



*Ministero
dell'Economia e delle Finanze*

DIPARTIMENTO DEL TESORO

DIREZIONE VIII
STRUTTURA DI MONITORAGGIO E CONTROLLO
DELLE PARTECIPAZIONI PUBBLICHE

Roma, 22 giugno 2018

Orientamento
(ai sensi dell'art. 15, comma 2, del D.Lgs. n. 175/2016)

Oggetto: la nozione di mercato regolamentato contenuta nella definizione di “società quotate” di cui all'articolo 2 del D. Lgs. 19 agosto 2016, n. 175 (in seguito “TUSP”).

L'art. 2, comma 1, lett. p), del TUSP definisce le società quotate come *“le società a partecipazione pubblica che emettono azioni quotate in mercati regolamentati; le società che hanno emesso, alla data del 31 dicembre 2015, strumenti finanziari, diversi dalle azioni, quotati in mercati regolamentati”*.

A tali società, per espressa previsione dell'art. 1, comma 5, del TUSP, si applicano le disposizioni ivi indicate *“solo se espressamente previsto”*.

Al riguardo, al fine di delimitare l'ambito dell'esenzione previsto da tale norma con riferimento alle società quotate (come definite dal TUSP), alcuni Enti pubblici hanno chiesto di precisare se i sistemi multilaterali di negoziazione - quali, a titolo esemplificativo, ExtraMot e AIM Italia - rientrino, limitatamente a tale contesto di riferimento, nel novero dei mercati regolamentati.

In via preliminare, si segnala che, in mancanza di una espressa definizione di “mercato regolamentato” nel TUSP, appare necessario fare riferimento alla nozione di “mercato regolamentato” dettata nel D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (c.d. TUF), in virtù della centralità che tale legge speciale riveste nell'ambito delle fonti normative in materia di finanza e di intermediazione finanziaria.

A tale riguardo, il TUF, in linea con le indicazioni comunitarie vigenti in materia, individua le sedi di negoziazione, che possono essere di tre tipi: mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione e sistemi organizzati di negoziazione (art. 1, comma 5-*octies*, lett. c).

L'art. 1, lett. w-ter), del TUF definisce il mercato regolamentato¹ come *“il sistema multilaterale amministrato e/o gestito da un gestore del mercato, che consente o facilita l'incontro, al suo interno e in base alle sue regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti relativi a strumenti finanziari ammessi alla negoziazione conformemente alle sue regole e/o ai suoi sistemi, e che è autorizzato e funziona regolarmente e conformemente alla parte III²”* [del TUF].

In quanto sedi di negoziazione autorizzate, i mercati regolamentati sono iscritti in un **apposito elenco**³ tenuto dalla Consob e/o dall'Esma (Autorità Europea degli strumenti finanziari e dei mercati) e sono destinatari di una **specifico disciplina** prevista nel TUF, riguardante la loro organizzazione e il loro funzionamento. Ad esempio, per l'ammissione degli strumenti finanziari alla quotazione ufficiale⁴ nei mercati regolamentati è prevista la pubblicazione - previa approvazione da parte dell'Autorità di vigilanza⁵ - di un prospetto informativo, anche in assenza di un'offerta al pubblico. Dalla quotazione consegue, altresì, l'applicazione di regole speciali (come quelle relative all'o.p.a. obbligatoria, allo svolgimento delle assemblee, alla nomina dei componenti degli organi sociali) e di regole di trasparenza nei confronti del pubblico, sottoposta alla vigilanza della Consob⁶. Inoltre, soprattutto con riguardo alle informazioni, le società quotate nei mercati regolamentati sono soggette a regole più stringenti rispetto a quelle previste per gli emittenti i cui titoli siano scambiati nei sistemi multilaterali di negoziazione⁷.

Posto quanto sopra, l'interpretazione dell'art. 2, comma 1, lett. p), del TUSP, non sembra possa prescindere proprio dalla specifica nozione di “mercato regolamentato” contenuta nella norma del TUF e conforme alla definizione di matrice comunitaria. Infatti, tale soluzione interpretativa corrisponde, come si dirà, alla *ratio* sottesa alla disciplina del medesimo TUSP e, in particolare, giustifica la parziale esenzione per le società quotate dagli obblighi ivi previsti.

¹ Le definizioni di mercato regolamentato e di sistema multilaterale di negoziazione adottate dal TUF corrispondono a quelle contenute nella direttiva 2014/65/UE (Mifid II).

² È la parte del TUF che disciplina i mercati (artt. 61- 90 *septies*).

³ L'art. 56 Dir. 2014/65/UE ha stabilito che ciascuno Stato membro compila l'elenco dei mercati regolamentati di cui è lo Stato membro d'origine e lo comunica agli altri Stati membri e all'ESMA, che lo pubblica sul suo sito web e ne cura l'aggiornamento. Tale elenco contiene il codice unico stabilito dall'ESMA ai sensi dell'articolo 65, paragrafo 6, per **identificare** i mercati regolamentati, da utilizzare nelle relazioni ai sensi dell'articolo 65, paragrafo 1, lettera g), dell'articolo 65, paragrafo 2, lettera g), della presente direttiva e degli articoli 6, 10 e 26 del regolamento (UE) n. 600/2014.

⁴ Qualifica che può essere riconosciuta soltanto alle quotazioni che avvengono nei mercati regolamentati sulla base delle norme previste dalla direttiva 2001/34/CE e ss. mm.

⁵ La Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (“Consob”).

⁶ Per completezza, sono previsti - oltre agli obblighi di informativa iniziale con la pubblicazione del prospetto informativo - obblighi di informativa continuativa, periodica e ad hoc imposti agli emittenti strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni nei mercati regolamentati (come previsto dagli articoli 113 e ss. del TUF).

⁷ Un “sistema multilaterale di negoziazione” è definito dall'art. 1, comma 5-*octies*, lett. a), del TUF come *“un sistema multilaterale gestito da un'impresa di investimento o da un gestore del mercato che consente l'incontro, al suo interno e 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 conformemente alla parte II e alla parte III”*.

Al riguardo, la relazione illustrativa al D. Lgs. n. 175/2016 precisa, fra l'altro, che *“alle società quotate (come definite nell'articolo 2) e alle loro partecipate si applicano solo alcune disposizioni, inerenti alla condotta dell'azionista pubblico piuttosto che all'organizzazione o all'attività della società partecipata”* e, successivamente, aggiunge che *“le società meramente partecipate da amministrazioni pubbliche, in cui le società quotate abbiano una partecipazione (di controllo o meno), saranno soggette solo alle poche disposizioni del testo unico relative alle società meramente partecipate [in quanto espressamente previsto], che riguardano essenzialmente la gestione della partecipazione da parte dell'amministrazione pubblica e **non il regime giuridico della società”***.

Infatti, come sopra illustrato, per le società quotate nei mercati regolamentati è già previsto un autonomo e specifico sistema di obblighi e di conseguenti sanzioni, posto a tutela degli investitori e delle regole di funzionamento del mercato dei capitali e del controllo societario. Ad esempio, le società che emettono azioni quotate nei mercati regolamentati⁸ sono tenute al rispetto di specifiche norme riguardanti i diritti dei soci e, in generale, sono tenute a fornire agli investitori numerose informazioni relative alla situazione finanziaria, ai fatti rilevanti che le riguardano, alle caratteristiche relative agli strumenti finanziari. Inoltre, gli azionisti, che detengono partecipazioni in misura superiore a determinate soglie di rilevanza, devono rendere noto il possesso di tali partecipazioni. Allo stesso modo, con riferimento a tali società, la disciplina di settore prevede l'obbligo di pubblicare eventuali patti parasociali ad esse afferenti⁹.

Pertanto, tenuto conto che le disposizioni normative contenute nel TUSP sono applicate avendo riguardo all'*“efficiente gestione delle partecipazioni pubbliche, alla tutela e promozione della concorrenza e del mercato, nonché alla razionalizzazione e riduzione della spesa pubblica”* (art. 1, comma 2), l'esclusione delle società quotate nei mercati regolamentati dall'applicazione generale del TUSP risponde all'esigenza di **evitare distorsioni** del mercato di negoziazione dei titoli già quotati e **penalizzazioni** per le società a partecipazione pubblica che si confrontano nei mercati regolamentati con società concorrenti. Inoltre, l'applicazione parziale della disciplina del TUSP tiene in considerazione che tali società sono già sottoposte ad una disciplina di settore che, attraverso stringenti regole di trasparenza e regole speciali di *governance*, favorisce l'attuazione delle finalità previste dal TUSP.

In conclusione, per le ragioni addotte, la nozione di mercato regolamentato accolta nel TUSP, all'art. 2, lett. p), è da ritenersi coincidente con quella definita dal TUF ed è insuscettibile di una più ampia interpretazione; ciò anche al fine di prevenire possibili elusioni della disciplina del

⁸ Come stabilito dagli articoli 119 e ss. del TUF.

⁹ L'art. 122 del TUF attribuisce alla Consob il compito di stabilire con regolamento le modalità e i contenuti della comunicazione e della pubblicazione (v. reg. Consob n. 11971 del 14.5.1999 e ss. mm.).

TUSP, attraverso quotazioni di strumenti finanziari in mercati più facilmente accessibili agli operatori e che prevedono obblighi informativi meno stringenti.