

RELAZIONE DI ANALISI DI IMPATTO  
DELLA REGOLAMENTAZIONE

MODIFICHE AL REGOLAMENTO MERCATI IN MATERIA DI ATTIVITÀ  
CONNESSE E STRUMENTALI E ULTERIORI PROPOSTE DI INTERVENTO

*(Articolo 12, comma 2, della legge 29 luglio 2003, n. 229)*

**Presentata dalla Commissione nazionale per le società e la borsa (Consob)**

Comunicata alla Presidenza il 1° aprile 2020

## INDICE

	Pag.
- Documento di consultazione e analisi di impatto preliminare	1
- Esiti della consultazione e analisi di impatto	8
- Delibera n. 21028 del 3 settembre 2019	26

**MODIFICHE AL REGOLAMENTO MERCATI  
IN MATERIA DI ATTIVITÀ CONNESSE E STRUMENTALI E ULTERIORI PROPOSTE  
DI INTERVENTO**

**Documento per la consultazione  
15 febbraio 2019**

Le osservazioni al documento di consultazione dovranno pervenire entro il **28 febbraio 2019** *on-line* per il tramite del [SIPE – Sistema Integrato per l’Esterno](#),

oppure al seguente indirizzo:

**CONSOB  
Divisione Strategie Regolamentari  
Via G. B. Martini, n. 3  
00198 - ROMA**

**I commenti pervenuti saranno resi pubblici al termine della consultazione, salvo espressa richiesta di non divulgarli. Il generico avvertimento di confidenzialità del contenuto della *e-mail*, in calce alla stessa, non sarà considerato una richiesta di non divulgare i commenti inviati**

## ***1. Premessa***

Con il presente documento si sottopongono alla consultazione del mercato alcune proposte di modifica del Regolamento in materia di mercati (di seguito “Regolamento Mercati”), adottato dalla Consob con delibera n. 20249 del 28 dicembre 2017.

L’attività di revisione si incentra sugli aspetti, illustrati nei paragrafi che seguono, concernenti:

1. le attività connesse e strumentali del gestore del mercato regolamentato;
2. la comunicazione in materia di esenzione per l’attività accessoria in derivati su merci.

Di seguito si procede ad una rappresentazione dei prospettati interventi che si sottopongono alla consultazione del mercato, unitamente ai profili e alle questioni che hanno formato oggetto delle scelte di regolazione sottese.

## ***2. Le modifiche regolamentari***

### ***2.1 Disciplina delle attività connesse e strumentali***

L'uscita del Regno Unito dall'Unione europea pone l'esigenza di fronteggiare le connesse implicazioni per i mercati finanziari e, in particolare, di gestire il ricollocamento di operatori, attualmente stabiliti nel Regno Unito, nei centri finanziari europei al fine di potere proseguire la loro operatività nell'Unione.

Al fine di sostenere eventuali iniziative intraprese dall'industria finanziaria in vista della Brexit e nell'ottica di preservare l'interesse di operatori esteri verso la piazza finanziaria italiana occorre adottare misure funzionali a consentire - nell'attuale contingenza storica - alle infrastrutture di *trading* e ad altre piattaforme finalizzate a favorire l'incontro tra la domanda e l'offerta di strumenti finanziari, la prosecuzione di attività e le relative opportunità di sviluppo, che siano di interesse per l'Italia.

Per effetto del programmato recesso del Regno Unito dall'Unione europea, il problema si pone in particolare per i soggetti che gestiscono piattaforme finalizzate a mettere in contatto le società che intendono reperire capitali con gli investitori istituzionali. Diviene pertanto auspicabile l'approntamento di un regime domestico *ad hoc*, strumentale a consentire l'avvio, nel sistema finanziario nazionale, di modelli di *business* quale quello sopra descritto, che presentano il pregio di avvicinare le società ai mercati di capitali.

Un primo limitato intervento ai fini dell'individuazione di una cornice normativa entro cui inquadrare la nuova operatività di siffatti operatori, ad esito di scelte di *relocation*, appare configurabile nell'ampliamento del perimetro della disciplina nazionale delle attività connesse e strumentali che il gestore del mercato regolamentato è legittimato a svolgere, direttamente o tramite società in cui abbia assunto partecipazioni.

In proposito, si rammenta come l'art. 64, co. 4, lett. a), del TUF riservi alla Consob il potere di individuare, con regolamento, le attività connesse e strumentali che possono essere svolte dal gestore del mercato regolamentato.

In esercizio dell'indicata delega regolamentare, l'art. 4, co. 1, del Regolamento Mercati stabilisce un elenco di attività connesse e strumentali, in particolare:

- 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 e di dati relativi ai mercati stessi;
- c) istituzione e gestione di sistemi di riscontro e rettifica delle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari;
- 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;
- e) gestione di sistemi multilaterali di scambio di depositi monetari;
- f) predisposizione, gestione e manutenzione di circuiti informativi per la visualizzazione e l'inserimento, da parte dei soggetti abilitati autorizzati alla negoziazione per conto proprio, all'esecuzione di ordini per conto dei clienti e alla ricezione e trasmissione di ordini, di condizioni di negoziazione di strumenti finanziari che non consentono la conclusione del contratto per il tramite del circuito stesso.

Da ultimo l'art. 4, co. 2, della menzionata fonte di rango secondario consente inoltre ai gestori di mercati regolamentati di assumere partecipazioni:

- (i) in società che svolgono in via esclusiva o principale le attività di cui all'art. 4, co. 1;
- (ii) nelle controparti centrali e nei depositari centrali;
- (iii) in società che gestiscono direttamente o indirettamente mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione o sistemi organizzati di negoziazione.

Dall'analisi del quadro normativo di riferimento emerge un elenco chiuso di attività connesse e strumentali che un gestore del mercato regolamentato può svolgere al cui interno, tuttavia, trovano spazio alcune attività definite in termini estensivi e pertanto tali da ricomprendere, in prospettiva evolutiva, nuove fattispecie emergenti nella realtà dei mercati.

Più nel dettaglio, il primo comma del citato art. 4 elenca le attività che il gestore può esercitare direttamente e, nel secondo comma, viene disciplinata la facoltà del gestore stesso di detenere partecipazioni anche in società che a loro volta svolgano (in via prevalente/esclusiva) una o più delle attività connesse e strumentali ovvero in società che gestiscano altre sedi di negoziazione (MTF e OTF).

Alla luce delle scelte strategiche che si impongono - a livello nazionale - in concomitanza con l'uscita del Regno Unito dall'Unione europea, si propone un intervento di modifica al Regolamento Mercati della Consob al fine di consentire ai gestori dei mercati regolamentati di svolgere l'attività di facilitazione dell'incontro tra società che intendono procedere alla raccolta di capitali e investitori istituzionali/professionali che indicano le proprie manifestazioni di interesse su specifici strumenti finanziari di quelle società; tale modello operativo non appare, infatti, ascrivibile all'attività accessoria e strumentale consistente nella *“predisposizione, gestione e manutenzione di circuiti informativi per la visualizzazione e l'inserimento, da parte dei soggetti abilitati autorizzati alla negoziazione per conto proprio, all'esecuzione di ordini per conto dei clienti e alla ricezione e trasmissione di ordini, di condizioni di negoziazione di strumenti finanziari che non consentono la conclusione del contratto per il tramite del circuito stesso”* (cfr. art. 4, co. 1, lett. f), del Regolamento Mercati).

Il tipo di attività descritto appare piuttosto riconducibile all'attività di “mediazione” avente a oggetto strumenti finanziari, la quale ai sensi della MiFID e del TUF (cfr. art. 1, co. 5-sexies) è ricompresa nell'ambito del servizio di investimento di “ricezione e trasmissione di ordini”, per il cui esercizio è richiesta un'autorizzazione nel rispetto delle disposizioni MiFID II e, quindi, del TUF. I soggetti svolgenti l'attività *de qua*, pertanto, assumerebbero la veste formale di Sim.

Tutto quanto premesso, si ritiene opportuno intervenire sulle disposizioni della normativa secondaria concernenti le partecipazioni detenibili dal gestore del mercato regolamentato (comma 2) e, dunque, sulle attività dallo stesso esercitabili indirettamente.

L'ipotizzata modifica risulterebbe così preordinata a consentire al gestore del mercato regolamentato di assumere partecipazioni in società costituite in forma di Sim, autorizzate esclusivamente all'esercizio del servizio di investimento di ricezione e trasmissione di ordini le quali svolgono in concreto l'attività di mediazione.

Non si rilevano criticità nel fatto che il gestore di un mercato regolamentato detenga in via di principio una partecipazione nel capitale sociale di una Sim, dal momento che:

- a) nessuna disposizione pone un divieto espresso in tal senso e, anzi, proprio l'art. 4, co. 2, del Regolamento Mercati - che consente le partecipazioni in “società” che svolgono le attività connesse e strumentali - non sembra porre alcun vincolo rispetto alla forma giuridica delle medesime società, nelle quali potrebbero essere ricomprese le Sim;

- b) la possibilità espressamente riconosciuta ai gestori dei mercati di possedere partecipazioni in società che gestiscono altre sedi di negoziazione (tra le quali figurano indubbiamente le Sim autorizzate all'esercizio delle attività di gestione di MTF e OTF) reca una conferma indiretta della legittimità di tale opzione.

La modifica regolamentare è rispettosa dell'opportunità di assicurare un collegamento funzionale tra l'attività principale di gestione di una sede di negoziazione e quelle "accessorie", per quanto svolte in via indiretta. La possibilità di assumere una partecipazione in una Sim che svolga un'attività che si inquadra nell'ambito della "mediazione" ai sensi del TUF, appare infatti meritevole di valorizzazione, visto che quest'ultima condivide con la gestione di una sede di negoziazione la funzione di "facilitare" l'incontro della domanda e dell'offerta di strumenti finanziari.

Tale ragionevolezza permane anche qualora il sistema di mediazione sia finalizzato all'accesso di un emittente al mercato dei capitali, visto che, per un verso, trattasi pur sempre di un'attività prodromica allo sviluppo del mercato secondario e, per l'altro, di un'attività che le sedi di negoziazione già svolgono come strumento per facilitare la raccolta di capitale da parte di società emittenti (v. peraltro la Comunicazione Consob n. 0092492/2016 sulla distribuzione degli strumenti finanziari tramite una sede di negoziazione multilaterale).

Poste tali premesse, si riporta, di seguito, la proposta di modifica dell'art. 4 del Regolamento Mercati:

#### Art. 4

##### *(Attività connesse e strumentali)*

1. Fermo restando quanto stabilito dall'articolo 64, comma 7, del Testo Unico, i gestori dei mercati regolamentati possono svolgere le seguenti attività connesse e strumentali a quelle di organizzazione e gestione dei mercati regolamentati:

- 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 e di dati relativi ai mercati stessi;
- c) istituzione e gestione di sistemi di riscontro e rettifica delle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari;
- 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;
- e) gestione di sistemi multilaterali di scambio di depositi monetari;
- f) predisposizione, gestione e manutenzione di circuiti informativi per la visualizzazione e l'inserimento, da parte dei soggetti abilitati autorizzati alla negoziazione per conto proprio, all'esecuzione di ordini per conto dei clienti e alla ricezione e trasmissione di ordini, di condizioni di negoziazione di strumenti finanziari che non consentono la conclusione del contratto per il tramite del circuito stesso.

2. I gestori dei mercati regolamentati possono assumere partecipazioni in società che svolgono in via esclusiva o principale le attività di cui al comma 1. Essi possono inoltre assumere partecipazioni nelle controparti centrali e nei depositari centrali, ~~nonché~~ in società che gestiscono direttamente o indirettamente mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione o sistemi organizzati di negoziazione, **nonché in società autorizzate al solo servizio di ricezione e trasmissione di ordini**

**che svolgono in via esclusiva l'attività di mediazione, così come definita dall'articolo 1, comma 5-sexies, del Testo Unico.**

Si evidenzia, per completezza, che sulla descritta proposta modifica sarà inoltre necessario acquisire:

- l'intesa della Banca d'Italia, prescritta ai sensi dell'art. 62-*quater*, co. 2, lett. a), del TUF, con riferimento all'esercizio del potere regolamentare previsto dall'art. 64, co. 4, del TUF per le sedi di negoziazione all'ingrosso di titoli di Stato;
- il parere della Banca d'Italia, in ossequio a quanto disposto nel terzo comma dell'art. 62-*quater* del TUF, relativamente alle sedi di negoziazione all'ingrosso di titoli obbligazionari privati e pubblici, diversi da titoli di Stato, nonché di strumenti del mercato monetario e di strumenti finanziari derivati su titoli pubblici, su tassi di interesse e su valute.

## 2.2. Comunicazioni in materia di esenzione per l'attività accessoria in derivati su merci

Si illustra altresì la modifica che si intende apportare all'art. 65, co. 4, del Regolamento Mercati rubricato "*Comunicazioni in materia di esenzione dai limiti di posizione*"<sup>1</sup>.

In particolare, il quarto comma del citato art. 65 disciplina la comunicazione funzionale a fruire dell'esenzione, prevista da MiFID II, per le attività in derivati su merci che rivestano carattere accessorio rispetto all'attività principale della persona e del gruppo cui la stessa appartiene.

La disciplina MiFID II (ivi incluso, quindi, l'obbligo di essere autorizzato all'esercizio dei servizi di investimento) non trova applicazione per alcuni soggetti che godono di una serie di esenzioni, dettate nell'art. 2 della medesima Direttiva e recepite nell'art. 4-*terdecies* del TUF.

Tra queste figura, nell'art. 4-*terdecies*, co. 1, lett. l), punti i) e ii), l'esenzione riservata a coloro che negoziano in conto proprio c.d. "puro" derivati su merci (eccetto, quindi, coloro che negoziano in conto proprio in esecuzione di ordine di un cliente).

Detti soggetti beneficiano dell'esenzione a condizione che tale attività rivesta carattere accessorio rispetto all'attività principale della persona e del gruppo cui la stessa appartiene (e che non siano impiegate tecniche di negoziazione algoritmica ad alta frequenza).

Nella prassi applicativa, la comunicazione richiesta ai medesimi soggetti dal citato quarto comma dell'art. 65 del Regolamento Mercati, ha suscitato taluni dubbi interpretativi, con particolare riferimento ai seguenti aspetti:

- contenuto delle informazioni richieste al momento della comunicazione;
- referimento temporale dell'*assessment* a seguito dei quali un soggetto può qualificare la propria attività in termini di accessorialità.

Con riguardo a entrambi i profili, la regolamentazione europea di secondo livello (*cf.* Regolamento delegato (UE) 2017/592) ha integrato la MiFID II dettando le "*norme tecniche di regolamentazione relative ai criteri per stabilire quando un'attività debba essere considerata accessoria all'attività principale*".

---

<sup>1</sup> Per limiti di posizione si intendono, ai sensi della disciplina MiFID II, i limiti alle posizioni nette detenibili su derivati su merci negoziati su una sede di negoziazione e fuori mercato (OTC).

Vengono in rilievo, in particolare, gli artt. 2 e 3 del citato Regolamento delegato, i quali dettano il contenuto dei due diversi test che fondano la valutazione dell'accessorietà delle attività in derivati su merci, basati su dei calcoli relativi all'attività di negoziazione del gruppo di cui la singola entità è parte<sup>2</sup> e al capitale<sup>3</sup>.

Con riferimento alla procedura di calcolo, il successivo art. 4 del medesimo regolamento delegato descrive dettagliatamente la tempistica da rispettare nell'effettuazione dei citati calcoli e l'ambito temporale di riferimento<sup>4</sup>.

Si propone, pertanto, nell'ottica del più agevole adempimento dell'obbligo di comunicazione sancito nel quarto comma dell'art. 65 del Regolamento Mercati, di:

- a) inserire direttamente il riferimento alle “risultanze dei calcoli” di cui agli artt. 2 e 3 del Regolamento delegato (UE) 2017/592 come oggetto della comunicazione, con contestuale eliminazione dell'attuale riferimento alla dettagliata descrizione e valutazione delle condizioni e delle circostanze indicate nei medesimi articoli;
- b) aggiungere un riferimento espresso alla circostanza che tali calcoli siano effettuati in conformità con la procedura appositamente delineata nell'art. 4 del Regolamento delegato, la quale determina sia la tempistica cui si riferiscono i calcoli sia quella per la loro effettuazione.

Appare utile evidenziare, infine, che tale revisione non implica alcuna modifica di carattere sostanziale all'obbligo informativo previsto nell'art. 65 del Regolamento Mercati ma risulta meramente finalizzata a meglio chiarirne il significato. A tale scopo, si è ritenuto opportuno specificare anche l'ambito di applicazione della normativa, in modo da chiarire nel primo periodo che la comunicazione di accessorietà dell'attività in derivati è riservata a quei soggetti (specificati sopra) che, avvalendosi dell'esenzione prevista dalla MiFID II, non intendano richiedere l'autorizzazione all'esercizio dei servizi e delle attività di investimento.

Si segnala, infine, che, il quadro regolamentare si è arricchito di ulteriori elementi interpretativi, anche in ragione del costante aggiornamento delle Q&A redatte dall'ESMA in materia di limiti di posizione.

Pertanto si propone di procedere alla seguente modifica:

<p>Art. 65 <i>(Comunicazioni in materia di esenzione dai limiti di posizione)</i></p>
---

---

<sup>2</sup> Più nel dettaglio, il primo test è funzionale a determinare se le persone del gruppo detengono una quota significativa di mercato in relazione alle dimensioni del mercato di una data classe di attività a livello europeo; consiste, pertanto, nel confronto tra il valore dell'attività di negoziazione di una persona e l'attività di negoziazione complessiva dell'Unione, verificando che il valore risulti inferiore alle soglie predefinite dal Regolamento delegato e differenziate per ciascuna classe di attività considerato che i mercati delle merci differiscono in termini di dimensioni, numero di partecipanti al mercato e livello di liquidità.

<sup>3</sup> Il secondo test è funzionale a stabilire se le attività in derivati possano essere considerate una minoranza delle attività del gruppo, in base a dei calcoli relativi al valore delle attività e al capitale impiegato.

<sup>4</sup> Il calcolo del valore delle attività di negoziazione e del capitale di cui agli articoli 2 e 3 si basa sulla media semplice delle attività di negoziazione giornaliera o del capitale stimato destinato a tali attività di negoziazione durante i tre periodi annuali di calcolo precedenti la data del calcolo. I calcoli vengono effettuati annualmente nel primo trimestre dell'anno di calendario che segue un periodo annuale di calcolo.

...omissis...

4. I soggetti di cui all'articolo 4-terdecies, comma 1, lettera l), punti i) e ii), del Testo Unico che non intendono sottoporre alla Consob ~~una~~ **la** richiesta di autorizzazione **all'esercizio dei servizi e delle attività di investimento** comunicano entro il 1° aprile di ogni anno alla Consob la volontà di servirsi dell'esenzione in virtù dell'esercizio di un'attività ritenuta accessoria rispetto all'attività principale. ~~A tal fine fornendo~~ **forniscono alla Consob una dettagliata descrizione e valutazione le risultanze dei calcoli delle condizioni e circostanze** di cui agli articoli 2 e 3 del regolamento delegato (UE) 2017/592, **effettuati in conformità alla procedura dettata dall'articolo 4 del citato regolamento.**

## MODIFICHE AL REGOLAMENTO N. 20249 DEL 28 DICEMBRE 2017 RECANTE NORME DI ATTUAZIONE DEL DECRETO LEGISLATIVO 24 FEBBRAIO 1998, N. 58 IN MATERIA DI MERCATI

### RELAZIONE ILLUSTRATIVA

5 SETTEMBRE 2019

## SEZIONE I - MOTIVAZIONI, OBIETTIVI E DESCRIZIONE DEL PROVVEDIMENTO

### 1. Motivazione e obiettivi del provvedimento

Il presente atto illustra l'intervento di rivisitazione di alcune disposizioni contenute nel Regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF) in materia di mercati, adottato dalla Consob con delibera n. 20249 del 28 dicembre 2017 (per l'innanzi, "Regolamento Mercati").

L'attività di revisione si incentra, in particolare, sulla disciplina delle partecipazioni detenibili dal gestore del mercato regolamentato e dei connessi obblighi informativi, nonché sulle comunicazioni dovute in merito all'esenzione per l'attività accessoria in derivati su merci.

Nel prosieguo si riporta una sintetica esposizione delle modifiche apportate al testo regolamentare, unitamente ai profili e alle questioni che hanno formato oggetto delle scelte di regolazione sottese.

### 2. Descrizione dell'intervento regolamentare

#### 2.1 *Disciplina delle attività connesse e strumentali e delle partecipazioni detenibili dal gestore del mercato*

L'art. 4 del Regolamento Mercati elenca nel primo comma le attività connesse e strumentali che il gestore può esercitare. Il secondo comma, poi, consente al gestore stesso di detenere partecipazioni in società che a loro volta svolgano, in via prevalente/esclusiva, una o più delle attività connesse e strumentali, nonché nelle controparti centrali e nei depositari centrali e in società che gestiscano altre sedi di negoziazione (mercati regolamentati, MTF e OTF)<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> In attuazione dell'indicata delega normativa, l'art. 4, comma 1, del Regolamento Mercati ha stabilito un elenco di attività connesse e strumentali, in particolare:

- 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 e di dati relativi ai mercati stessi;
- c) istituzione e gestione di sistemi di riscontro e rettifica delle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari;
- 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;
- e) gestione di sistemi multilaterali di scambio di depositi monetari;
- f) predisposizione, gestione e manutenzione di circuiti informativi per la visualizzazione e l'inserimento, da parte dei soggetti abilitati autorizzati alla negoziazione per conto proprio, all'esecuzione di ordini per conto dei clienti e alla ricezione e trasmissione di ordini, di condizioni di negoziazione di strumenti finanziari che non consentono la conclusione del contratto per il tramite del circuito stesso.

Inoltre, l'art. 4, comma 2, della menzionata fonte di rango secondario consente ai gestori di mercati regolamentati di assumere partecipazioni:

Con l'intervento modificativo proposto si intende estendere il novero delle partecipazioni detenibili anche in società autorizzate al servizio di ricezione e trasmissione di ordini nella misura in cui l'attività consista nella predisposizione e gestione di circuiti informativi per l'inserimento di condizioni di negoziazione di strumenti finanziari (quando la conclusione del contratto non abbia luogo per il tramite del circuito stesso), anche al fine di facilitare l'incontro tra le società che intendono fare ricorso al mercato dei capitali e gli investitori.

Tale tipologia di attività si allinea solo parzialmente a quella indicata al comma 1, lettera f)<sup>2</sup>, del medesimo art. 4 del Regolamento Mercati, per ciò che riguarda la predisposizione e gestione di un "circuito informativo" finalizzato all'inserimento di condizioni di negoziazione di strumenti finanziari, ma se ne differenzia fra l'altro perché l'accesso è consentito anche a soggetti diversi dai soggetti abilitati e, dunque, anche ad emittenti e investitori professionali.

La soluzione normativa adottata permette infatti di superare la limitazione dell'accesso ai circuiti informativi delineata nell'art. 4, comma 1, lettera f), e altresì consente l'acquisizione della partecipazione anche nel caso in cui l'attività, per le caratteristiche specifiche assunte dal circuito informativo, configuri il servizio di ricezione e trasmissione di ordini.

Inoltre, in considerazione delle perplessità espresse in sede di consultazione in merito ai profili di conflitto di interesse potenzialmente derivanti dalla prospettata modifica della disciplina delle partecipazioni detenibili si è, parimenti, provveduto a realizzare un'integrazione degli obblighi informativi posti in capo al gestore del mercato regolamentato.

Più esattamente, è stato apportato un contestuale ampliamento della comunicazione richiesta al gestore che intenda svolgere un'attività accessoria e strumentale o acquisire le partecipazioni (art. 21, comma 1, del Regolamento Mercati), al fine di richiedere un'apposita informativa in merito alle misure organizzative volte a garantire la separatezza tra le differenti aree di operatività e a identificare e gestire eventuali situazioni di conflitti di interesse. L'ampliamento dei contenuti della comunicazione alla Consob consentirà all'autorità di valutare tanto la sussistenza (o meno) di situazioni di conflitto di interessi quanto l'adeguatezza dei presidi organizzativi adottati rispetto ai possibili conflitti di interessi.

## 2.2 Ulteriori esigenze di revisione

Una specifica esigenza di modifica ha interessato l'art. 65 del Regolamento Mercati - concernente le comunicazioni in materia di esenzione dai limiti alle posizioni nette detenibili in derivati su merci negoziati su una sede di negoziazione e fuori mercato - nella parte in cui disciplina la comunicazione funzionale proprio a fruire dell'esenzione, prevista da MiFID II, per le attività in

- 
- (i) in società che svolgono in via esclusiva o principale le attività di cui all'art. 4, comma 1;
  - (ii) nelle controparti centrali e nei depositari centrali;
  - (iii) in società che gestiscono direttamente o indirettamente mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione o sistemi organizzati di negoziazione.

<sup>2</sup> L'art. 4, comma 1, lettera f), del Regolamento Mercati annovera tra le attività connesse e strumentali la "predisposizione, gestione e manutenzione di circuiti informativi per la visualizzazione e l'inserimento, da parte dei soggetti abilitati autorizzati alla negoziazione per conto proprio, all'esecuzione di ordini per conto dei clienti e alla ricezione e trasmissione di ordini, di condizioni di negoziazione di strumenti finanziari che non consentono la conclusione del contratto per il tramite del circuito stesso".

derivati su merci che rivestano carattere accessorio rispetto all'attività principale della persona e del gruppo cui la stessa appartiene (*cf.* comma 4).

Al precipuo scopo di chiarire la portata dell'obbligo informativo in esame e di consentirne un più agevole adempimento si è ritenuto opportuno, anche in accoglimento delle perplessità evidenziate in occasione dell'interlocazione svolta con il mercato, apportare minimali modifiche, per il cui dettaglio si rinvia alla sottostante Tabella.

Da ultimo è stata apportata una modifica di *fine tuning* nell'art. 15 della ripetuta fonte regolamentare al fine di realizzare un allineamento terminologico con la definizione di “*gestore del mercato*”, contenuta nell'art. 1 del TUF.

### 2.3 Disciplina delle società con azioni quotate sottoposte all'attività di direzione e coordinamento di altra società

In concomitanza con gli illustrati interventi emendativi operati nella regolazione domestica si è colta altresì l'occasione per introdurre una modifica nelle disposizioni attuative dell'art. 66-*bis* del TUF, in materia di condizioni per la quotazione di determinate società, contenute nel Capo IV del Titolo I della Parte II del Regolamento Mercati e, più nello specifico, nelle previsioni transitorie e finali per gli emittenti sottoposti a direzione e coordinamento di altra società, contenute nell'art. 18.

Il comma 1, secondo e terzo periodo, dell'art. 18 recava previsioni di carattere transitorio introdotte nel previgente Regolamento Mercati del 2007, in base alle quali le società con azioni quotate che venivano sottoposte all'attività di direzione e coordinamento di un'altra società dovevano:

- adeguarsi alle disposizioni di cui all'art. 16 nel termine di diciotto mesi dal verificarsi della condizione;
- trasmettere alla Consob il piano di adeguamento alle condizioni previste dalla disciplina normativa e il calendario predisposto per la relativa attuazione;
- comunicare al mercato gli elementi essenziali di siffatto piano e le informazioni sull'attuazione dello stesso nella documentazione contabile periodica.

In base alle evidenze accumulate nel concreto funzionamento delle norme e nel proposito di perseguire un continuo miglioramento della qualità della regolamentazione, si è ritenuto di emendare l'art. 18 dalle prescrizioni sopra riportate. A un attento esame della disposizione in commento appare, infatti, che la previsione del termine di adeguamento di diciotto mesi dall'inizio dell'eventuale attività di direzione e coordinamento, per le ragioni di seguito esposte, non risulta necessaria né del tutto adeguata al contenuto degli obblighi stabiliti dall'art. 16 del medesimo Regolamento Mercati.

In primo luogo si osserva come, in relazione agli adeguamenti di *governance* concernenti la composizione dei comitati endoconsiliari e, ove applicabile, dell'organo amministrativo - richiamati nella lettera *d*) dell'art. 16 - il comma 3 del medesimo articolo disponga che “*Le società con azioni quotate che vengono sottoposte all'attività di direzione e coordinamento di un'altra società si adeguano alle disposizioni di cui al comma 1, lettera d), entro i trenta giorni successivi alla prima assemblea per il rinnovo del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza*”. Pertanto, relativamente a tale condizione, la disposizione transitoria necessaria per l'adeguamento è già presente nell'art. 16 medesimo.

Con riguardo alle ulteriori condizioni previste nell'art. 16, comma 1, si osserva come l'adempimento degli obblighi pubblicitari di cui all'art. 2497-bis, comma 1, del codice civile, richiamato dalla lettera *a*) del citato comma 1, non possa essere rinviato di diciotto mesi ma, ai sensi della richiamata disciplina civilistica, debba invece essere immediatamente successivo all'inizio dell'attività di direzione e coordinamento; un rinvio di tale adempimento può comportare, infatti, una responsabilità in capo agli amministratori ai sensi del medesimo art. 2497-bis, comma 3, c.c.<sup>3</sup>.

Anche le condizioni *sub* lettere *b*) e *c*) dell'art. 16, relative alla sussistenza di un'autonoma capacità negoziale, nonché alla inesistenza di un rapporto di tesoreria accentrata con la capogruppo non rispondente all'interesse sociale, debbono necessariamente essere intese, per loro natura, come condizioni a cui le società devono immediatamente ottemperare, non essendo immaginabile un termine di diciotto mesi in cui sussistano condizioni contrarie all'interesse sociale o che limitino l'autonomia gestionale dell'emittente.

L'esperienza di vigilanza dell'autorità consente inoltre di supportare quanto sopra illustrato. Difatti, in relazione alle società già soggette all'attività di direzione e coordinamento in fase di ammissione a quotazione, che costituiscono la casistica più frequente, il rispetto delle condizioni richiamate dal succitato art. 16 del Regolamento Mercati viene valutato in fase di istruttoria e reso esplicito in appositi paragrafi del prospetto informativo.

Per quanto concerne la verifica del rispetto dei requisiti in parola per le società che sono state assoggettate a direzione e coordinamento dopo la quotazione, le evidenze rivenienti dalla vigilanza confermano che l'adeguamento alla disciplina è stato immediato, fatto salvo quanto previsto dall'art. 16, comma 3, per la costituzione dei Comitati (di *governance*).

## SEZIONE II - ESITI DELLA CONSULTAZIONE

### 1. **Analisi dei contributi pervenuti nell'ambito della consultazione sulle proposte di modifica regolamentare**

La Consob ha provveduto allo svolgimento di un periodo di consultazione pubblica con gli operatori del mercato nel periodo compreso tra il 15 e il 28 febbraio 2019, in ordine alle proposte di modifica da apportare al Regolamento Mercati relativamente a:

1. le attività connesse e strumentali del gestore del mercato regolamentato;
2. la comunicazione in materia di esenzione per l'attività accessoria in derivati su merci.

---

<sup>3</sup> Ai sensi dell'art. 2497-bis, commi 1 e 3, c.c. "*1. La società deve indicare la società o l'ente alla cui attività di direzione e coordinamento è soggetta negli atti e nella corrispondenza, nonché mediante iscrizione, a cura degli amministratori, presso la sezione del registro delle imprese di cui al comma successivo.*

[...]

*3. Gli amministratori che omettono l'indicazione di cui al comma primo ovvero l'iscrizione di cui al comma secondo [...] sono responsabili dei danni che la mancata conoscenza di tali fatti abbia recato ai soci o ai terzi."*

In risposta al documento di consultazione sono pervenute osservazioni da parte dei seguenti **n. 5 soggetti**<sup>4</sup>:

Soggetto	Categoria	Settore
<b>Associazione Italiana per l'analisi finanziaria (AIAF)</b>	Associazione	analisi finanziaria
<b>Associazione Italiana di Grossisti di Energia e Trader (AIGET)</b>	Associazione	energia
<b>Anigas</b>	Associazione	energia
<b>Associazione Intermediari Mercati Finanziari (Assosim)</b>	Associazione	intermediari finanziari
<b>European Federation of Energy Traders (EFET)</b>	Associazione	energia

Per una completa disamina dei contributi resi dai rispondenti in occasione della pubblica consultazione, si rinvia alla sottostante tabella, suddivisa in tre colonne recanti rispettivamente: 1) le disposizioni del Regolamento della Consob sottoposte a consultazione; 2) l'illustrazione delle osservazioni espresse sul testo proposto in consultazione e le conseguenti valutazioni; 3) gli emendamenti apportati all'articolato ad esito del coinvolgimento degli *stakeholder*.

---

<sup>4</sup> Le risposte alla consultazione sono integralmente pubblicate sul sito [www.consob.it](http://www.consob.it).

**TABELLA DEGLI ESITI DELLA CONSULTAZIONE**

<b>TESTO IN CONSULTAZIONE</b>	<b>OSSERVAZIONI E VALUTAZIONI</b>	<b>NUOVO TESTO</b>
<p style="text-align: center;">Parte II SEDI DI NEGOZIAZIONE Titolo I Disciplina delle sedi di negoziazione Capo I Requisiti del gestore del mercato regolamentato</p> <p style="text-align: center;">Art. 4 (Attività connesse e strumentali)</p> <p>1. Fermo restando quanto stabilito dall'articolo 64, comma 7, del Testo Unico, i gestori dei mercati regolamentati possono svolgere le seguenti attività connesse e strumentali a quelle di organizzazione e gestione dei mercati regolamentati:</p> <p>a) predisposizione, gestione, manutenzione e commercializzazione di software, hardware e reti telematiche relativi a sistemi di contrattazione, trasmissione di ordini e dati;</p> <p>b) elaborazione, distribuzione e commercializzazione di dati concernenti gli strumenti finanziari negoziati nei mercati e di dati relativi ai mercati stessi;</p> <p>c) istituzione e gestione di sistemi di riscontro</p>	<p><b>OSSERVAZIONI</b></p> <p>Sono state presentate le seguenti considerazioni in merito al rispetto della disciplina concernente:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- <i>il market abuse</i>: per effetto del contestuale svolgimento di attività di mercato regolamentato (con i conseguenti obblighi di segnalazione di operazioni sospette di abuso) e di mediazione, il mercato eserciterebbe un controllo su sé stesso per il tramite del mediatore. Tale situazione richiederebbe una specifica previsione di terzietà;</li> <li>- <i>i conflitti di interesse</i>: la concomitante attività di gestore del mercato regolamentato, tenuto al rispetto di regole non discriminatorie per l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari, e di mediazione, porrebbe un problema di conflitto di interessi o, quantomeno, il sospetto di una lesione di neutralità;</li> <li>- <i>l'abuso di posizione dominante</i>: l'abuso di posizione, lesivo della concorrenza, potrebbe configurarsi in relazione alla rilevanza della dimensione delle due attività.</li> </ul> <p>I profili critici riscontrati esigono, pertanto, un'attenta analisi e una specifica previsione normativa per mitigarne gli effetti ovvero, in <i>extrema ratio</i>, l'eliminazione della proposta di integrazione della disposizione (AIAF).</p> <p>Si stigmatizza ulteriormente l'ipotesi di intervento regolamentare prospettato per i seguenti motivi:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- incoerenza, rispetto all'analisi svolta nel Quaderno</li> </ul>	<p style="text-align: center;">Art. 4 (Attività connesse e strumentali)</p> <p>...omissis...</p> <p>2. I gestori dei mercati regolamentati possono assumere partecipazioni in società che svolgono in via esclusiva o principale le attività di cui al comma 1. Essi possono inoltre assumere partecipazioni nelle controparti centrali e nei depositari centrali, in società che gestiscono direttamente o indirettamente mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione o sistemi organizzati di negoziazione, <b>nonché in società</b></p>

TESTO IN CONSULTAZIONE	OSSERVAZIONI E VALUTAZIONI	NUOVO TESTO
<p>e rettifica delle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari;</p> <p>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;</p> <p>e) gestione di sistemi multilaterali di scambio di depositi monetari;</p> <p>f) predisposizione, gestione e manutenzione di circuiti informativi per la visualizzazione e l'inserimento, da parte dei soggetti abilitati autorizzati alla negoziazione per conto proprio, all'esecuzione di ordini per conto dei clienti e alla ricezione e trasmissione di ordini, di condizioni di negoziazione di strumenti finanziari che non consentono la conclusione del contratto per il tramite del circuito stesso.</p> <p>2. I gestori dei mercati regolamentati possono assumere partecipazioni in società che svolgono in via esclusiva o principale le attività di cui al comma 1. Essi possono inoltre assumere partecipazioni nelle controparti centrali e nei depositari centrali, in società che gestiscono direttamente o indirettamente mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione o sistemi organizzati di negoziazione, nonché in società autorizzate al solo servizio di ricezione e trasmissione di ordini che svolgono in via esclusiva l'attività di</p>	<p>giuridico n. 20 (<i>"La nuova via della seta e gli investimenti esteri diretti in settori ad alta intensità tecnologica. Il golden power dello Stato italiano e le infrastrutture finanziarie"</i>), in merito all'esercizio del <i>golden power</i> esteso dalla L. n. 172/2017 alle infrastrutture finanziarie di mercato. Tale osservazione si fonda, in ultima analisi, sulla circostanza per cui si consentirebbe, seppur indirettamente, al Gruppo London Stock Exchange, che attualmente controlla Borsa Italiana, di avere accesso alle attività riservate dal legislatore agli intermediari finanziari italiani;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- difficile connessione tra la natura pubblicistica delle attività di controllo demandate dall'ordinamento al gestore del mercato, sia pure per il tramite di società partecipate, e attività <i>profit driven</i> diverse dalla gestione delle piattaforme stesse e dalle attività a questa strettamente connesse e strumentali;</li> <li>- presenza di conflitti di interesse, gestibili sul piano formale, nel demandare ad entità appartenenti allo stesso gruppo l'ammissione alla negoziazione degli strumenti finanziari sulle piattaforme di mercato e gli eventuali collocamenti prodromici a tale ammissione alle negoziazioni, a danno della fiducia dei risparmiatori nei mercati finanziari e dell'economia nazionale;</li> <li>- violazione del <i>level playing field</i> tra gestori di mercati regolamentati a livello europeo;</li> <li>- perplessità nell'inquadramento dell'attività di facilitazione dell'incontro tra società che intendono reperire capitali e investitori istituzionali nella mediazione (e nel considerare emittenti ed investitori istituzionali alla stregua di investitori), in luogo di ricondurre l'attività di messa in</li> </ul>	<p><b>autorizzate al servizio di ricezione e trasmissione di ordini la cui attività consista nella predisposizione e gestione di circuiti informativi per l'inserimento di condizioni di negoziazione di strumenti finanziari che non consentono la conclusione del contratto per il tramite del circuito stesso.</b></p> <p style="text-align: center;">Art. 21 <i>(Comunicazioni relative alle attività connesse e strumentali)</i></p> <p>1. I gestori dei mercati regolamentati forniscono alla Consob una preventiva informativa sui progetti relativi allo svolgimento di attività connesse e strumentali e su all'intenzione di acquisire le partecipazioni di cui all'articolo 4, comma 2. <b>Tale informativa fornisce altresì evidenza delle misure organizzative adottate al fine di tenere separate le differenti aree</b></p>

TESTO IN CONSULTAZIONE	OSSERVAZIONI E VALUTAZIONI	NUOVO TESTO
<p>mediazione, così come definita dall'articolo 1, comma 5-<i>sexies</i>, del Testo Unico.</p>	<p>contatto degli indicati soggetti al novero delle attività tipiche svolte sul mercato primario da soggetti autorizzati al diverso servizio di collocamento senza impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- contrasto con la disciplina del TUF, di matrice MiFID, che richiede per gli intermediari abilitati un oggetto sociale esclusivo e lo svolgimento, oltre ai servizi di investimento, solo di attività connesse e strumentali ai primi (e pertanto diverse dai servizi o attività di investimento);</li> <li>- conflitto con il principio dell'oggetto sociale esclusivo dei gestori, in quanto la modifica proposta consentirebbe agli stessi l'esercizio in via indiretta, mediante il regime delle partecipazioni detenibili, di un servizio di investimento, come tale non inquadrabile nelle attività connesse e strumentali;</li> <li>- impatti distorsivi dell'assetto concorrenziale: data la posizione di dominanza nel mercato di Borsa Italiana, verrebbe a porsi una relazione verticale (a monte) fra tale gestore delle infrastrutture su cui avviene la maggioritaria quota di negoziazioni di titoli finanziari italiani e (a valle) il mercato della negoziazione di valori mobiliari per conto terzi, in cui operano intermediari finanziari come Sim e banche. La rimozione, prospettata dall'ipotizzata modifica, del vigente vincolo regolamentare, determinerebbe: <i>i</i>) l'ingresso di Borsa Italiana nel (contiguo) mercato su cui operano gli intermediari finanziari, con conseguente aumento del grado di integrazione verticale e concentrazione tra soggetti operanti a livelli diversi della filiera; <i>ii</i>) un indirizzamento di società che intendano quotarsi o collocare strumenti finanziari verso la propria</li> </ul>	<p><b>di operatività e delle procedure adottate per identificare chiaramente e gestire i potenziali conflitti di interesse.</b></p> <p>2. I gestori dei mercati regolamentati comunicano alla Consob la data di avvio dello svolgimento delle attività connesse e strumentali e l'avvenuta acquisizione delle indicate partecipazioni.</p>

TESTO IN CONSULTAZIONE	OSSERVAZIONI E VALUTAZIONI	NUOVO TESTO
	<p>Sim; <i>iii</i>) in assenza di limiti o vincoli alla fornitura di servizi di intermediazione finanziaria, un'acquisizione di quote del mercato a valle e l'improbabile ingresso di nuovi operatori, dotati di eguale struttura a due livelli e volumi minimi, tali da rappresentare un'effettiva alternativa (ASSOSIM).</p> <p><b>VALUTAZIONI</b></p> <p>Nel respingere, nel merito, i rilievi sollevati in occasione della pubblica consultazione in ordine alla modifica dell'art. 4, comma 2, del Regolamento Mercati, si espongono le seguenti considerazioni.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○ <b><u>Esclusività dell'oggetto sociale del gestore del mercato e svolgimento di attività a scopo di lucro</u></b></li> </ul> <p>Non si ritiene di accogliere i rilievi formulati al riguardo.</p> <p>In primo luogo si puntualizza come la previsione dell'oggetto sociale esclusivo del gestore del mercato non deriva da un intervento di adeguamento dell'ordinamento nazionale rispetto a una corrispondente disciplina europea, bensì da una scelta del legislatore nazionale dettata dall'esigenza di garantire una corretta gestione dei rischi sopportati dal gestore del mercato, in ragione della peculiarità della funzione dallo stesso svolta in relazione all'interesse pubblico.</p> <p>Del pari, non appaiono condivisibili le criticità espresse con riguardo all'esercizio di un'attività <i>profit-oriented</i> da parte del medesimo gestore.</p> <p>In senso contrario si ritiene che la medesima attività</p>	

TESTO IN CONSULTAZIONE	OSSERVAZIONI E VALUTAZIONI	NUOVO TESTO
	<p>principale di organizzazione e gestione di mercati regolamentati persegue uno scopo di lucro, specie nei casi di società di gestione quotate sui mercati.</p> <p>La <i>ratio</i> sottesa all’oggetto sociale esclusivo, dunque, non va ricondotta all’esigenza di limitare l’esercizio di attività lucrative, quanto invece all’opportunità di garantire la corretta gestione dei rischi in capo al gestore del mercato regolamentato.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○ <b><u>Non coincidenza tra attività connesse e strumentali e attività qualificate come servizi di investimento</u></b></li> </ul> <p>Appare utile rilevare come la stessa direttiva MiFID II consente espressamente al gestore del mercato di svolgere direttamente, in concomitanza con l’attività principale, anche quelle di gestione di MTF e OTF, le quali, ai sensi della MiFID, rientrano a tutti gli effetti tra i servizi e le attività di investimento.</p> <p>Nel rispetto della riserva di attività dettata dall’art. 18 del TUF, la proposta non ha inteso modificare le attività direttamente esercitabili dal gestore del mercato ma ha semplicemente riconosciuto allo stesso la possibilità di acquisire partecipazioni in un’entità giuridica distinta, ovvero una Sim, autorizzata a un unico tipo di servizio di investimento (nel caso di specie alla ricezione e trasmissione di ordini e limitatamente al caso in cui l’attività concretamente svolta consista nella predisposizione e gestione di circuiti informativi per l’inserimento di condizioni di negoziazione di strumenti finanziari che non consentono la conclusione del contratto per il tramite del</p>	

TESTO IN CONSULTAZIONE	OSSERVAZIONI E VALUTAZIONI	NUOVO TESTO
	<p>circuito stesso).</p> <p>○ <b><u>Presenza di conflitti di interesse</u></b></p> <p>Neppure fondata può ritenersi la criticità espressa con riguardo alla sussistenza, per effetto della prospettata ipotesi di modifica, di conflitti di interesse in capo al gestore del mercato, per ipotesi ravvisabile nel favorire, nella stessa fase di ammissione alle negoziazioni, strumenti finanziari precedentemente oggetto di attività di facilitazione (dell'incontro tra le imprese che intendono reperire capitali e gli investitori professionali) svolta da una società partecipata.</p> <p>L'insorgenza di situazioni di conflitto - problematica da sempre oggetto di grande attenzione da parte dei <i>regulator</i> e dei gestori dei mercati, considerati i rapporti che gli stessi intrecciano con soggetti diversi nelle varie attività che gestiscono - risulta in verità mitigata da rigorosi presidi di natura sostanziale:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- la predeterminazione, tra i contenuti necessari del regolamento dei mercati regolamentati, di regole chiare e trasparenti per l'ammissione a negoziazione degli strumenti finanziari, altresì sottoposte al vaglio preventivo dell'autorità, che realizzano condizioni di parità di trattamento;</li> <li>- la disciplina di derivazione MiFID II che, all'art. 47, richiede ai gestori dei mercati regolamentati di adottare adeguate misure per identificare chiaramente e gestire le potenziali conseguenze negative, per il funzionamento del mercato regolamentato o per i suoi membri o partecipanti, di qualsiasi conflitto tra</li> </ul>	

TESTO IN CONSULTAZIONE	OSSERVAZIONI E VALUTAZIONI	NUOVO TESTO
	<p>gli interessi del mercato regolamentato, dei suoi proprietari o del gestore del mercato e il suo buon funzionamento;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- l'esistenza di una regolamentazione dei singoli conflitti di interesse, anche attraverso la predisposizione di apposite e specifiche procedure, connotate da un elevato grado di dettaglio, idonee ad arginare eventuali conseguenze sfavorevoli derivanti da conflitti di interesse.</li> </ul> <p>Ciò premesso, anche in considerazione delle perplessità esternate nel corso dell'interlocuzione con il mercato, si rappresenta di aver provveduto ad apportare un'integrazione nell'art. 21 del Regolamento mercati, che richiede ai gestori una preventiva informativa, da fornire alla Consob, in ordine ai progetti relativi allo svolgimento di attività connesse e strumentali o all'acquisizione di partecipazioni nelle entità indicate nell'art. 4.</p> <p>Più esattamente è stata realizzata una contestuale estensione dell'informativa da fornire alla Consob, che riguarderà anche le misure organizzative finalizzate a garantire la separatezza tra le differenti aree di operatività, nonché a presidiare e gestire eventuali conflitti di interesse.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>o <b><u>Presunta incoerenza con la disciplina del <i>golden power</i></u></b></li> </ul> <p>L'argomentazione sostenuta non appare conferente con il tema delle partecipazioni detenibili <u>dal</u> gestore del mercato atteso che l'esercizio del <i>golden power</i> riguarderebbe eventuali cambiamenti significativi nelle partecipazioni di</p>	

TESTO IN CONSULTAZIONE	OSSERVAZIONI E VALUTAZIONI	NUOVO TESTO
	<p>controllo nel capitale <u>del</u> gestore del mercato.            Come evidenziato anche nel citato Quaderno giuridico della Consob, il quadro normativo già consente alle Autorità di intervenire, ove necessario, in caso di accadimenti che possano impattare sull'infrastruttura di mercato.</p> <p style="text-align: center;">○ <b><u>Rispetto della disciplina in materia di abusi di mercato</u></b></p> <p>L'asserita commistione dei controlli non appare nemmeno astrattamente realizzabile dal momento che, anche a seguito della modifica proposta, il gestore del mercato potrebbe assumere partecipazioni soltanto in una Sim autorizzata alla ricezione/trasmissione di ordini che si limiti a svolgere in concreto l'attività sopra illustrata: il gestore non potrebbe, pertanto, in nessun caso possedere partecipazioni in Sim che operano come partecipanti dei mercati gestiti.</p> <p>In secondo luogo, si evidenzia come l'attività di messa in contatto di imprese in cerca di finanziamenti e investitori si realizza necessariamente fuori dai mercati, tramite un'apposita e distinta piattaforma digitale, per cui qualora si verificasse su tale piattaforma un'ipotetica operazione sospetta di abuso [l'ambito di applicazione del regolamento (UE) n. 596/2014 (MAR), si ricorda, copre anche strumenti in via di quotazione e strumenti non quotati di emittenti quotati] sarebbe la Sim stessa a essere tenuta direttamente al rispetto degli obblighi di segnalazione e sottoposta, pertanto, alle connesse sanzioni in caso di mancata osservanza degli stessi. In ogni caso appare determinante il rilievo che tale attività, essendo effettuata al di fuori dei mercati, non rientrerebbe nel monitoraggio cui è tenuto il gestore del</p>	

TESTO IN CONSULTAZIONE	OSSERVAZIONI E VALUTAZIONI	NUOVO TESTO
	<p>mercato ai fini dell'eventuale segnalazione di operazioni sospette.</p> <p style="padding-left: 40px;">○ <b><u>Impatti distorsivi dell'assetto concorrenziale</u></b></p> <p>In considerazione dei caratteri di generalità ed astrattezza della previsione normativa proposta non si ritengono i profili di contrasto del diritto <i>antitrust</i> rappresentati ostativi all'inserimento della nuova norma nel nostro ordinamento. Gli stessi, eventualmente, potranno motivare eventuali accertamenti in concreto connessi a potenziali comportamenti anticoncorrenziali del gestore del mercato che, al momento, non appaiono in alcun modo incentivati dalla mera introduzione della norma sulle attività connesse e strumentali, né ipotizzabili.</p> <p>In ogni caso, alla luce delle considerazioni sollevate nel corso della consultazione, si ritiene opportuno modificare la proposta di intervento prospettata al mercato nel proposito di perseguire un più chiaro inquadramento della fattispecie rilevante.</p> <p>Pertanto, si ravvisa l'esigenza di riformulare l'integrazione prospettata nel comma 2 in fase di consultazione in modo tale da:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• valorizzare il riferimento alla specifica attività che si intende attrarre nell'ambito di applicazione dell'art. 4, comma 2, del Regolamento Mercati;</li> <li>• limitare la possibilità di partecipazione del gestore di mercato in una Sim autorizzata alla ricezione e</li> </ul>	

TESTO IN CONSULTAZIONE	OSSERVAZIONI E VALUTAZIONI	NUOVO TESTO
	<p>trasmissione di ordini ai soli casi in cui l'attività concretamente svolta consista nella predisposizione di un circuito informativo volto a permettere l'inserimento di condizioni di negoziazione di strumenti finanziari e che non consente la conclusione del contratto per il tramite del circuito stesso.</p> <p>Come già evidenziato, in ragione dei rilievi esternati nel corso dell'interlocuzione con il mercato in materia di conflitti di interesse, si rappresenta di aver altresì provveduto ad apportare un'integrazione nell'art. 21 del Regolamento mercati, che richiede ai gestori una preventiva informativa, da fornire alla Consob, in ordine ai progetti relativi allo svolgimento di attività connesse e strumentali o all'acquisizione di partecipazioni nelle entità indicate nell'art. 4.</p> <p>La presente modifica dell'obbligo di comunicazione, mediante l'esplicitazione delle indicate cautele, consentirà alla Consob di valutare l'adeguatezza dei presidi organizzativi adottati rispetto ai possibili conflitti di interessi.</p>	
<p style="text-align: center;">Parte V LIMITI DI POSIZIONE E CONTROLLI SULLA GESTIONE DELLE POSIZIONI IN STRUMENTI DERIVATI SI MERCI Titolo II Obblighi informativi e di comunicazione sui limiti di posizione e sui controlli sulla gestione</p>	<p><b>OSSERVAZIONI</b> Vengono suggerite ipotesi di riformulazione della disposizione in esame in modo da evitare alcuni dubbi interpretativi, in merito alle informazioni richieste ai soggetti interessati all'atto della comunicazione. In particolare una lettura dell'opzione normativa, sottoposta a consultazione del mercato, come volta ad includere nelle</p>	

TESTO IN CONSULTAZIONE	OSSERVAZIONI E VALUTAZIONI	NUOVO TESTO
<p>delle posizioni in strumenti derivati su merci</p> <p style="text-align: center;">Art. 65 <i>(Comunicazioni in materia di esenzione dai limiti di posizione)</i></p> <p>...omissis...</p> <p>4. I soggetti di cui all'articolo 4-terdecies, comma 1, lettera l), punti i) e ii), del Testo Unico che non intendono sottoporre alla Consob la richiesta di autorizzazione all'esercizio dei servizi e delle attività di investimento comunicano entro il 1° aprile di ogni anno alla Consob la volontà di servirsi dell'esenzione in virtù dell'esercizio di un'attività ritenuta accessoria rispetto all'attività principale. A tal fine forniscono alla Consob le risultanze dei calcoli di cui agli articoli 2 e 3 del regolamento delegato (UE) 2017/592, effettuati in conformità alla procedura dettata dall'articolo 4 del citato regolamento.</p>	<p>comunicazioni dei partecipanti al mercato i valori numerici delle risultanze dei calcoli potrebbe comportare i seguenti problemi:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- aggravio degli oneri amministrativi di <i>reporting</i>, a detrimento dei partecipanti al mercato;</li> <li>- disallineamento rispetto al principio di armonizzazione delle legislazioni nazionali degli Stati membri e alla MiFID, che prevede solo di comunicare l'intenzione di avvalersi dell'esenzione prevista per le attività accessorie, fatta comunque salva l'eventuale richiesta da parte dell'autorità regolatrice, ad esito di una valutazione caso per caso, delle evidenze a fondamento di tale esenzione. In ossequio alla disciplina europea nessuno Stato membro avrebbe previsto l'obbligo di fornire le risultanze dei test alle autorità nazionali competenti, in considerazione del potere riconosciuto a queste ultime di acquisire informazioni dai soggetti interessati (EFET-ANIGAS-AIGET);</li> <li>- le potenziali modifiche del valore numerico delle risultanze dei calcoli, intervenute nel tempo, per motivi non imputabili al soggetto che effettua la comunicazione, ma in conseguenza di aggiornamenti delle "market size" di una data classe di attività a livello europeo, pubblicate dall'Esma (ANIGAS).</li> </ul> <p><b>VALUTAZIONI</b> La revisione ipotizzata nel presente articolo era stata posta in consultazione al dichiarato scopo di chiarire la portata dell'obbligo informativo previsto nel comma 4 dell'articolo</p>	<p style="text-align: center;">Art. 65 <i>(Comunicazioni in materia di esenzione dai limiti di posizione e di esenzione per l'attività accessoria in derivati su merci)</i></p> <p>...omissis...</p> <p>4. I soggetti di cui all'articolo 4-terdecies, comma 1, lettera l), punti i) e ii), del Testo Unico che non intendono sottoporre alla Consob la richiesta di autorizzazione all'esercizio dei servizi e delle attività di investimento comunicano <b>alla Consob</b>, entro il 1° aprile di ogni anno, <del>alla Consob</del> la volontà di servirsi dell'esenzione in virtù dell'esercizio di un'attività ritenuta accessoria rispetto all'attività principale. <del>A tal fine forniscono alla Consob le risultanze dei calcoli di cui agli</del> <b>ai sensi degli</b> articoli 2 e 3 del regolamento delegato (UE) 2017/592, <del>effettuati</del> <b>e</b> in conformità alla procedura dettata dall'articolo 4 del citato</p>

TESTO IN CONSULTAZIONE	OSSERVAZIONI E VALUTAZIONI	NUOVO TESTO
	<p>in esame e di agevolarne l'adempimento da parte degli operatori. Pertanto, si accoglie l'istanza di parziale riformulazione della disposizione per quanto concerne sia la rubrica dell'articolo sia il contenuto.</p> <p>Si è provveduto, conseguentemente, a modificare il testo per eliminare l'inciso relativo alle “<i>risultanze dei calcoli</i>”, in quanto potenzialmente fuorviante, alla luce delle considerazioni espresse dai rispondenti, di una modifica di natura sostanziale nel dettato della disposizione.</p> <p>Si conferma, altresì, la scelta di aggiungere un riferimento all'art. 4 della normativa europea di secondo livello, il quale determina dettagliatamente la procedura di calcolo dei test che fondano la valutazione dell'accessorietà delle attività in derivati su merci.</p> <p>Resta salva, in ogni caso, la facoltà della Consob di richiedere la trasmissione degli esiti dei calcoli che giustificano la valutazione della propria attività in derivati su merci come accessoria, avvalendosi dei generali poteri informativi dettati dall'art. 62-<i>octies</i>, comma 1, lettera <i>a</i>) del TUF, richiamati dall'art. 68-<i>quinquies</i>, dedicato ai poteri della predetta autorità in materia di disciplina dei limiti di posizione.</p>	<p>regolamento.</p>

**SEZIONE III - INDICATORI CHE SARANNO UTILIZZATI AI FINI DELLA SUCCESSIVA REVISIONE DELL'ATTO**

La Consob sottoporrà a revisione le disposizioni oggetto di descrizione nella presente relazione, in conformità a quanto previsto dall'art. 8 del Regolamento concernente i procedimenti per l'adozione di atti di regolazione generale, emanato ai sensi dell'art. 23 della legge 28 dicembre 2005, n. 262 e successive modificazioni, adottato con delibera n. 19654.

Ai fini della successiva revisione dell'atto, la disciplina delle attività connesse e strumentali esercitabili e delle partecipazioni detenibili da parte del gestore di mercati regolamentati verrà analizzata con particolare riferimento alle cautele previste in merito all'opportunità di evitare l'insorgenza di situazioni di commistione di interessi nello svolgimento di attività diverse finalizzate al ricorso delle società al mercato dei capitali.



## **Delibera n. 21028**

**Modifiche al regolamento recante norme di attuazione del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, in materia di mercati, adottato con delibera del 28 dicembre 2017, n. 20249**

### LA COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

VISTA la legge 7 giugno 1974, n. 216 e successive modificazioni;

VISTO il decreto legislativo del 24 febbraio 1998, n. 58, recante il Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (di seguito, “TUF”), e successive modificazioni;

VISTO, in particolare, l’articolo 64, comma 4, del TUF, il quale attribuisce alla Consob il potere di dettare misure regolamentari attinenti all’attività di organizzazione e gestione dei mercati regolamentati;

VISTO l’articolo 65-*septies*, comma 1, del TUF, secondo cui la Consob individua con regolamento gli obblighi informativi e di comunicazione nei propri confronti dei gestori delle sedi di negoziazione, indicandone contenuto, termini e modalità di adempimento;

VISTO il regolamento della Consob adottato con delibera n. 20249 del 28 dicembre 2017 recante norme di attuazione del TUF in materia di mercati (di seguito, “Regolamento mercati”);

VISTO, in particolare, l’articolo 4, comma 2, del Regolamento mercati che individua le partecipazioni che il gestore del mercato regolamentato può assumere in determinate società ivi espressamente indicate;

CONSIDERATA l’opportunità di procedere a un ampliamento del perimetro della disciplina delle partecipazioni detenibili dal gestore del mercato regolamentato, di cui all’articolo 4, comma 2, del Regolamento mercati, nel proposito di prevedere l’assunzione di partecipazioni da parte del gestore anche in società, autorizzate al servizio di ricezione e trasmissione di ordini, che predispongono e gestiscono circuiti informativi per l’inserimento di condizioni di negoziazione di strumenti finanziari, anche al fine di facilitare l’incontro tra le società che intendono fare ricorso al mercato dei capitali e gli investitori;

CONSIDERATA, a completamento del descritto intervento regolamentare, l’esigenza di apportare una contestuale modifica nell’obbligo, posto in capo al gestore del mercato ai sensi dell’articolo 21, comma 1, del Regolamento mercati, di fornire alla Consob una preventiva informativa in ordine ai progetti relativi allo svolgimento di attività connesse e strumentali o all’acquisizione di partecipazioni di cui all’articolo 4 dell’indicato Regolamento;

CONSIDERATA inoltre l’utilità di realizzare taluni limitati interventi di aggiornamento della regolamentazione e di coordinamento della stessa con il livello normativo primario;

VALUTATE le osservazioni pervenute in risposta al documento di consultazione pubblicato in data 15 febbraio 2019, con il quale sono state illustrate le modifiche apportate al sopra citato Regolamento mercati;

VISTA l'intesa rilasciata dalla Banca d'Italia ai sensi dell'articolo 62-*quater*, comma 2, lettera a), del TUF;

SENTITA la Banca d'Italia, ai sensi dell'articolo 62-*quater*, comma 3, del TUF;

**DELIBERA:**

## **Art. 1**

*(Modifiche al regolamento adottato con delibera n. 20249 del 28 dicembre 2017 recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 in materia di mercati)*

**1.** Il regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina dei mercati, approvato con delibera n. 20249 del 28 dicembre 2017, è modificato come segue:

- a)** nella Parte II, Titolo I, Capo I, all'articolo 4, comma 2, il secondo periodo è sostituito dal seguente: "Essi possono inoltre assumere partecipazioni nelle controparti centrali e nei depositari centrali, in società che gestiscono direttamente o indirettamente mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione o sistemi organizzati di negoziazione, nonché in società autorizzate al servizio di ricezione e trasmissione di ordini la cui attività consista nella predisposizione e gestione di circuiti informativi per l'inserimento di condizioni di negoziazione di strumenti finanziari che non consentono la conclusione del contratto per il tramite del circuito stesso.";
- b)** nella Parte II, Titolo I, il Capo IV è modificato come segue:
  - i)** all'articolo 15, comma 1, lettera c), punto ii), le parole "alla società di gestione" sono sostituite dalle seguenti: "al gestore";
  - ii)** all'articolo 18, sono apportate le seguenti modifiche:
    - 1)** la rubrica dell'articolo è sostituita dalla seguente: "Disposizioni finali";
    - 2)** il secondo e terzo periodo del comma 1 sono soppressi;
- c)** nella Parte II, Titolo II, Capo I, all'articolo 21, il primo comma è sostituito dal seguente: "I gestori dei mercati regolamentati forniscono alla Consob una preventiva informativa sui progetti relativi allo svolgimento di attività connesse e strumentali e sull'intenzione di acquisire le partecipazioni di cui all'articolo 4, comma 2. Tale informativa fornisce altresì evidenza delle misure organizzative adottate al fine di tenere separate le differenti aree di operatività e delle procedure adottate per identificare chiaramente e gestire i potenziali conflitti di interesse.";
- d)** nella Parte V, Titolo II, all'articolo 65, sono apportate le seguenti modifiche:
  - i)** nella rubrica dell'articolo, dopo le parole "limiti di posizione" sono aggiunte le seguenti: "e di esenzione per l'attività accessoria in derivati su merci";
  - ii)** il comma 4 è sostituito dal seguente: "I soggetti di cui all'articolo 4-*terdecies*, comma 1, lettera l), punti i) e ii), del Testo Unico che non intendono sottoporre alla Consob la richiesta di autorizzazione all'esercizio dei servizi e delle attività di investimento comunicano alla Consob, entro il 1° aprile di ogni anno, la volontà di servirsi dell'esenzione in virtù

dell'esercizio di un'attività ritenuta accessoria rispetto all'attività principale ai sensi degli articoli 2 e 3 del regolamento delegato (UE) 2017/592 e in conformità alla procedura dettata dall'articolo 4 del citato regolamento.”.

**Art. 2**  
*(Disposizioni finali)*

**1.** La presente delibera è pubblicata nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana<sup>1</sup> ed entra in vigore il giorno successivo alla sua pubblicazione.

3 settembre 2019

IL PRESIDENTE  
*Paolo Savona*

---

<sup>1</sup> Pubblicata nella G.U. n. 212 del 10.9.2019.