto immesse nei Mtf "riservati ai soli investitori qualificati, ovvero aventi ad oggetto gli strumenti finanziari di cui all'articolo 100, comma 1, lettere d), e) e g), nonché gli strumenti finanziari di valore nominale unitario minimo

di almeno 50.000 euro o gli OICR aperti il cui ammontare minimo di sottoscrizione sia pari ad almeno 250.000 euro”.

Il comma 6, oltre a prevedere una nuova ipotesi di esenzione riguardante le quotazioni di prezzo relative ai titoli emessi da Stati aderenti all'Ocse, delinea specifiche fattispecie di quotazioni di prezzi immesse nei Mtf e da Is che non costituiscono offerta al pubblico, in quanto aventi ad oggetto strumenti per i quali è già a disposizione del pubblico un set di informazioni sufficiente a permettere all'investitore una scelta di investimento consapevole(24). La disposizione regolamentare riflette la scelta della Consob di condizionare la negoziabilità sui Mtf di strumenti esteri non quotati in mercati regolamentati italiani od europei alla circostanza che tali strumenti siano già negoziati in un altro Mtf di un paese dell'UE in cui l'emittente sia soggetto ad obblighi informativi equivalenti a quelli previsti per gli emittenti strumenti finanziari diffusi. Si tralascia, tuttavia, di considerare che la disciplina dei titoli diffusi potrebbe non essere presente negli altri paesi comunitari. Da qui l'opportunità, non colta dal regolatore, di indicare perlomeno quali siano gli Stati che prevedono obblighi informativi equivalenti a quelli prescritti per gli emittenti strumenti finanziari diffusi.

Infine, il comma 7 specifica che alle offerte di vendita “diverse” da quelle individuate nei commi 3, 4 e 6, n. 1, si applica l'art. 100-bis, commi 2 e 3, del Tuf(25). Il richiamo alle disposizioni precedenti evidenzia che la rivendita attraverso Mtf o Is di strumenti oggetto di offerta riservata ad investitori qualificati più di dodici mesi prima non costituisce offerta al pubblico e pertanto non è soggetta alla disciplina del prospetto, bensì agli obblighi previsti in capo agli intermediari nell'ambito dello svolgimento del servizio di negoziazione(26). Le negoziazioni effettuate nei primi dodici mesi successivi all'offerta restano invece subordinate al rispetto delle condizioni indicate nel comma 3 dell'articolo 100-bis del Tuf.

Il confronto dei requisiti di cui ai commi 6 e 7 porta, tuttavia, a risultati contraddittori. Basti pensare che il comma 7 richiama solo il punto 1 del comma 6; conseguentemente, alle quotazioni di prezzi immesse nei Mtf o effettuate da Is aventi ad oggetto strumenti finanziari già diffusi tra il pubblico in Italia ai sensi dell'art. 2-bis del reg. emittenti (Definizione di emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante) o già distribuiti presso il pubblico in un paese dell'Unione Europea, si applica l'art. 100-bis del Tuf, dal momento che la diffusione in Italia di tali strumenti, ai sensi dell'art. 2-bis, comma 2, del reg. emittenti e la distribuzione degli stessi in un altro paese UE potrebbero essersi realizzate attraverso collocamenti rivolti ai soli investitori qualificati. Pertanto, in virtù del requisito di cui al comma 7, sarebbe possibile negoziare, dopo un anno, qualsiasi strumento finanziario non quotato italiano inizialmente collocato solo presso investitori istituzionali. Per contro, la stessa cosa non sarebbe possibile, ai sensi del requisito ex comma 6, per gli strumenti finanziari esteri non quotati e inizialmente oggetto di offerta al pubblico in altro paese UE.

## 5. Conclusioni.

I requisiti proposti nell'articolo 2 del reg. emittenti non riguardano le caratteristiche che l'operatività dei partecipanti alle negoziazioni in Mtf o effettuate da Is devono assumere per qualificare la condotta stessa come sollecitatoria e, di conseguenza, come offerta al pubblico.

I requisiti proposti, invece, insistono solo su elementi diversi, quali le caratteristiche dei titoli (quotati o non quotati in mercati regolamentati), l'esistenza di un prospetto ancora valido, la sussistenza di obblighi informativi in capo all'emittente, l'esistenza di un rapporto diretto tra un Mtf e l'emittente e l'imposizione da parte del Mtf di obblighi informativi all'emittente medesimo. I requisiti previsti riguardano il piano di cosa un Mtf o un Is può negoziare, che è materia riguardante l'organizzazione e la gestione delle Trading venues e che, pertanto, – perlomeno da un punto di vista sistematico – non dovrebbe trovare la sua naturale sede di trattazione nel reg. emittenti o, comunque, nella disciplina riguardante l'offerta al pubblico.

In particolare, a livello nazionale non possono essere ravvisate né circostanze eccezionali, né rischi specifici per la tutela degli investitori e l'integrità del mercato che possano giustificare restrizioni all'operatività delle sole Trading venues italiane, posto che la stessa Mifid non impone in linea di principio alcuna restrizione di negoziabilità a Mtf e Is(27).

Per giunta, una lettura più attenta della disciplina prevista dalla direttiva "Prospetto" (2003/71/CE) (28) avrebbe dovuto condurre il regolatore a tener conto delle condizioni che in concreto debbono ricorrere affinché un'attività di immissione di proposte di acquisto o di vendita effettuate in Mtf o da Is costituisca nella sostanza un'attività di offerta al pubblico(29). Più di un dubbio sembra infatti lecito formulare sulla valenza che possono avere nella qualificazione di una condotta sollecitatoria o di offerta al pubblico i requisiti proposti nell'articolo 2, che nulla hanno a che fare con la condotta di chi partecipa agli scambi in Mtf e Is e, pertanto, con l'eventuale offerta al pubblico posta in essere secondo tali modalità. L'impostazione della disciplina comunitaria porta ad escludere che si possano individuare a livello legislativo condizioni tali da non richiedere la verifica in concreto della condotta dei soggetti partecipanti agli scambi e che permettano, pertanto, di qualificare ipso iure l'operatività degli stessi come un'offerta al pubblico. Ne consegue che l'obbligo di prospetto debba cadere sull'operazione oggetto di offerta, e non solo sul titolo e sull'emittente il titolo, qualora l'offerente sia diverso da esso. Per giunta, la disciplina comunitaria considera una successiva rivendita (cd. secondary offering) come un'offerta separata che, qualora meritevole di essere qualificata come offerta al pubblico, richiede anch'essa l'adempimento della pubblicazione di un (altro) prospetto. Alla luce delle considerazioni sopra formulate si ritiene utile, in ultima analisi, suggerire al legislatore l'adozione di una prospettiva diversa, che demandi gli ulteriori spazi normativi, lasciati liberi dalla cornice di riferimento di cui all'art. 205 Tuf, all'autoregolamentazione delle singole piattaforme di mercato. Solo attraverso una simile soluzione si potrebbe, per un verso, favorire il soddisfacimento delle diversificate esigenze di ciascuna microstruttura di mercato e, per altro verso, attraverso il libero esplicarsi della concorrenza dei mercati, ridurre, a tutela degli investitori, le inevitabili asimmetrie di informazione e trasparenza.

#### **NOTE:**

(\*) Dottore di ricerca in "Diritto della banca e del mercato finanziario". Cattedre di Diritto bancario e di Diritto del mercato finanziario. Facoltà di Giurisprudenza. Università degli Studi di Napoli "Federico II".

(1) La disciplina dell'appello al pubblico risparmio è contenuta nel titolo II della parte IV del Tuf concernente l'appello al pubblico risparmio, il quale si suddivide nei seguenti due capi: capo primo («offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita»; artt. da 93-bis a 101-ter Tuf) e capo secondo («offerte pubbliche di acquisto e di scambio»; artt. da 102 a 112 Tuf).

(2) La nozione di "offerta al pubblico" è data espressamente dall'art. 1, co. 1, lett. t), Tuf: si tratta di «ogni comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e dei prodotti finanziari offerti così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o di sottoscrivere tali prodotti finanziari, incluso il collocamento tramite soggetti abilitati».

(3) Ai sensi dell'art. 1, co. 1, lett. v), Tuf per "offerta pubblica di acquisto e scambio" si intende «ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma effettuati, finalizzati all'acquisto o allo scambio di prodotti finanziari e rivolti a un numero di soggetti e di ammontare complessivo superiori a quelli indicati nel regolamento previsto dall'articolo 100, comma 1, lettere b) e c); non costituiscono offerta pubblica di acquisto o di scambio quella avente a oggetto titoli emessi dalle banche centrali degli Stati comunitari».

(4) Trattasi dei cosiddetti Alternative Trading Systems - ATS, o, per usare una categoria nota al Tuf, i Sistemi di Scambi Organizzati – SSO, alternativi ai mercati regolamentati e disciplinati dal vecchio art. 78 Tuf. Essi sono caratterizzati: a) da un'attività, consistente nella raccolta e nella diffusione delle proposte di negoziazione di strumenti finanziari e nell'esecuzione di dette proposte con le modalità previste dal sistema; b) da un'organizzazione, cioè da un insieme di regole e strutture, anche automatizzate, operanti in via continuativa o periodica. In considerazione dell'esigenza di estendere anche ai "mercati non regolamentati" la

vigilanza delle autorità di controllo, la Consob poteva richiedere informazioni sugli scambi organizzati di strumenti finanziari ed intervenire con strumenti inibitori nel caso in cui tali forme di scambio arrecassero grave pregiudizio alla tutela degli investitori. Nel regime previgente, il problema era sensibilmente avvertito soprattutto con riguardo alle transazioni che avvenivano nei sistemi di scambi organizzati. In particolare, si poneva il quesito se le negoziazioni finalizzate alla sottoscrizione e vendita di strumenti finanziari rappresentativi dell'intero capitale o della partecipazione di controllo fossero da considerarsi anch'esse assoggettate al vincolo della "concentrazione degli scambi".

**(5)** La concorrenza fra diverse piattaforme di negoziazione è vista quale elemento capace di apportare sostanziali benefici al funzionamento dei mercati finanziari. La Mifid con specifico riferimento all'area "mercati":

1- definisce un regime organico per l'esecuzione delle operazioni su strumenti finanziari, indipendentemente dai metodi di negoziazione utilizzati dagli investitori, col fine di garantire un'elevata qualità nell'esecuzione delle operazioni nonché l'integrità dei mercati;

2- si caratterizza per il maggior dettaglio non solo nelle materie già a suo tempo affrontate dalla direttiva 93/22/CE ma anche nelle aree soggette per la prima volta a regolamentazione comunitaria. Tale maggiore complessità e dettaglio delle disposizioni appare evidente dal dettato della direttiva stessa e dalle misure di esecuzione (livello 2 della procedura Lamfalussy) che, con particolare riguardo alla disciplina dei mercati, hanno assunto la forma di un regolamento della Commissione Europea (n. 1287/2006), direttamente applicabile negli Stati membri e concernente gli aspetti essenziali della materia (transaction reporting, regime di trasparenza pre e post-negoziazione e ammissione degli strumenti finanziari alle negoziazioni nei mercati regolamentati);

3- in luogo di una visione nazionalistica e di armonizzazione minima, la Mifid si connota per un approccio europeo e di armonizzazione massima.

**(6)** In tal senso v. L. CARDIA, L'attuazione della direttiva Mifid in Italia nella regolamentazione secondaria, III Incontro Compliance Dexia Crediop - AICOM "Strategies, governance, compliance: le sfide della direttiva Mifid e l'integrazione del mercato finanziario europeo", Roma, 21 settembre 2007, p. 10 s., disponibile su [www.consob.it](http://www.consob.it).

**(7)** Ai sensi della Mifid, (i) il "mercato regolamentato" (art. 4, par. 14) è un sistema multilaterale, amministrato e/o gestito dal gestore del mercato, che consente o facilita l'incontro – al suo interno ed in base alle sue regole non discrezionali – di interesse multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari ammessi alla negoziazione conformemente alle sue regole e/o ai suoi sistemi, e che è autorizzato e funziona regolarmente ai sensi delle disposizioni del titolo III; (ii) il "sistema multilaterale di negoziazione" (art. 4, par. 15) è un sistema multilaterale gestito da un'impresa di investimento o da un gestore del mercato che consente l'incontro – al suo interno ed in base a regole non discrezionali – di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti; (iii) l' "internalizzatore sistematico" (art. 4, par. 7) è un'impresa di investimento che in modo organizzato, frequente e sistematico negozia per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione;

**(8)** Cfr. S. MICOSSI, La direttiva Mifid e la nuova struttura dei mercati regolamentati, in *Bancaria*, 1/2009, p. 79 ss.

**(9)** A tal proposito cfr. A. NIGRO, La nuova regolamentazione dei mercati finanziari: i principi di fondo delle direttive e del regolamento MIFID, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 1/2008, I, p. 5 s.

**(10)** Sull'argomento si rinvia a G. GOBBO, Internalizzazione sistematica: problemi e risposte nella disciplina MiFID, in *Banca impresa e società*, 1/2008, p. 141 ss. L'internalizzazione a sua volta può avvenire secondo due modalità: 1) mediante incrocio da parte dell'intermediario di ordini provenienti dalla clientela compatibili per condizioni di esecuzione; 1) oppure mediante negoziazione in contropartita diretta degli ordini della clientela. Aspetto essenziale dell'internalizzazione è dunque l'esecuzione di ordini della clientela, da parte degli intermediari finanziari che li ricevono, senza la loro esposizione in un mercato centrale. L'internalizzazione può, inoltre, essere: a) diretta, ovvero essere realizzata dallo stesso intermediario che riceve l'ordine; b) indiretta, quando l'intermediario che riceve l'ordine lo indirizza per l'esecuzione di norma ad un altro intermediario (e non al mercato) collegato da vincoli di

gruppo o a seguito di accordi di preferencing.

**(11)** Cfr. C. MOTTI, Commento sub art. 205, in G. ALPA e F. CAPRIGLIONE (a cura di), Commentario al Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, Padova, 1998, t. III, p. 1832. Secondo l'A., «non costituendo l'offerta nell'ambito dei sistemi di negoziazione menzionati una sollecitazione all'investimento, non dovrebbe parimenti trovare applicazione l'art. 101 Tuf in materia di annunci pubblicitari, tecnica promozionale che peraltro non si addice alle contrattazioni svolte in forma organizzata». In merito cfr. pure L. PICARDI, Commento sub art. 205, in Commentario al Tuf, diretto da G.F. CAMPOBASSO, Utet, Torino, 2002, t. III, p. 1583.

**(12)** Cfr. A.A. RINALDI, Il decreto Mifid e i regolamenti attuativi: principali cambiamenti, in *Le Società*, n. 1/2008, p. 14 s.

**(13)** Nel regime previgente, il problema era sensibilmente avvertito soprattutto con riguardo alle transazioni che avvenivano nei sistemi di scambi organizzati. In particolare, si poneva il quesito se le negoziazioni finalizzate alla sottoscrizione e vendita di strumenti finanziari rappresentativi dell'intero capitale o della partecipazione di controllo fossero da considerarsi anch'esse assoggettate al vincolo della "concentrazione degli scambi".

**(14)** La disciplina dei contratti ammessi e delle modalità di negoziazione sul mercato è assai complessa; tra l'altro essa varia per ciascuno dei mercati regolamentati e dei relativi segmenti. In proposito cfr. F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2008, p. 301 s. e p. 304.

**(15)** Ad avviso di C. MOTTI, Commento sub art. 205, cit., p. 1835, cui addè L. PICARDI, Commento sub art. 205, cit., p. 1581 s., «...quali che siano le modalità di conclusione degli affari, tutte le volte che sia configurabile una sollecitazione all'investimento o al disinvestimento, riceverà applicazione la norma eccezzuativa». L'opinione espressa sembra sottesa a stabilire l'equiparazione, ai fini dell'applicazione della norma eccezzuativa, tra mercati di dealer, nei quali vi è per l'appunto la quotazione di prezzi di acquisto e/o di vendita, e mercati di broker, basati sull'incrocio degli ordini secondo meccanismi d'asta.

**(16)** Si evidenzia in proposito che nella nuova formulazione dell'art 2 del reg. emittenti il riferimento ai "prodotti finanziari" è stato sostituito con quello agli "strumenti finanziari", potendo soltanto questi ultimi essere trattati nei Mtf, in base alla definizione ad essi data dall'art. 1, comma 5-octies, del Tuf, anche se, si ritiene utile precisare, l'art. 205 del Tuf utilizza la locuzione "prodotti finanziari".

**(17)** Allo stesso modo dei mercati regolamentati, anche le regole dei Mtf devono garantire un processo di negoziazione equo e ordinato. Con riguardo al profilo dell'informazione – su cui si basano molti dei criteri introdotti dall'articolo 2 del reg. emittenti – la Mifid richiede ai Mtf solo e unicamente di fornire o rendere accessibili al pubblico informazioni sufficienti per permettere ai suoi utenti di emettere un giudizio in materia di investimenti (v. art. 14, par. 1 e 2, secondo cpv.), riservando all'autonomia privata degli stessi l'individuazione delle modalità di adempimento di questo requisito. Pertanto, non sembrano ravvisarsi elementi sufficienti per discriminare l'operatività dei partecipanti agli scambi nei Mtf rispetto a quella dei partecipanti agli scambi nei mercati regolamentati.

**(18)** In particolare, al fine di poter beneficiare della deroga, i Mtf devono prevedere un "documento preliminare di ammissione alle negoziazioni", nel quale vi sia "avvertenza che ...non è stato esaminato né approvato dalla Consob".

**(19)** Sulla necessità di assicurare in ogni circostanza la tutela degli investitori mediante l'obbligo di pubblicazione di informazioni affidabili cfr. direttiva n. 2003/71/CE, considerando n. 27.

**(20)** Cfr. art. 14, par. 2, sec. cpv, della Mifid, ove si prevede che "Gli Stati membri prescrivono che, se del caso, le imprese di investimento o i gestori del mercato che gestiscono un sistema multilaterale di negoziazione forniscano o si accertino che siano accessibili al pubblico informazioni sufficienti per permettere ai suoi utenti di emettere un giudizio in materia di investimenti, tenuto conto sia della natura degli utenti che dei tipi di strumenti negoziati".

**(21)** Da più parti si è osservato che la limitazione a 12 mesi risulta alquanto restrittiva, ben potendoci essere casi in cui i titoli oggetto di offerta al pubblico siano quotati in Mtf o in Is oltre i 12 mesi, ad esempio nel caso di avvio di un nuovo Mtf o Is. Sul punto cfr. F. BOCHICCHIO, *La nuova norma sui titoli in «selling restriction»: effettività e limiti*, in *Contr. e*

Impr., 2008, p. 528 ss.

**(22)** Cfr. direttiva n. 2003/71/CE, considerando n. 16.

**(23)** I nuovi commi 3 e 4 assorbono quanto previsto, nella bozza di articolato sottoposta alla consultazione, dal comma 2, punti 4 e 5. Rispetto al precedente comma 2, punto 4, è stato previsto che il prospetto di offerta, in presenza del quale non è richiesto il documento di ammissione alle negoziazioni, deve essere redatto conformemente alle disposizioni comunitarie, eliminando il riferimento agli articoli del Tuf che disciplinano le diverse ipotesi di prospetti utilizzabili per l'offerta in Italia; la modifica apportata rende quindi utilizzabile un prospetto anche non riconosciuto in Italia, purché redatto sulla base della normativa comunitaria.

**(24)** Nel nuovo comma 6 sono state delineate specifiche fattispecie di quotazioni di prezzi immesse in Mtf o effettuate da Is che non costituiscono offerta al pubblico di strumenti finanziari né offerta pubblica di acquisto e scambio e che erano già state individuate nella bozza dell'art. 2, comma 2, sottoposta alla consultazione. Nello specifico le quotazioni dei prezzi hanno ad oggetto: (i) gli strumenti finanziari indicati nell'art. 100-bis, comma 4, del Tuf ["titoli di debito emessi da Stati membri dell'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE) con classamento creditizio di qualità bancaria (rating investment grade) assegnato da almeno due primarie agenzie internazionali di classamento creditizio (rating)"], del Tuf nonché gli strumenti finanziari, emessi da soggetti italiani o esteri (ii) "ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato italiano o di un altro paese dell'Unione Europea"; ovvero (iii) "già diffusi tra il pubblico in Italia ai sensi dell'articolo 2-bis del reg. emittenti o già distribuiti presso il pubblico in un paese dell'Unione Europea a condizione che, in questo secondo caso, l'emittente o l'eventuale garante o la società controllante abbia strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati dell'Unione Europea e comunque fornisca informativa periodica".

**(25)** Per comprendere le ragioni che hanno spinto il legislatore ad introdurre il sistema di tutele per l'investitore retail di cui all'art. 100-bis tuf, cfr., ex multis, V. SANGIOVANNI, Circolazione di prodotti finanziari e responsabilità degli investitori professionali: il nuovo art. 100-bis Tuf, in *Le Società*, 11/2006, p. 1355 ss.; ID., Circolazione dei prodotti finanziari e offerta al pubblico nell'art. 100-bis Tuf, in *Giur. It.*, 12/2008, p. 1355 ss.; R. VIGLIONE, Circolazione di prodotti finanziari privi di prospetto: nuove forme di tutela del risparmio, in *Leggi civ. comm.*, 2008, p. 43 ss.; ID., Nullità e risarcimento del danno nell'art. 100 bis Tuf: quale tutela per l'investitore non professionale?, in *Contr. e Impr.*, 2008, p. 55 ss.

L'art. 15, co. 2, del d.lgs. n. 164 del 2007 introduce una nuova formulazione dell'art. 100-bis del Tuf, a sua volta inserito dall'art. 11 della legge n. 262 del 2005, in materia di circolazione dei prodotti finanziari originariamente privi di "prospetto" in quanto destinati ai soli "investitori qualificati". Nel dettaglio, l'art. 100-bis, comma 1, Tuf prevede che «la successiva rivendita di prodotti finanziari che hanno costituito oggetto di un'offerta al pubblico esente dall'obbligo di pubblicare un prospetto costituisce ad ogni effetto una distinta e autonoma offerta al pubblico nel caso in cui ricorrano le condizioni indicate nella definizione prevista all'articolo 1, comma 1, lett. t), e non ricorra alcuno dei casi di inapplicabilità previsti dall'articolo 100». La legge continua stabilendo che «si realizza una offerta al pubblico anche qualora i prodotti finanziari che abbiano costituito oggetto in Italia o all'estero di un collocamento riservato a investitori qualificati siano, nei dodici mesi successivi, sistematicamente rivenduti a soggetti diversi da investitori qualificati e tale rivendita non ricada in alcuno dei casi di inapplicabilità previsti dall'articolo 100» (art. 100-bis, comma 2, Tuf). Il legislatore sancisce poi che «nell'ipotesi di cui al comma 2, qualora non sia stato pubblicato un prospetto, l'acquirente, che agisce per scopi estranei all'attività imprenditoriale o professionale, può far valere la nullità del contratto e i soggetti abilitati presso i quali è avvenuta la rivendita dei prodotti finanziari rispondono del danno arrecato» (art. 100-bis, comma 3, Tuf).

**(26)** In tal senso v. G. FALCONE, La disciplina generale delle offerte pubbliche di acquisto, con particolare riferimento all'obbligo di comunicazione preventiva e alla c.d. passivity rule, in M. RISPOLI e G. ROTONDO (a cura di), *Il mercato finanziario*, Milano, 2005, p. 258, secondo cui l'art. 205 Tuf «risolve (negativamente) il problema della applicabilità della disciplina delle offerte pubbliche di acquisto o di scambio quando effettuate da parte di investitori istituzionali. Nulla

invece viene stabilito laddove l'offerta pubblica di acquisto o di scambio venga effettuata avendo come destinatari tali soggetti».

**(27)** Sulle principali implicazioni che in concreto caratterizzano il funzionamento delle Execution venues v. pure M. ANOLLI - G. PETRELLA - C. FAISSOLA - G. CAMMARANO, L'impatto della direttiva Mifid sui mercati, Interventi tenuti nell'ambito del seminario su: "Nuove prospettive per l'intermediazione finanziaria nell'evoluzione del contesto economico", Perugia, 23 marzo 2007; M. MACCARONE - C. SALINI, Audizione sullo Schema di decreto legislativo recante «Recepimento della direttiva 2004/39/CE», Camera dei Deputati, VI Commissione Finanze, Roma, 24 luglio 2007, p. 3, disponibile sul sito [www.consob.it](http://www.consob.it). Il Mtf è gestito da un'impresa di investimento o da un gestore di mercato. Vi si incrociano interessi multipli di acquisto e di vendita di strumenti finanziari, dando luogo a contratti. L'operatività avviene secondo regole non discrezionali e nel rispetto delle disposizioni applicabili alle imprese di investimento nello svolgimento dei servizi di investimento. Le regole del sistema prevedono, inoltre, quali strumenti finanziari possono essere negoziati. L'Is, per contro, è un'impresa di investimento che esegue sistematicamente ordini in conto proprio fuori da un mercato regolamentato o da un Mtf. Tuttavia, la sua struttura e la sua operatività non sono conformi a tutte le disposizioni dettate da un mercato regolamentato o da un Mtf. La negoziazione è, come si è già precisato, di tipo bilaterale ed ha ad oggetto titoli azionari liquidi.

**(28)** Il recepimento di questa direttiva in Italia ha avuto una lunga gestazione. Nell'aprile 2004 è stato inoltre adottato il regolamento 809/2004/CE recante modalità di esecuzione della direttiva "Prospetto" per quanto riguarda le informazioni contenute nei prospetti, il modello dei prospetti, l'inclusione delle informazioni mediante riferimento, la pubblicazione dei prospetti e la diffusione di messaggi pubblicitari. A causa del ritardo del legislatore nazionale nel procedere al recepimento della direttiva "Prospetto", e al fine di non porre l'Italia in una posizione di svantaggio competitivo rispetto agli altri Stati membri che avevano già proceduto al recepimento della direttiva, nell'agosto 2005 Consob, facendo leva sul carattere direttamente applicabile del regolamento 809/2004/CE, ritenne alcune delle previsioni dello stesso (nella specie, quelle previsioni che non sembravano necessitare di un atto di recepimento da parte del legislatore nazionale) direttamente applicabili - tra queste, ad esempio, gli allegati al regolamento che contenevano i nuovi schemi di prospetto. Nel marzo 2007, la direttiva è stata recepita dal legislatore nazionale tramite il d.lgs. 28 marzo 2007, n. 51 che ha modificato numerose previsioni del Tuf, delegando tuttavia al potere regolamentare della Consob l'emanazione di norme di dettaglio su alcune tematiche specifiche.

**(29)** Cfr., in particolare, artt. 3 e 4 della direttiva 2003/71/CE, in cui vengono rispettivamente individuate le condizioni al ricorrere delle quali sorge l'obbligo di pubblicare il prospetto e i casi in cui, viceversa, è prevista l'esenzione da tale obbligo.