

Patrimoni, finanza e internazionalizzazione n. 31/2021

La nozione di “mercato regolamentato” nel Tuf e nella normativa tributaria

di Maurizio Ragno – avvocato e dottore commercialista

I mercati regolamentati sono sedi di negoziazione oggetto di una disciplina specifica contenuta nel Testo Unico della finanza. Tale disciplina è per taluni aspetti diversa da quella dettata per i sistemi multilaterali di negoziazione e per i sistemi organizzati di negoziazione. La definizione di mercato regolamentato che si trova nel Tuf non è, inoltre, coincidente con quella fiscalmente rilevante. L'articolo si pone, quindi, l'obiettivo di analizzare quali sono i principali aspetti che caratterizzano le varie tipologie di sedi di negoziazione disciplinate dal Tuf, nonché la specificità della nozione fiscale di mercato regolamentato come ricostruita dall'Agenzia delle entrate nella [circolare n. 32/E/2020](#).

Le sedi di negoziazione nel Tuf

Il D.Lgs. 58/1998 (il “Testo Unico della finanza” o, anche, il “Tuf”) dedica varie disposizioni al “mercato regolamentato” (“MR”), definito 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 III [Tuf]”²⁷.

Assieme ai “sistemi multilaterali di negoziazione” (“MTF”) e ai “sistemi organizzati di negoziazione” (“OTF”), i mercati regolamentati rientrano tra le “sedi di negoziazione” (“*trading venues*”)²⁸.

Il dato normativo non contiene una definizione puntuale di “sede di negoziazione”, limitandosi a individuare i sistemi di negoziazione (mercati regolamentati, MTF e OTF) che sono ricompresi nella nozione²⁹, mentre definisce il “sistema multilaterale di negoziazione” come il

“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

²⁷ Articolo 1, comma 1, lettera w-ter), Tuf.

²⁸ Articolo 1, comma 5-octies, lettera c), Tuf.

²⁹ V. Troiano, “Sistemi di negoziazione. Mercati regolamentati”, in Aa.Vv., Il Testo Unico finanziario, diretto da M. Cera e G. Presti, vol. 2, Zanichelli, Bologna, 2020, pag. 1011, osserva che la nozione è funzionale all'individuazione di alcune regole comuni applicabili a tutte e 3 le specie di *trading venues* e riguardanti soprattutto gli obblighi di trasparenza *pre* e *post trade* e di *best execution*.

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 [Tuf]³⁰.

Per sistema organizzato di negoziazione il Tuf intende, poi:

“un sistema multilaterale diverso da un mercato regolamentato o da un sistema multilaterale di negoziazione che consente l’interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a obbligazioni, strumenti finanziari strutturati, quote di emissioni e strumenti derivati, in modo da dare luogo a contratti conformemente alla parte II e alla parte III [Tuf]³¹.

Mercato regolamentato	Sistema multilaterale di negoziazione	Sistema organizzato di negoziazione
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 III Tuf	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 Tuf	Sistema multilaterale diverso da un mercato regolamentato o da un sistema multilaterale di negoziazione che consente l’interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a obbligazioni, strumenti finanziari strutturati, quote di emissioni e strumenti derivati, in modo da dare luogo a contratti conformemente alla parte II e alla parte III Tuf

La diffusione nel corso degli ultimi anni di una pluralità di sedi di negoziazione, caratterizzate dalla prestazione di servizi diversificati e da differenti modalità di negoziazione, trova spiegazione in diversi fattori, quali:

- l’evoluzione tecnologica;
- la standardizzazione di prodotti finanziari, in particolare, dei derivati, finalizzati alla gestione dei rischi;
- la separazione tra l’ammissione alla quotazione e la negoziazione di titoli quotati;
- la demutualizzazione delle borse valori;
- la rimozione di ostacoli normativi alla concorrenza tra prestatori di servizi di negoziazione e tra prestatori di servizi di esecuzione degli ordini.

³⁰ Articolo 1, comma 5-*octies*, lettera a), Tuf.

³¹ Articolo 1, comma 5-*octies*, lettera b), Tuf.

I mercati regolamentati e i sistemi multilaterali di negoziazione

Osservato – in via preliminare – che la disciplina delle sedi di negoziazione ha una forte matrice UE³², va rilevato che elemento comune alle varie “specie” è la loro qualificabilità come “sistemi multilaterali”, ossia come sistemi che consentono “*l’interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari*”³³.

Nella nozione di “sistema” vanno fatte rientrare non solo quelle strutture di organizzazione delle negoziazioni caratterizzate dalla presenza di una serie di regole che disciplinano gli scambi che vi avvengono e da una piattaforma di negoziazione che consente ai soggetti interessati di far pervenire le proprie manifestazioni di interesse, ma anche quelle strutture che funzionano esclusivamente in base a una serie di regole, che disciplinano aspetti fondamentali relativi alle negoziazioni, quali l’ammissione degli strumenti finanziari alla negoziazione, l’acquisizione della qualità di membri, la negoziazione tra membri, gli obblighi di notifica e, se del caso, di trasparenza³⁴.

Tali sistemi devono, inoltre, essere volti a rendere possibile l’interazione di interessi di acquisto e di vendita di terzi, ossia di ordini, quotazioni di prezzi e indicazioni di interesse alla negoziazione³⁵, provenienti da soggetti diversi dal gestore del sistema e aventi a oggetto “strumenti finanziari”, vale a dire³⁶:

1. valori mobiliari, per tali intendendosi le categorie di valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali, quali ad esempio:

- a) azioni di società e altri titoli equivalenti ad azioni di società, di *partnership* o di altri soggetti e ricevute di deposito azionario³⁷;
- b) obbligazioni e altri titoli di debito, comprese le ricevute di deposito relative a tali titoli;

³² A livello UE gli scambi organizzati di strumenti finanziari sono oggetto di una dettagliata regolamentazione contenuta nella Direttiva 2014/65/UE (c.d. MiFID2), nonché in numerosi ulteriori atti che hanno attuato le previsioni della Direttiva, tra i quali il Regolamento UE 600/2014 (c.d. MiFIR). L’ordinamento nazionale ha recepito, laddove necessario, tali disposizioni nel Tuf e nelle relative norme di attuazione, date in primo luogo dal Regolamento, approvato con delibera Consob n. 20249 del 28 dicembre 2017, recante norme di attuazione del D.Lgs. 58/1998 in materia di mercati (il “Regolamento Mercati”). I provvedimenti unionali, oltre a essere in alcuni casi (ad esempio, il Regolamento MiFIR) direttamente applicabili, offrono rilevanti spunti ricostruttivi per l’interpretazione della disciplina domestica, anche alla luce dell’importante attività ermeneutica portata avanti dall’Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati [*European Securities and Markets Authority* (ESMA)].

³³ Articolo 1, comma 5-bis.1), Tuf.

³⁴ In questo senso il settimo considerando MiFIR. Sul punto si è rilevato che tale precisazione non metterebbe in dubbio il fatto che elementi caratterizzanti un sistema siano le regole di funzionamento e la struttura logistica (la “piattaforma di negoziazione”, posto che con il passaggio riportato nel testo si sarebbe voluto unicamente “*riconoscere al gestore della trading venue la possibilità di ricorrere, per le fasi tecniche della gestione del mercato (in particolare per ciò che attiene alla predisposizione e/o amministrazione della piattaforma di negoziazione), all’outsourcing e «rassicurare» in qualche modo sul fatto che, anche in tale eventualità, i contratti si considereranno eseguiti sul mercato*” (D.I. Pace, “*Le negoziazioni organizzate di strumenti finanziari*”, in Nuovo dir. soc., 2016, 1, pag. 49 e ss., il quale rileva che, “operando una lettura a contrario del considerando, può dedursi – confortati altresì dall’esigenza manifestata dal Legislatore europeo già in occasione della MiFID1 di considerare inammissibile «un’esternalizzazione che comporti una delega di funzioni di tale portata da ridurre l’impresa a una scatola vuota» – che, diversamente dall’organizzazione logistica, la definizione delle regole del mercato, risolvendosi in un potere di «controllo» sullo stesso, non può essere affidata, nemmeno in regime di outsourcing, a terzi”).

³⁵ Così sempre il settimo considerando MiFIR, che evidenzia come i termini “*interessi di acquisto e di vendita*” dovrebbero essere “*intesi in senso ampio*”.

³⁶ Articolo 1, comma 2, Tuf e Sezione C dell’Allegato I, Tuf.

³⁷ Le “ricevute di deposito” sono definite dall’articolo 1, comma 1-*quater*, Tuf come i “*titoli negoziabili sul mercato dei capitali, rappresentanti la proprietà dei titoli di un emittente non domiciliato, ammissibili alla negoziazione in un mercato regolamentato e negoziati indipendentemente dai titoli dell’emittente non domiciliato*”.

- c) qualsiasi altro valore mobiliare che permetta di acquisire o di vendere i valori mobiliari indicati alle lettere a) e b) o che comporti un regolamento a pronti determinato con riferimento a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, merci o altri indici o misure³⁸;
2. strumenti del mercato monetario, cioè gli strumenti normalmente negoziati nel mercato monetario, quali, ad esempio, i buoni del tesoro, i certificati di deposito e le carte commerciali³⁹;
 3. quote di un organismo di investimento collettivo;
 4. contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («*future*»), «*swap*», accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, quote di emissione o altri strumenti finanziari derivati, indici finanziari o misure finanziarie che possono essere regolati con consegna fisica del sottostante o attraverso il pagamento di differenziali in contanti;
 5. contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («*future*»), «*swap*», contratti a termine («*forward*»), e altri contratti su strumenti derivati connessi a merci quando l'esecuzione deve avvenire attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in contanti a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto;
 6. contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («*future*»), «*swap*» e altri contratti su strumenti derivati connessi a merci che possono essere regolati con consegna fisica purché negoziati su un mercato regolamentato, un sistema multilaterale di negoziazione o un sistema organizzato di negoziazione, eccettuati i prodotti energetici all'ingrosso negoziati in un sistema organizzato di negoziazione che devono essere regolati con consegna fisica;
 7. contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («*future*»), «*swap*», contratti a termine («*forward*») e altri contratti su strumenti derivati connessi a merci che non possono essere eseguiti in modi diversi da quelli indicati al numero 6, che non hanno scopi commerciali, e aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati;
 8. strumenti finanziari derivati per il trasferimento del rischio di credito;
 9. contratti finanziari differenziali;
 10. contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («*future*»), «*swap*», contratti a termine sui tassi d'interesse e altri contratti su strumenti derivati connessi a variabili climatiche, tariffe di trasporto, tassi di inflazione o altre statistiche economiche ufficiali, quando l'esecuzione avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto, nonché altri contratti su strumenti derivati connessi a beni, diritti, obblighi, indici e misure, non altrimenti indicati nella presente sezione, aventi le caratteristiche

³⁸ Articolo 1, comma 1-*bis*, Tuf.

³⁹ Articolo 1, comma 1-*ter*, Tuf.

di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono negoziati su un mercato regolamentato, un sistema multilaterale di negoziazione o un sistema organizzato di negoziazione; 11. quote di emissioni che consistono di qualsiasi unità riconosciuta conforme ai requisiti della Direttiva 2003/87/CE (sistema per lo scambio di emissioni).

Si è, peraltro, escluso che possano essere definiti come “multilaterali” e rientrare tra le sedi di negoziazione, i sistemi caratterizzati dal fatto che ogni operazione sia conclusa con l'intervento di un soggetto che si pone come necessaria controparte di ciascuna transazione che si perfeziona nel sistema⁴⁰. Nei sistemi multilaterali le operazioni devono, quindi, poter essere concluse tra una pluralità di controparti, in grado di poter immettere nel sistema i propri interessi di negoziazione e di “negoziare” tra loro. La multilateralità del sistema dovrebbe essere valutata tenuto conto dell'insieme delle negoziazioni complessivamente considerato, per cui non si potrebbe negare la sussistenza del requisito in esame laddove, con riferimento a specifici strumenti finanziari o a specifiche tipologie di operazioni, sia previsto che l'operazione si concluda necessariamente con una data controparte, come può accadere nel caso di offerta in sottoscrizione di determinati strumenti finanziari o di offerta pubblica di acquisto⁴¹.

Ulteriore elemento comune ai mercati regolamentati e ai sistemi multilaterali di negoziazione, ma non ai sistemi organizzati di negoziazione, è rappresentato dal fatto che l'interazione tra gli interessi immessi nel sistema, nonché l'eventuale “incontro” (*matching*) tra interessi di segno opposto, deve avvenire in base alle regole, non discrezionali e predeterminate, stabilite dal gestore del sistema⁴².

Per quanto concerne, invece, le differenze che intercorrono tra mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione va osservato che:

⁴⁰ I sistemi le cui regole di funzionamento stabiliscono che le transazioni siano necessariamente concluse con una data controparte sono, viceversa, definiti “bilaterali” e un esempio di tali sistemi è rappresentato dall'operatività del c.d. internalizzatore sistematico, definito dall'articolo 1, comma 5-ter, Tuf, come “*l'impresa di investimento che in modo organizzato, frequente, sistematico e sostanziale negozia per conto proprio eseguendo gli ordini dei clienti al di fuori di un mercato regolamentato, di un sistema multilaterale di negoziazione o di un sistema organizzato di negoziazione senza gestire un sistema multilaterale*”. Il settimo considerando MiFIR precisa, altresì, che è da considerare bilaterale anche il sistema che prevede che la controparte necessaria operi come soggetto interposto tra l'acquirente e il venditore senza alcuna assunzione di rischi, quindi limitandosi a realizzare il *matching* tra una proposta di acquisto proveniente da un investitore e una proposta di vendita proveniente da un altro investitore che abbiano caratteristiche di prezzo e quantità tali da consentire l'abbinamento senza che l'intermediario sia esposto al rischio di mercato o assuma il rischio di dover corrispondere somme di denaro o strumenti finanziari a uno degli investitori coinvolti nell'operazione oppure di diventare titolare in tutto o in parte degli strumenti finanziari oggetto dell'operazione.

⁴¹ D.I. Pace, “*Le negoziazioni organizzate di strumenti finanziari*”, in Nuovo dir. soc., 2016, 1, pag. 59, secondo cui la circostanza che il dato normativo non specifichi che l'interazione debba avvenire con riferimento a ciascuna operazione che viene conclusa nel mercato potrebbe indurre a ritenere che la partecipazione del gestore del mercato alle negoziazioni che avvengono sul sistema da essi gestito sia compatibile con il carattere “multilaterale” del sistema. Per l'A., inoltre, la partecipazione del gestore alle negoziazioni non dovrebbe essere, in ogni caso, tale da far venire meno il requisito della multilateralità, per cui la multilateralità non risulterà compromessa se il gestore “*assume le vesti di «una» tra le molteplici controparti con cui i soggetti che vi hanno accesso possono relazionarsi. Al contrario, qualora lo stesso intervenga in «tutte» le operazioni, non residuando ai terzi che la possibilità di concludere il contratto con il gestore, il sistema sarà inevitabilmente bilaterale. Insomma, per restare nel perimetro della multilateralità è indispensabile che la partecipazione del gestore alle negoziazioni non sia «totalizzante», non assorba cioè (secondo un giudizio di carattere sostanziale) l'intera operatività del sistema*”. A livello di disciplina, va comunque osservato che l'articolo 65-quinquies, comma 5, Tuf preclude espressamente al gestore di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione di eseguire gli ordini in contropartita diretta all'interno del sistema o di svolgere negoziazione *matched principal*.

⁴² Così il settimo considerando MiFIR, il quale precisa che tale requisito comporta che “*l'incontro degli interessi ha luogo in base alle regole del sistema o tramite i protocolli o le procedure operative interne del sistema, comprese le procedure incorporate nel software informatico. I termini «regole non discrezionali» indicano regole che non lasciano al mercato regolamentato o al gestore del mercato o all'impresa di investimento che gestisce un sistema multilaterale di negoziazione alcuna discrezionalità su come possano interagire gli interessi. Le definizioni prescrivono che gli interessi si incontrino in modo tale da dare luogo a un contratto, il che avviene quando l'esecuzione ha luogo in base alle regole del sistema o tramite i suoi protocolli o le sue procedure operative interne*”.

- il mercato regolamentato deve essere amministrato e/o gestito da un gestore del mercato regolamentato, cioè da una Spa, anche senza scopo di lucro, che presenta determinate caratteristiche⁴³; un sistema multilaterale di negoziazione può, viceversa, essere gestito (non solo da un gestore del mercato regolamentato, ma anche) da un'impresa di investimento;
- l'istituzione di un mercato regolamentato deve essere oggetto di una preventiva autorizzazione da parte dell'autorità competente⁴⁴, mentre per l'operatività di un sistema multilaterale di negoziazione è sufficiente che il gestore del sistema sia autorizzato alla prestazione del relativo servizio⁴⁵ o sia un gestore del mercato regolamentato⁴⁶;
- la richiesta di ammissione di uno strumento finanziario alle negoziazioni in un mercato regolamentato può richiedere la preventiva predisposizione e pubblicazione di un apposito prospetto⁴⁷, mentre tale onere non è previsto – almeno secondo quanto disposto dal dato normativo – per l'ammissione a negoziazione in un sistema multilaterale di negoziazione⁴⁸;
- vi è una disciplina più stringente per il mercato regolamentato, rispetto ai sistemi multilaterali di negoziazione (ad esempio, l'ammissione a negoziazione in un mercato regolamentato degli strumenti finanziari è subordinata alla sussistenza di specifici requisiti normativi, non previsti – stando al dato normativo – per l'ammissione a negoziazione in un sistema multilaterale di negoziazione);

⁴³ Articoli 64 e ss. Tuf, nonché articoli 3 ess. del Regolamento Mercati.

⁴⁴ La concessione dell'autorizzazione è subordinata all'accertamento da parte dell'autorità di vigilanza della sussistenza di specifiche condizioni, che riguardano l'ottemperanza dei sistemi alle disposizioni contenute nel titolo I-bis della parte III del Tuf, il rispetto da parte del gestore del mercato dei requisiti stabiliti dal medesimo titolo I-bis, nonché la conformità del regolamento del mercato alla disciplina dell'Unione Europea e la sua idoneità ad assicurare la trasparenza del mercato, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori (articolo 64-quater, commi 1 e 3, Tuf). Il dato normativo richiede che sia dunque il mercato (e non il regolamento del mercato) a essere oggetto di autorizzazione, ma si è sottolineato come *“il regolamento sia sottoposto, quantomeno indirettamente, al vaglio amministrativo: la conformità del regolamento del mercato ai criteri dettati dalla legge è, infatti, uno dei requisiti stessi per il rilascio dell'autorizzazione. Va, ulteriormente, osservato che l'articolo 64-quater, comma 6, Tuf sottopone all'approvazione della Consob le modificazioni del regolamento del mercato, creando così un'apparente asimmetria tra l'oggetto formale dell'autorizzazione iniziale, e la fase successiva relativa a eventuali modifiche al regolamento”* (F. Annunziata, *“Nuovi mercati” e ruolo delle società di gestione*, in Nuove leggi civ. comm., 2018, 5, pag. 1243). Si è, poi, ritenuto che l'autorizzazione a operare come mercato regolamentato rivestirebbe *“natura costitutiva del mercato stesso, rientrando l'autorizzazione nel concetto normativo della figura”* (V. Troiano, *“Sistemi di negoziazione. Mercati regolamentati”*, in Aa.Vv., Il Testo Unico finanziario, diretto da M. Cera e G. Presti, vol. 2, Zanichelli, Bologna, 2020, pag. 1023). L'elenco dei mercati regolamentati italiani attualmente autorizzati è riportato nell'allegata tabella n. 1.

⁴⁵ Secondo quanto stabilito dall'articolo 1, comma 5, lettera g), Tuf la gestione di sistemi multilaterali di negoziazione rientra tra i servizi di investimento, e come tale, può essere attività svolta professionalmente e nei confronti del pubblico soltanto da intermediari che soddisfano determinati requisiti, previa concessione di specifica autorizzazione alla prestazione del servizio da parte dell'autorità competente ai sensi dell'articolo 19, Tuf. Conformemente alle disposizioni UE l'autorizzazione parrebbe non avere, tuttavia, a oggetto il singolo sistema multilaterale di negoziazione, ma l'attività di gestione di tali sistemi [in tal senso, tra gli altri, M. Cian, *“I sistemi multilaterali e i mercati «semiregolamentati»”*, in Aa.Vv., Il Testo Unico finanziario, diretto da M. Cera e G. Presti, vol. 2, Zanichelli, Bologna, 2020, pag. 1131. Anche in relazione alla disciplina UE si è rilevato che *“mentre ... l'MTF (più precisamente la prestazione del servizio di «gestione di sistemi multilaterali di negoziazione») esiste a prescindere dall'autorizzazione prevista dall'articolo 5, MiFID2, che ha l'unica funzione di legittimare l'esercizio, il mercato regolamentato (o, meglio, l'attribuzione dello status di mercato regolamentato a un sistema di negoziazione) è legato all'autorizzazione dell'articolo 44, MiFID2 da un rapporto genetico, da essa dipendendo la sua stessa «esistenza»* (D.I. Pace, *“Le negoziazioni organizzate di strumenti finanziari”*, in Nuovo dir. soc., 2016, 1, pag. 71). La circostanza che l'articolo 12, comma 4, D.Lgs. 14/2019 (c.d. Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza) faccia testuale riferimento ai *“mercati regolamentati o ... sistemi multilaterali di negoziazione autorizzati dalla Commissione nazionale per le società e la borsa - CONSOB”* non pare peraltro, anche alla luce della normativa UE, dover necessariamente portare a conclusioni diverse rispetto a quelle sopra riportate. L'elenco dei sistemi multilaterali di negoziazione attualmente istituiti da gestori aventi sede in Italia è riportato nell'allegata tabella n. 2.

⁴⁶ Articolo 64, comma 7, Tuf.

⁴⁷ Ai sensi dell'articolo 113, comma 1, Tuf, prima della data stabilita per l'inizio delle negoziazioni degli strumenti finanziari comunitari in un mercato regolamentato l'emittente o la persona che chiede l'ammissione alle negoziazioni sono tenuti a pubblicare un prospetto, a meno che ricorrano casi di non applicazione di tale obbligo.

⁴⁸ La redazione e pubblicazione di un prospetto (non di ammissione a negoziazione, bensì) d'offerta potrebbe, tuttavia, rendersi necessaria anche per un emittente strumenti finanziari da ammettere a negoziazione in un sistema multilaterale di negoziazione in specifiche situazioni, ad esempio laddove la richiesta di ammissione sia preceduta dall'offerta al pubblico degli strumenti finanziari nell'ambito di IPO o al fine di creare un certo *“flottante”* per gli strumenti finanziari, a meno che – anche in questo caso – ricorrano casi di esenzione.

– l’ammissione a negoziazione degli strumenti finanziari in un mercato regolamentato può avere delle conseguenze importanti sulle regole applicabili non solo agli strumenti finanziari, ma anche all’emittente degli stessi. Nel caso, infatti, di ammissione a negoziazione in un mercato regolamentato delle azioni trovano applicazione specifiche norme, tra l’altro, in tema di:

- *governance* dell’emittente (ad esempio: presenza di amministratori indipendenti nell’organo amministrativo; amministratore e sindaco di minoranza; voto di lista per l’elezione degli organi di amministrazione e controllo);
- offerte pubbliche d’acquisto obbligatorie;
- trasparenza societaria (ad esempio: obblighi di redazione e pubblicazione della relazione semestrale, nonché della relazione sulla *corporate governance*; informativa non finanziaria; partecipazioni rilevanti; patti parasociali);

– nel caso dei mercati regolamentati sono riconosciuti più estesi poteri di controllo sulla sede di negoziazione da parte delle Autorità di vigilanza.

I sistemi organizzati di negoziazione

Rispetto ai mercati regolamentati (e anche ai sistemi multilaterali di negoziazione), i sistemi organizzati di negoziazione si caratterizzano per la presenza di una certa discrezionalità del gestore del sistema nella gestione degli ordini immessi nel sistema. Come è stato notato:

“mentre i MR e gli MTF sono caratterizzati da norme non discrezionali per l’esecuzione delle operazioni, il gestore di un OTF⁴⁹ può effettuare l’esecuzione degli ordini su base discrezionale. La discrezionalità può aversi a 2 diversi livelli: a) al momento dell’inserimento dell’ordine nel sistema di negoziazione, potendo il gestore decidere «di collocare o ritirare un ordine sul sistema»; b) oppure, al momento dell’esecuzione dell’ordine medesimo, vale dire dopo che lo stesso è stato inserito nel sistema, potendo il gestore decidere di «non abbinare lo specifico ordine di un cliente con gli altri ordini disponibili nel sistema in un determinato momento». Il gestore di tali sistemi decide, dunque, «se, quando e in che misura desidera abbinare 2 o più ordini all’interno del sistema»; rientra nel concetto di discrezionalità anche l’attività dell’intermediario volta comunque a incrociare, senza che ciò avvenga sulla base di una regola di matching stabilito ex ante, gli interessi di 2 o più clienti tra loro compatibili”⁵⁰.

Proprio la discrezionalità riconosciuta al gestore è stata ritenuta la ragione alla base della scelta del Legislatore di circoscrivere gli strumenti finanziari che possono essere oggetto di scambio su un

⁴⁹ Analogamente a quanto stabilito per i sistemi multilaterali di negoziazione, anche gli OTF possono essere gestiti da imprese di investimento che hanno ottenuto l’autorizzazione alla prestazione del relativo servizio/attività (in Italia, SIM e banche), nonché da una società che sia già gestore di un MR, a condizione – in ogni caso – che sia intervenuta, con esito positivo, una “previa verifica” da parte della Consob del rispetto di specifici requisiti (Consob, “Mappatura delle sedi di negoziazione in Italia dopo l’entrata in vigore di MiFID/MiFIR”, Position paper n. 7, ottobre 2018, pag. 8).

⁵⁰ Consob, “Mappatura delle sedi di negoziazione in Italia dopo l’entrata in vigore di MiFID/MiFIR”, Position paper n. 7, ottobre 2018, pag. 7 e ss..

sistema organizzato di negoziazione⁵¹: gli scambi che avvengono sugli OTF sono, infatti, limitati soltanto ad alcuni strumenti finanziari (*non equity*), quali obbligazioni, strumenti finanziari strutturati, quote di emissione e strumenti derivati⁵².

Principali fattori di differenziazione delle diverse sedi di negoziazione	MR	MTF	OTF
• discrezionalità nelle regole relative all'incontro tra domanda e offerta	NO	NO	SI
• tipologie di strumenti finanziari oggetto di negoziazione	SF	SF	SFNE
• natura del gestore della sede di negoziazione	GM	GM, II	GM, II
• approvazione regolamento della sede di negoziazione da parte dell'Autorità di vigilanza	SI	NO	NO

SF = strumenti finanziari

SFNE = strumenti finanziari *non equity*

GM = gestore del mercato

II = impresa di investimento

L'operatività in Italia di sedi di negoziazione estere

Con riferimento, invece, all'operatività in Italia di sedi di negoziazione estere va osservato che, relativamente ai mercati regolamentati UE⁵³ la Direttiva 2014/65/UE, prevede espressamente che ciascuno Stato membro è tenuto a consentire che i mercati regolamentati degli altri Stati membri si dotino nel proprio territorio di dispositivi appropriati per facilitare l'accesso e la negoziazione in tali mercati ai loro membri e partecipanti remoti stabiliti nel suo territorio⁵⁴. Per quanto riguarda, invece, i sistemi multilaterali di negoziazione e i sistemi organizzati di negoziazione UE si dispone che gli Stati membri autorizzano i gestori di tali sistemi:

⁵¹ M. Cian, "I sistemi multilaterali e i mercati «semiregolamentati»", in Aa.Vv., Il Testo Unico finanziario, diretto da M. Cera e G. Presti, vol. 2, Zanichelli, Bologna, 2020, pag. 1134.

⁵² Consob, "Mappatura delle sedi di negoziazione in Italia dopo l'entrata in vigore di MiFID/MiFIR", Position papers, n. 7, ottobre 2018, pag. 8, in cui si sottolinea, altresì, come la circostanza che sugli OTF possono essere scambiati solo strumenti finanziari *non-equity* "non significa che possono essere gestiti liberamente, senza autorizzazione, sistemi di negoziazione multilaterali su base discrezionale aventi a oggetto strumenti finanziari diversi da quelli indicati nella definizione di OTF, in quanto il nuovo quadro normativo prevede un numero chiuso di sistemi di negoziazione. Non è possibile, dunque, organizzare negoziazioni su base multilaterale al di fuori delle tipologie di sede disciplinate dal legislatore (MTF, OTF, MR)".

⁵³ Ai sensi dell'articolo 56 della MiFID2 "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. Esso provvede altresì a comunicare ogni modifica del predetto elenco. L'ESMA pubblica sul suo sito web l'elenco di tutti i mercati regolamentati e ne cura l'aggiornamento". Tale elenco è consultabile all'indirizzo https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_upreg#.

⁵⁴ Articolo 53, § 6, della MiFID2, secondo cui il mercato regolamentato deve procedere a comunicare all'autorità competente del suo Stato membro d'origine "lo Stato membro in cui intende predisporre tali dispositivi. L'autorità competente dello Stato membro d'origine trasmette, entro un mese, detta informazione allo Stato membro in cui il mercato regolamentato intende predisporre tali dispositivi. L'ESMA può chiedere l'accesso a tali informazioni conformemente alla procedura e alle condizioni di cui all'articolo 35 del Regolamento UE 1095/2010. Su richiesta dell'autorità competente dello Stato membro ospitante, l'autorità competente dello Stato membro d'origine del mercato regolamentato comunica senza indebito ritardo l'identità dei membri o dei partecipanti del mercato regolamentato stabiliti in tale Stato membro".

“senza assoggettarli a ulteriori obblighi di legge o amministrativi, a instaurare opportuni dispositivi nel loro territorio in modo da agevolare l'accesso a tali mercati e le relative negoziazioni da parte di utenti, membri o partecipanti remoti stabiliti nel loro territorio”⁵⁵.

Nel caso, invece, di mercati non UE il Tuf attribuisce alla Consob il compito di riconoscere, previa stipula di accordi con le corrispondenti autorità, mercati extra UE di strumenti finanziari, al fine di estenderne l'operatività sul territorio italiano⁵⁶. A tale proposito l'Autorità di vigilanza è tenuta a verificare, in primo luogo, che le informazioni sugli strumenti finanziari e sugli emittenti, le modalità di formazione dei prezzi, le modalità di liquidazione dei contratti, le norme di vigilanza sui mercati e sugli intermediari siano equivalenti a quanto disposto dalla normativa vigente in Italia con riferimento ai mercati regolamentati, e comunque in grado di assicurare adeguata tutela degli investitori⁵⁷. In assenza di riconoscimento non è consentita l'operatività del mercato in Italia.

La nozione di mercato regolamentato nella normativa in materia di imposte sui redditi

La nozione di mercato regolamentato assume rilevanza non solo nel contesto del Tuf, per disciplinare – in primo luogo – le sedi di negoziazione e la loro operatività, ma anche ai fini dell'applicazione di varie disposizioni fiscali.

L'assenza di una specifica definizione contenuta nella normativa di settore potrebbe portare a ritenere che la nozione di “mercato regolamentato” fiscalmente rilevante debba essere ricostruita tenuto conto della definizione dettata dal Tuf. A conclusioni diverse è, tuttavia, giunta l'Agenzia delle entrate nella [circolare n. 32/E/2020](#), nella quale è stata approfondita la nozione *de qua* ai fini dell'applicazione della normativa in materia di imposte sui redditi⁵⁸.

⁵⁵ Articolo 34, § 6, della MiFID 2. Il successivo § 7 del medesimo articolo 34 precisa, poi, che *“l'impresa di investimento o il gestore del mercato che gestisce un sistema multilaterale di negoziazione o un sistema organizzato di negoziazione comunica all'autorità competente del suo Stato membro d'origine lo Stato membro in cui intende instaurare tali dispositivi. L'autorità competente dello Stato membro d'origine trasmette, entro un mese, tale informazione all'autorità competente dello Stato membro in cui il sistema multilaterale di negoziazione o il sistema organizzato di negoziazione intende fornire tali dispositivi. L'autorità competente dello Stato membro d'origine del sistema multilaterale di negoziazione comunica, su richiesta dell'autorità competente dello Stato membro che ospita il sistema multilaterale di negoziazione e senza indebito ritardo, l'identità dei membri o partecipanti remoti del sistema multilaterale di negoziazione stabiliti in tale Stato membro”*.

⁵⁶ Articolo 70, comma 1, Tuf.

⁵⁷ Articolo 70, comma 3, Tuf. L'articolo 51 del Regolamento Mercati precisa, inoltre, il contenuto dell'istanza di riconoscimento di mercati extra UE, nonché le comunicazioni che devono essere effettuate dagli operatori che accedono a tali mercati. L'elenco dei mercati non UE riconosciuti dalla Consob è riportato nell'allegata tabella n. 3.

⁵⁸ Nella [circolare n. 32/E/2020](#) si sottolinea, in particolare, come la nozione di mercato regolamentato possa rilevare, in primo luogo, ai fini dell'applicazione delle disposizioni del Tuir:

- dell'articolo 9 (valore normale);
- dell'articolo 23 (redditi prodotti nel territorio dello Stato);
- dell'articolo 51 (*stock option*);
- dell'articolo 67 (redditi diversi derivanti dalla cessione a titolo oneroso di partecipazioni);
- dell'articolo 87, comma 4 (PEX);
- dell'articolo 94 (valutazione dei titoli);
- dell'articolo 101 (deducibilità delle minusvalenze);
- dell'articolo 112 (strumenti finanziari derivati);
- dell'articolo 130 (esercizio dell'opzione per il consolidato mondiale);
- dell'articolo 152 (reddito della stabile organizzazione).

Sempre la circolare ricorda, inoltre, che *“la nozione di mercato regolamentato rileva, a titolo esemplificativo, anche ai fini dell'applicazione dell'imposta sostitutiva da parte degli intermediari finanziari su interessi da titolo obbligazionario (articolo 1, D.Lgs. 239/1996) o della ritenuta sulle remunerazioni dei contratti di associazione in partecipazione (articolo 27, D.P.R. 600/1973); ai fini dell'applicazione*

In tale circolare viene, innanzitutto, ricordato che la nozione di mercato regolamentato è stata oggetto di approfondimento nella [circolare n. 165/E/1998](#). Con riferimento alla previsione dell'[articolo 67](#), comma 1, lettera c), Tuir, la:

“circolare n. 165/E/1998 aveva avuto modo di precisare che nella predetta nozione dovevano essere fatti rientrare non solo la borsa e il mercato ristretto, ma ogni altro mercato disciplinato da disposizioni normative; più specificamente, si intende far riferimento ai mercati regolamentati di cui al D.Lgs. n. 415/1996, nonché a quelli di Stati appartenenti all’Ocse, istituiti, organizzati e disciplinati da disposizioni adottate o approvate dalle competenti autorità in base alle leggi in vigore nello Stato in cui detti mercati hanno sede»”.

Al fine di tenere conto delle novità normative nel frattempo intervenute nella disciplina delle *trading venues* a livello sia UE, sia nazionale, e che hanno comportato – tra l’altro – l’abrogazione del predetto D.Lgs. 415/1996, nella [circolare n. 32/E/2020](#) l’Agenzia delle entrate procede a una ricostruzione della nozione in esame partendo dalle disposizioni del Tuf e arrivando alla conclusione che

“i mercati regolamentati non sono solo sistemi di negoziazione assoggettati a una regolamentazione oggettiva ma, più precisamente, sistemi soggetti a regolamentazione considerata «conforme alla disciplina dell’Unione Europea» dall’Autorità di vigilanza. In tale prospettiva la nozione di mercato regolamentato, ai fini della normativa regolamentare, in senso proprio si sostanzia in quella di mercato di strumenti finanziari europeo armonizzato”.

Parrebbe, quindi, che per l’Agenzia delle entrate possano essere ricompresi nella nozione di “mercato regolamentato” fiscalmente rilevante *in primis* i mercati regolamentati che siano tali ai sensi del Tuf e della normativa UE, ovvero sia i mercati regolamentati autorizzati dalla Consob e iscritti nel relativo elenco ai sensi dell'[articolo 64-quater](#), comma 1, Tuf, sia i mercati regolamentati degli altri Stati UE che siano stati iscritti nel già menzionato elenco previsto dall'[articolo 56](#) della Direttiva 2014/65/UE.

Per quanto concerne, invece, i mercati non UE la circolare n. 32/E/2020 evidenzia che possono rientrare nella definizione di mercato regolamentato fiscalmente rilevante, anche mercati di Stati non Ocse, superando, quindi, l’impostazione seguita nella circolare n. 165/E/1998⁵⁹. Ciò in ragione anche

dell'articolo 26-quater, comma 8-bis, D.P.R. 600/1973 che ha introdotto una speciale ritenuta del 5% sugli interessi corrisposti a società conduit che collocino prestiti obbligazionari sui mercati internazionali garantiti da società del gruppo; della disciplina dei redditi di capitale dei redditi diversi di cui al D.Lgs. 461/1997; ai fini dell'applicazione della disciplina sulle società di comodo di cui all'articolo 30, L. 724/1994, l'articolo 1 comma 1, secondo periodo, stabilisce che le soglie per configurare la società come non operativa non si applicano, tra l'altro, «alle società ed enti che controllano società ed enti i cui titoli sono negoziati in mercati regolamentati italiani ed esteri, nonché alle stesse società ed enti quotati e alle società da essi controllate, anche indirettamente»; ai fini dell'applicazione della disciplina sulle società di investimento immobiliare quotate (SIIQ) di cui all'articolo 1, commi da 119 a 141-bis, L. 296/2006; ai fini della rideterminazione del valore delle partecipazioni ai sensi dell'articolo 5, L. 448/2001”.

⁵⁹ [Circolare n. 32/E/2020](#), pag. 9 e ss., in cui si sottolinea come “una limitazione di ordine geografico – nel senso che solo i mercati dei Paesi OCSE possono essere considerati regolamentati e non anche quelli dei Paesi terzi – non è rinvenibile nella normativa afferente la regolamentazione della gestione collettiva del risparmio. Tale limitazione di carattere geografico, in ordine alla nozione di mercato regolamentato, non emerge neanche nella normativa in materia di imposte sui redditi. Non ha, quindi, legittimazione la prassi che ha finora considerato «mercati regolamentati» solo i «mercati di Stati appartenenti all’OCSE». Analoghe considerazioni possono essere

della definizione di mercato regolamentato contenuta nell'articolo 1 del Regolamento attuativo dell'[articolo 39](#), Tuf, concernente la determinazione dei criteri generali cui devono uniformarsi gli Organismi di investimento collettivo del risparmio (Oicr) italiani, approvato con D.M. 30/2015⁶⁰, nonché di quanto precisato nel Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, adottato dalla Banca d'Italia con provvedimento del 19 gennaio 2015⁶¹.

Per l'Agenzia delle entrate, tenuto conto anche delle predette previsioni, sarebbe dunque consentito far rientrare tra i mercati regolamentati esteri, oltre ai mercati riconosciuti dalla Consob e a quelli indicati nell'elenco ESMA, "ogni «altro mercato regolamentato regolarmente funzionante, riconosciuto e aperto al pubblico»". A tale riguardo, viene inoltre precisato che:

“al pari delle società di gestione, i contribuenti devono avere conoscenza dei mercati nei quali intendono realizzare i loro investimenti e, a tal fine, possono fare riferimento alle liste di altri mercati regolamentati utilizzate dai gestori e portate a conoscenza della Banca d'Italia. In altri termini, sono gli operatori che hanno la responsabilità di stabilire se i mercati nei quali investono hanno le caratteristiche richieste dal decreto. A tal fine si ritiene che, anche ai fini fiscali, possa esser riconosciuto come legittimo il riferimento alle liste predisposte in sede di autoregolamentazione dalle associazioni rappresentative delle società di gestione del risparmio e portate a conoscenza della Banca d'Italia. In conclusione, si ritiene che tra i «mercati regolamentati esteri», nella accezione desumibile dal decreto, rientrano:

- i mercati situati in Stati membri dell'UE o SEE;*
- i mercati, diversi dai precedenti, riconosciuti da Consob e indicati in apposito elenco;*
- i mercati che le associazioni di categoria delle SGR considerano regolamentati alla luce della normativa di settore”.*

Si assiste, quindi, a un primo, non marginale, scostamento tra la nozione di mercato regolamentato prevista dal Tuf e quella fiscalmente rilevante. Una seconda, ancora più significativa, differenza concerne il fatto che per l'Agenzia delle entrate sono riconducibili nel perimetro dei mercati regolamentati fiscalmente rilevanti anche i sistemi multilaterali di negoziazione. Ciò in quanto:

“sia nei mercati regolamentati sia negli MTF esiste un «regolamento di mercato», ossia una disciplina organizzativa: regole per i partecipanti, regole di negoziazione (tempi e modi per

svolte anche riguardo alla prassi secondo cui è necessario che la disciplina del mercato sia posta o approvata dalle competenti Autorità «in base alle leggi in vigore nello Stato in cui detti mercati hanno sede»”.

⁶⁰ L'articolo 1, comma 1, lettera s), D.M. 5 marzo 2015 definisce “mercato regolamentato” quello “iscritto nell'elenco previsto dall'articolo 63, comma 2 o nell'apposita sezione prevista dall'articolo 67, comma 1, Tuf o altro mercato regolamentato regolarmente funzionante, riconosciuto e aperto al pubblico, specificato nel regolamento del fondo”. La successiva lettera t) chiarisce, poi, che per “sistema multilaterale di negoziazione” si intende quello “il sistema multilaterale di negoziazione rientrante nell'ambito di applicazione della direttiva 2004/39/CE”. Tali definizioni non paiono, peraltro, tenere conto delle modifiche nel frattempo intervenute nel Tuf e nella normativa UE.

⁶¹ Nel Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, adottato con provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015, con riferimento all'obbligo di indicare nel Regolamento di gestione dei fondi comuni l'eventuale negoziazione in mercati regolamentati degli strumenti finanziari nei quali il gestore del fondo intende investire le risorse del fondo stesso si ammette espressamente che la SGR possa fare riferimento, “in luogo dell'indicazione nel regolamento dei singoli mercati, ... a liste di «altri mercati regolamentati» definite in sede di autoregolamentazione dalle associazioni rappresentative delle SGR e portate a conoscenza della Banca d'Italia” (Titolo V, punto 3.1.1., nota 4).

effettuazione ed esecuzione degli ordini di acquisto e vendita), regole di quotazione (prezzi ufficiali)”.

Con riferimento a quest’ultimo punto si sottolinea, in particolare, che:

“l’esistenza ... di «prezzi ufficiali» è il profilo regolamentare decisivo per ritenere che, ai fini delle imposte sui redditi, la nozione di sistema multilaterale di negoziazione possa essere equiparata a quella di «mercato regolamentato». In entrambi i casi, infatti, il prezzo delle partecipazioni quotate o negoziate può essere stabilito sulla base di «valori oggettivamente rilevabili». In ciò risiede la distinzione rispetto alle partecipazioni non quotate o non negoziate per le quali tali rilevazioni non sono ipotizzabili”.

Tali caratteristiche non sarebbero, invece, presenti nei sistemi organizzati di negoziazione i quali, pertanto, non potrebbero essere ritenuti in alcun caso “mercati regolamentati”.

La riconduzione tra i mercati regolamentati fiscalmente rilevanti dei sistemi multilaterali di negoziazione e, quindi, l’allontanamento rispetto alla nozione di mercato regolamentato adottata nel Tuf pone, peraltro, alcune problematiche di “coerenza” normativa che si palesano in particolare, come riconosciuto nella stessa [circolare n. 32/E/2020](#), in relazione alle disposizioni applicabili alle pmi innovative, le quali sono qualificabili come “innovative” soltanto a condizione che le loro azioni non siano “quotate in un mercato regolamentato”⁶². Con riferimento a tale previsione l’Agenzia delle entrate è, infatti, “costretta” a precisare che le pmi innovative non perdono la loro qualifica, neppure ai fini fiscali, laddove le loro azioni fossero ammesse a negoziazione in un sistema multilaterale di negoziazione. In tal caso, dunque, non potrebbe operare la generale equiparazione tra MTF e mercati regolamentati sopra ricordata e si conferma, dunque, la specificità della definizione di “mercato regolamentato” fiscalmente rilevante.

Una prima, concreta, conseguenza della nuova impostazione seguita dall’Agenzia dell’entrate e della riconducibilità dei sistemi multilaterali di negoziazione nell’ambito dei mercati regolamentati, sebbene solo ai fini fiscali, si è avuta recentemente, allorché è stata affermata l’inapplicabilità della possibilità di procedere a rivalutazione, ai sensi dell’articolo 1, commi [1122](#) e [1123](#), L. 178/2020 (Legge di Bilancio 2021), delle azioni negoziate nel sistema multilaterale di negoziazione AIM Italia/Mercato alternativo del capitale, gestito da Borsa Italiana Spa⁶³.

Tabella n. 1

Elenco dei mercati regolamentati italiani		
Denominazione società	Denominazione "Mercato regolamentato"	Codice MIC
Borsa Italiana Spa	Mercato telematico azionario ("MTA")	MTAA

⁶² Così l’articolo 4, comma 1, lettera c), D.L. 3/2015, convertito, con modificazioni, dalla L. 33/2015.

⁶³ Agenzia delle entrate, divisione contribuenti, [circolare n. 1/E/2021](#).

	Mercato telematico degli ETF e degli ETC/ETN ("ETFplus")	ETFP
	Mercato telematico delle obbligazioni ("MOT")	MOTX
	Mercato telematico degli <i>investment vehicles</i> ("MIV")	MIVX
	Mercato degli strumenti derivati ("IDEM") per la negoziazione degli strumenti finanziari previsti dall' articolo 1 , comma 2, lettere f) e i), D.Lgs. 58/1998	XDMI
MTS Spa	MTS <i>Italy</i>	MTSC

Tabella n. 2

Elenco dei sistemi multilaterali di negoziazione italiani		
Denominazione società	Denominazione "MTF"	Codice MIC
HI-MTF SIM Spa	Hi-Mtf	HMTF
	Hi-Mtf " <i>Order Driven</i> "	HMOD
	Hi-Mtf RFQ	HRFQ
Borsa Italiana Spa	AIM Italia/Mercato Alternativo del Capitale ⁶⁴	XAIM
	ExtraMOT	XMOT
	Mercato Borsa Italiana Equity MTF	MTAH
	Mercato SeDeX	SEDX
	Mercato ATFund	ATFX
	EuroTLX	ETLX
MTS Spa	Bond Vision Europe	SSOB
	EBM	EBMX
	MTS Cash Domestic	MCAD

Tabella n. 3

Denominazione mercato	Stato	Delibera Consob di riconoscimento
SIX <i>Swiss Exchange</i>	SVIZZERA	delibera n. 12648 del 4 luglio 2000
CBOT	USA	delibera n. 14648 del 15 luglio 2004
CME-Globex	USA	delibera n. 14756 del 20 ottobre 2004
NYSE Liffe	USA	delibera n. 16920 del 16 giugno 2009
ICE Futures U.S.	USA	delibera n. 18514 del 3 aprile 2013
NYMEX	USA	delibera n. 19104 del 21 gennaio 2015
COMEX	USA	delibera n. 19105 del 21 gennaio 2015
<i>Cboe Futures Exchange</i>	USA	delibera n. 21524 del 7 ottobre 2020
<i>ICE Futures Europe</i>	UK	delibera n. 21642 del 15 dicembre 2020
<i>London Stock Exchange Regulated Market</i> <i>London Stock Exchange AIM MTF</i> <i>London Stock Exchange Non-AIM MTF</i>	UK	delibera n. 21646 del 18 dicembre 2020

⁶⁴ MTF registrato ai sensi dell'articolo 69, comma 1, Tuf, come "*Mercato di crescita per le PMI*", con delibera Consob n. 20218-bis del 13 dicembre 2017 a decorrere dal 3 gennaio 2018.