



*Dipartimento di Impresa e Management*

*Cattedra di Regolazione finanziaria e innovazione*

*GLI ORGANIZED TRADING FACILITIES.*

*Sistemi organizzati di negoziazione*

RELATORE

Professoressa Mirella Pellegrini

CANDIDATO

Cristiano Vellucci

Matr. 206231

ANNO ACCADEMICO 2018/2019

*A mia Madre.*  
*La memoria del suo impegno quotidiano*  
*resterà per me un esempio indelebile.*

## INDICE

Introduzione	pag.	5
Capitolo Primo		
L'evoluzione dei mercati degli strumenti finanziari	pag.	7
1. Il monopolio borsistico degli scambi	pag.	8
2. La Direttiva MiFID	pag.	9
2.1. I mercati regolamentati	pag.	10
2.2. I sistemi multilaterali di negoziazione	pag.	11
2.3. Gli internalizzatori sistematici	pag.	11
2.4. Gli obblighi di trasparenza	pag.	12
3. Le contrattazioni <i>over the counter</i>	pag.	14
4. Le <i>dark pools</i>	pag.	15
Capitolo Secondo		
La disciplina delle <i>organised trading facilities</i> nell'ambito della MiFID II.	pag.	18
1. La tutela del contraente debole quale <i>ratio</i> della normativa in materia di sedi di negoziazione.	pag.	18
2. <i>I broker crossing system</i> .	pag.	20
3. Il processo di modifica della MiFID I.	pag.	21
4. La MiFID II e il MiFIR. Profili generali.	pag.	23
5. Gli <i>Organised Trading Facilities</i> .	pag.	26
5.1. L'attività di <i>matched principal trading</i> .	pag.	27
5.2. Il raffronto tra le differenti sedi di negoziazione.	pag.	29
5.2.1. Il concetto di sistema.	pag.	29
5.2.2. La conclusione del contratto. Multilateralità e bilateralità.	pag.	30
5.2.3. La discrezionalità.	pag.	36
5.2.4. Gli strumenti finanziari trattati.	pag.	42
6. Il recepimento in Italia della MiFID II.	pag.	44
Osservazioni conclusive	pag.	46
Bibliografia	pag.	49

*Achille più veloce, eroe greco dalla leggendaria velocità, sfida la tartaruga, il più lento tra gli animali. Ma commette un errore: per eccesso di nobiltà sportiva, le concede un certo vantaggio. Una volta partiti, Achille non riesce più a raggiungerla: infatti, ogni volta che arriva nel punto in cui quella si trovava, la tartaruga è già avanzata. E così non riuscirà mai a raggiungerla e a sorpassarla<sup>1</sup>.*

---

<sup>1</sup> Il più noto dei paradossi di Zenone giunto sino a noi grazie alla trascrizione che ne ha fatto Aristotele nella "Fisica": Achille rappresenta i regolatori, mentre la tartaruga è espressione del continuo mutare dei mercati che modificano la realtà prima che i legislatori riescano a disciplinarla.

## Introduzione

Nel 1861 le società quotate in Italia erano solo 2 per poi aumentare di circa 200 unità negli anni 80', fino a diventare 357 nel 2018<sup>2</sup>.

I dati storici della CONSOB testimoniano come, non solo il numero di società quotate sia costantemente aumentato, ma come anche il numero di scambi e le dimensioni di questi ultimi abbia seguito lo stesso trend.

### Borsa di Milano: numero di società quotate, capitalizzazione di borsa e scambi (1861-2011)

anni	numero società quotate	capitalizzazione di borsa complessiva <sup>1</sup>		Scambi di azioni mil. euro	
		mil. euro	% del Pil <sup>2</sup>	solo azioni flottanti mil. euro	
1861	2	...	...	...	...
1891	32	...	...	...	...
1911	158	1,7	16,7	...	...
1928	171	18,3	25,0	...	18
1941	134	33,2	28,2	...	7
1951	130	544,4	9,8	...	60
1961	140	4.874	38,9	...	771
1971	132	3.362	9,5	...	625
1977	155	2.774	2,5	...	389
1981	141	23.562	9,8	...	6.497
1986	202	103.408	22,2	...	34.585
1991	231	99.081	13,3	...	16.363
2000	282	810.988	68,1	388.607	869.135
2001	282	593.919	46,2	295.830	658.041
2010	277	424.525	27,4	242.532	748.193
2011 <sup>3</sup>	278	455.094	29,4	263.596	...

Società e risparmiatori si rivolgono alle borse valori in quanto svolgono alcune funzioni strategiche nell'economia:

- ✓ di finanziamento, le società si rivolgono ai mercati per reperire risorse finanziaria attraverso il collocamento di titoli azionari o di debito;
- ✓ di investimento, in quanto consentono agli investitori di impiegare i propri capitali in strumenti finanziari;
- ✓ di liquidità, consentono un rapido ed agevole smobilizzo dei titoli quotati;
- ✓ di controllo *ab externo* sulla gestione delle imprese, nel senso che gli obblighi informativi e comportamentali generalmente imposti alle imprese che quotano titoli, consentono agli investitori, sia

<sup>2</sup> <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/ufficio-stampa/comunicati-stampa/2018/review-mercati-2018.htm>.

<sup>3</sup> CONSOB; Dall'Unità fino ai giorni nostri: 150 anni di borsa in Italia.

attuali che potenziali di confrontare l'efficacia della gestione e di avere informazioni sulla validità degli investimenti e sulle iniziative da intraprendere.<sup>4</sup>

Tuttavia le Borse non hanno sempre rappresentato l'unico luogo in cui la domanda e l'offerta di azioni e/o di altri strumenti finanziari s'incontrano, nel tempo sono prima sorte nella realtà e poi sono state oggetto di disciplina da parte del legislatore – ormai in primo luogo quello dell'Unione Europea – altre sedi di negoziazione che, a vario titolo e con scopi peculiari affiancano le Borse tradizionali.

Questo lavoro si propone di analizzare il funzionamento di una nuova sede di negoziazione, quella degli *Organized Trading Facilities* (OTF), introdotta dal Legislatore Europeo con la direttiva di armonizzazione MIFID II e di evidenziare come l'introduzione di questa nuova *trading venue* sia parte di quel processo normativo che vede, in primo luogo, il Regolatore impegnato nel rendere più *fair* il sistema di scambi organizzati, così da creare una piattaforma che possa comprendere al suo interno anche quegli scambi che avvenivano in sistemi non regolamentati e, perciò, privi di strutture idonee a garantire la trasparenza e la tutela degli investitori.

---

4 SEPE, *I mercati di strumenti finanziari*, in PELLEGRINI, *Corso di diritto pubblico dell'economia*, Padova, 2016.

## Capitolo Primo

### L'evoluzione dei mercati degli strumenti finanziari

#### 5. Il monopolio borsistico degli scambi

Tra le caratteristiche più peculiari dei mercati finanziari dev'essere evidenziata quella per la quale “per quanto le borse tendano ad attuare un monopolio o quasi, di fatto o di diritto, esse devono subire la concorrenza, più o meno intensa, di istituzioni similari, più o meno tollerate, e delle banche, come pure del commercio fuori borsa. Un'esperienza ormai più che secolare ha dimostrato (...) che, ad onta di tutte le proibizioni, il mercato libero finisce quasi sempre per ricostituirsi, in una forma qualsiasi, e tanto più presto, quanto più si intensifichi il monopolio del mercato ufficiale”<sup>5</sup>.

Nel vigore della disciplina recata dalla Direttiva 10 maggio 1993, n. 93/22/CE, la cd. *Investment Service Directive*, o anche “ISD”, in gran parte degli Stati membri dell'Unione Europea le negoziazioni si concentravano principalmente nel mercato regolamentato di Borsa; infatti quasi tutti i singoli Paesi si erano avvalsi della facoltà loro concessa dall'art. 14, par. 3, di disporre che “le transazioni relative ai servizi di investimento siano eseguite su un mercato regolamentato”.

Il legislatore italiano – confermando la scelta già operata all'art. 11 della legge 2 gennaio 1991, n. 1 – aveva esercitato tale facoltà e attribuito alla Consob il potere di “disciplinare con regolamento le ipotesi in cui la negoziazione degli strumenti finanziari trattati nei mercati regolamentati italiani deve essere eseguita nei mercati regolamentati” (art. 21, co. 2, d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415, poi confluito nell'art. 25, co. 2, D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, Testo Unico della Finanza).

La Consob, a sua volta, aveva provveduto a regolamentare la concentrazione degli scambi all'art. 7 Regolamento mercati, n. 11768/1998.

Ciò nondimeno, in Italia, accanto al mercato borsistico, convivevano altre realtà, ovvero i cd. “sistemi di scambio organizzato”, privi di una specifica definizione a livello di normativa primaria, ma la cui nozione era stata codificata dalla Consob<sup>6</sup> che li considerava come “un insieme di regole e di strutture, anche automatizzate, che consentiva, in via continuativa o periodica, di raccogliere e diffondere proposte di negoziazione di strumenti finanziari e di dare esecuzione a tali proposte con le modalità previste dal sistema”<sup>7</sup>.

---

<sup>5</sup> DE PIETRI TONELLI, *La Borsa*, Milano, 1928, p. 73.

<sup>6</sup> Comunicazione Consob, 24 dicembre 1998, n. 98097747

<sup>7</sup> LEGGIERI, *Regole, funzionamento e controlli di mercato*, Milano, 2010, p. 144, il quale sottolinea come nessun riferimento fosse contenuto nella Comunicazione della Commissione alla “plurisoggettività” degli operatori ammessi agli scambi nel sistema di scambio organizzato, ovvero al fatto che tali sistemi fossero riservati a determinati soggetti e non accessibili al pubblico. Questa circostanza, consentendo di far rientrare nella predetta definizione anche i cosiddetti *proprietary trading system*, sistemi organizzati e gestiti nell'esclusivo interesse di un determinato operatore, quale unico aderente nei confronti degli utenti, aveva fatto sorgere il problema della distinzione tra l'attività di gestione del SSO e la prestazione di servizi di negoziazione.

Dev'essere evidenziata la rilevanza di tali strutture, sistemi di negoziazione alternativi ai mercati, con particolare riferimento all'opacità delle informazioni e alle possibili ripercussioni sul funzionamento dei mercati ufficiali.

In una prima fase, data la concentrazione degli scambi sul mercato ufficiale, esse avevano però un'importanza residuale; tale situazione non era tanto imposta direttamente *ex lege*, ma era assicurata, di fatto, dalla strutturazione degli obblighi di *best execution* gravanti nei confronti degli intermediari: infatti si presumeva che, per il solo fatto che di essere trattata all'interno di un mercato regolamentato durante l'orario ufficiale di negoziazione, una transazione sarebbe stata eseguita alle migliori condizioni per il cliente.

I sistemi di scambio organizzati venivano quindi in rilievo solo per le contrattazioni cd. *after hours*, ovvero quelle effettuate al di fuori degli orari ufficiali di negoziazione: la concorrenza tra le sedi di negoziazione era quindi relegata al termine delle contrattazioni ufficiali di Borsa.

La ratio di tale impostazione non si rinveniva tanto in un atteggiamento protezionistico o poco incline alla concorrenza, bensì dalla convinzione che la frammentazione degli scambi favorisse l'opacità e la scarsa efficienza dei mercati, mentre la concentrazione andasse nella direzione opposta di trasparenza e buon funzionamento.

Col passare del tempo, tuttavia, i confini definitivi tra mercati regolamentati, scambi organizzati e attività d'intermediazione si sono fatti progressivamente sempre più incerti e, pertanto, appariva necessaria una disciplina tendenzialmente omogenea delle diverse sedi di negoziazione.

## 6. La Direttiva MiFID

La Direttiva 21 aprile 2004, n. 2004/39/CE, la cd. "*Markets in Financial Instruments Directive*" (di seguito "MiFID"), abbandonando la logica perseguita dalla precedente *Investments Services Directive*, ha rimosso la facoltà concessa agli Stati membri d'introdurre l'obbligo di concentrazione degli scambi azionari in borsa, nella convinzione che la competizione fra *trading venue* potesse generare effetti positivi per gli investitori incentivando l'integrazione del mercato finanziario europeo, con conseguente riduzione dei costi di transazione e quindi del costo del capitale per le imprese <sup>8</sup>.

Sulla scorta del contenuto di numerosi studi condotti a partire dagli anni 2000, i mercati finanziari dell'Unione Europea nell'epoca precedente all'adozione della MiFID registravano una forte differenza nei costi di transazione fra le operazioni domestiche e quelle *cross-border*; in particolare, i costi di transazione

---

<sup>8</sup> GIOVANNINI GROUP, Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union, Brussels, November 2001, in [https://ec.europa.eu/info/system/files/first\\_giovannini\\_report\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/system/files/first_giovannini_report_en.pdf), e GIOVANNINI GROUP, Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements, Brussels, April 2003, in [https://ec.europa.eu/info/system/files/second\\_giovannini\\_report\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/system/files/second_giovannini_report_en.pdf), COMMISSIONE EUROPEA, Competition in EU securities trading and post trading, Bruxelles, 2006, e COMMISSIONE EUROPEA, Economic impact study on clearing and settlement, Bruxelles, 2006, OXERA, Monitoring prices, cost and volumes of trading and post trading activities, Report for European Commission Dg Internal Market and Services, Oxford-Brussels, 2011, in <https://www.oxera.com/wp-content/uploads/2018/03/Oxera-report-on-trading-and-post-trading-May-2011.pdf>.



delle operazioni che interessavano più Paesi erano da 1,5 a 6 volte maggiori rispetto agli oneri per le operazioni domestiche<sup>9</sup>.

Tale maggior costo delle operazioni *cross-border*, che derivava principalmente dalla necessità di ricorrere a “catene” di intermediari, poteva compromettere la raccolta di capitale delle società emittenti presso investitori di altri paesi.

Allo scopo di disciplinare le differenti forme di sedi di negoziazione, la MiFID prevedeva tre principali tipologie di *trading venues*, ovvero:

- ✓ i mercati regolamentati.
- ✓ i sistemi multilaterali di negoziazione (*multilateral trading facilities*, di seguito anche “MTF”).
- ✓ gli internalizzatori sistematici.

### **6.1.I mercati regolamentati**

Con tale definizione viene indicato il sistema multilaterale amministrato e/o gestito dal gestore del mercato e che consente ovvero facilita l’incontro – al suo interno e sulla base delle regole proprie non discrezionali – di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dar luogo a contratti relativi a strumenti finanziari ammessi alla negoziazione conformemente alle regole e/o ai suoi sistemi.

La creazione di un mercato regolamentato è sottoposta ad autorizzazione, demandata alla competente autorità nazionale subordinatamente al rispetto di alcuni requisiti, tra cui quelli relativi alle persone “che esercitano un’influenza significativa sulla gestione del mercato regolamentato”. La direttiva prescrive inoltre obblighi in materia di requisiti organizzativi, di ammissione dei titoli a quotazione<sup>10</sup>, e di accesso ai mercati regolamentati, che devono consentire al mercato di rispettare il principio di neutralità, tale per cui le negoziazioni avvengano in modo non discrezionale e sulla base di regole certe e predeterminate. I mercati regolamentati, poi, sono contraddistinti dall’applicazione di un set di regole di trasparenza pre e post negoziazione, derogabili attraverso un numero chiuso di esenzioni, concesse dalle autorità nazionali sulla base di regole tecniche elaborate dalla Commissione e profuse nella normativa di dettaglio<sup>11</sup>.

---

<sup>9</sup> In alcuni studi commissionati dalla Commissione Europea, tra gli altri COMMISSIONE EUROPEA, Economic impact study , cit., viene stimato che, se i costi di transazione *cross-border* intra-UE fossero stati equivalenti a quelli domestici, la riduzione del costo del capitale per le società emittenti avrebbe portato ad un aumento del PIL europeo compreso fra lo 0,2% e l’1,1%.

<sup>10</sup> I mercati regolamentati sono le uniche sedi di negoziazione che possono agire come mercato primario per gli strumenti ammessi alla negoziazione, mentre gli MTF, che pure hanno una funzione economica simile, possono essere impiegati esclusivamente come mercato secondario. Questo giustifica la presenza di regole più pervasive per i mercati regolamentati, ma la loro condizione può ovviamente essere considerata anche come un vantaggio competitivo, oltre che una ulteriore possibilità di offerta di servizi connessi al listing

<sup>11</sup> Nel sistema della MiFID le esenzioni sono previste agli articoli 29 e 44 MiFID 2004 e negli articoli 18 e 20 del regolamento 1287/2006. In particolare, sono individuabili quattro diversi tipi di esenzione:

- mercati che adottano prezzi determinati in relazione ad un prezzo di riferimento generato da un altro sistema, solitamente più liquido;

## 6.2.I sistemi multilaterali di negoziazione

Sono i sistemi che consentono l'incontro – al proprio interno e sulla base di regole non discrezionali – di interessi multipli di acquisto e vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti ma che poteva anche essere gestito, oltre che da una società di gestione dei mercati, da un'impresa di investimento. In virtù di tale ultima previsione, la gestione di sistemi multilaterali di negoziazione diventa quindi un servizio di investimento.

Il servizio, che può essere fornito da una impresa di investimento o da un gestore di mercati regolamentati, necessita di un'autorizzazione che ha connotati differenti rispetto a quella prevista per i mercati regolamentati.

Infatti, tra le altre cose che, mentre ciascun singolo mercato regolamentato deve essere soggetto ad una autorizzazione specifica, l'autorizzazione concessa in favore di un MTF consente all'impresa che lo ha ottenuto di gestire una pluralità di sedi, trattandosi di autorizzazione alla prestazione di un servizio di investimento.

In considerazione di questa qualificazione, però alla gestione di un MTF sono applicabili le regole di condotta e prudenziali previste per i servizi di investimento (e non applicabili ai mercati), con alcune specifiche eccezioni, tra cui la regola di *best execution*.

Le definizioni di mercati regolamentati e MTF delineano fattispecie di sistemi organizzati di scambio, qualificabili entrambi come “neutrali” e caratterizzati da elementi comuni all'interno delle rispettive fattispecie.

In entrambi i casi, si assiste infatti alla qualificazione di sistemi multilaterali e neutrali, che consentono l'incontro di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti<sup>12</sup>. Entrambe le *venues* devono essere caratterizzate dall'esistenza al loro interno di regole e procedure, di contenuto ed applicazione non discrezionali, che determinano l'accesso al sistema da parte degli intermediari, l'ammissione degli strumenti alle negoziazioni, le modalità di esecuzione delle stesse e, infine, l'applicazione di regole in materia di comunicazioni e trasparenza.

In sintesi, sulla base della comparazione dei due fenomeni, si può affermare che, nel sistema della MiFID, tra le attività svolte nell'ambito dei mercati regolamentati e quelle condotte presso gli MTF non

- 
- ordini maggiori alla dimensione normale di mercato;
  - operazioni concordate, soggette a condizioni diverse rispetto a quelle applicabili al pubblico;
  - ordini conservati in un sistema di gestione degli ordini gestito dal mercato regolamentato o dal sistema multilaterale di negoziazione in attesa della loro divulgazione al mercato.

<sup>12</sup> PACE, *I sistemi organizzati di negoziazione nella proposta di revisione della MiFID: un primo raffronto con le altre sedi di negoziazione*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2012, I, 493 ss..

sussistano vere e proprie differenze: è anzi la stessa direttiva a confermare tale conclusione affermando al suo interno una sostanziale identità di funzione tra le due sedi<sup>13</sup>.

Anche in conseguenza di ciò, la disciplina del 2004 prescrive una serie di regole condivise o comunque comparabili, applicabili a entrambe le sedi, quali le disposizioni in materia di requisiti soggettivi riguardanti le persone che esercitano un'influenza significativa sulla gestione del mercato regolamentato, di controllo sulle negoziazioni, nonché in tema di accordi di controparte centrale e di compensazione e di regolamento delle transazioni concluse.

### **6.3.Gli internalizzatori sistematici**

A differenza dei mercati regolamentati e degli MTF, sono inquadrabili come piattaforme di investimento non neutrali e bilaterali, all'interno delle quali le negoziazioni avvengono in base a regole discrezionali: secondo la definizione proposta dalla direttiva, infatti, un internalizzatore sistematico è “un'impresa di investimento che in modo organizzato, frequente e sistematico negozia per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione”<sup>14</sup>.

Si assiste, in pratica, all'incrocio di due servizi di investimento veri e propri, ovvero quello di negoziazione per conto proprio e quello di esecuzione di ordini dei clienti, in conseguenza del quale l'ordine non viene trasmesso ad un mercato regolamentato ovvero ad un MTF, bensì internalizzato.

Gli internalizzatori sistematici sono quindi considerati come imprese di investimento che, onde evitare la trasformazione della discrezionalità in arbitrio, sono soggette a regole di condotta che ne disciplinano la decisione di internalizzare l'ordine: l'impresa di investimento che offre il servizio, cioè, è tenuta a sottostare alle norme di comportamento previste per la prestazione di servizi di investimento<sup>15</sup>.

Altro rilevante elemento di distinzione di questa *trading venue*, come detto, è la sua bilateralità: mentre, infatti, mercati regolamentati e MTF sono per definizione multilaterali (aggregano cioè interessi plurimi di acquisto e di vendita, i quali interagiscono tra di loro), l'internalizzatore sistematico costituisce una sede di negoziazione all'interno della quale le proposte di acquisto/vendita hanno come controparte un solo soggetto.

---

<sup>13</sup> Il considerando n. 6 della direttiva MiFID, infatti, afferma che “occorre introdurre definizioni di mercato regolamentato e di sistema multilaterale di negoziazione che siano strettamente allineate, in modo da riflettere il fatto che entrambi esplicano la stessa funzione di negoziazione organizzata.

<sup>14</sup> Si assiste, in pratica, all'incrocio di due servizi di investimento veri e propri, ovvero quello di negoziazione per conto proprio e quello di esecuzione di ordini dei clienti, in conseguenza del quale l'ordine non viene trasmesso ad un mercato regolamentato ovvero ad un MTF, bensì internalizzato PARZIALE, *La proposta di riforma MiFID II ed il suo impatto sulla disciplina delle trading venues*, in AA.VV., *Crisi dei Mercati Finanziari e Corporate Governance: poteri dei soci e tutela del risparmio*, Roma, 2014.

<sup>15</sup> Tra cui si ricordano, anche per evidenziare le sostanziali differenze nella prestazione di tali servizi, l'applicazione delle prescrizioni in materia di norme di comportamento (articolo 19, MiFID), gestione di ordini dei clienti (articolo 22, MiFID 2004), e soprattutto di esecuzione dell'ordine alle migliori condizioni per il cliente (best execution, articolo 21, MiFID 2004). L'applicazione di tali norme, nell'ambiente normativo della MiFID, è esplicitamente esclusa per gli MTF all'articolo 14, comma 3, e per i mercati regolamentati all'articolo 42, comma 4.

Proprio per le caratteristiche peculiari del servizio reso, gli internalizzatori sistematici sono tenuti a rispettare gli obblighi di trasparenza post negoziazione previsti per tutte le imprese di investimento, ai quali si aggiungono gli obblighi di trasparenza post-negoziazioni, specifici per questa categoria, elaborati dalla normativa secondaria.

Si ricorda, infine, che l'attività degli internalizzatori sistematici deve avvenire "in modo organizzato, frequente e sistematico": il regolamento ha individuato quattro criteri che determinano il rispetto di tali requisiti, in mancanza dei quali l'impresa di investimento cessa di avere la qualifica di internalizzatore sistematico<sup>16</sup>.

Per tali soggetti era previsto un regime organico che, indipendentemente dalla sede di esecuzione utilizzata, disciplinava l'esecuzione delle operazioni su strumenti finanziari, così da garantire (o almeno cercare di assicurare) l'efficienza complessiva del sistema finanziario.

I preesistenti sistemi di scambio organizzato furono autorizzati a mutare la propria natura, trasformandosi in internalizzatori sistematici, così da essere ricompresi nelle sedi di negoziazione normativamente disciplinate, ovvero a svolgere il servizio di negoziazione per proprio conto.

#### **6.4. Gli obblighi di trasparenza**

La MiFID favorisce la concorrenza e, quindi, determina la conseguente frammentazione degli scambi tra le sedi di negoziazione, ma, per evitare che tale effetto andasse a detrimento della correttezza e del buon funzionamento dei mercati, impone stringenti obblighi di trasparenza pre e post negoziazione (obbligatori per le azioni e gli strumenti analoghi, facoltativo per gli altri strumenti ammessi alle contrattazioni).

La scelta appena rappresentata ha un duplice obiettivo:

- ✓ da un lato la tutela degli investitori, i quali dovevano poter avere informazioni appropriate per poter assumere le proprie decisioni di investimento/disinvestimento;
- ✓ dall'altro l'integrazione delle sedi di negoziazione ed il rafforzamento del processo di *price discovery* degli strumenti finanziari.

---

<sup>16</sup> Art. 21, comma 1, Reg. 1287/2006: "Qualora un'impresa di investimento, nell'eseguire gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione, negozi per conto proprio, essa è considerata come un internalizzatore sistematico se soddisfa i seguenti criteri che dimostrano che svolge la sua attività in modo organizzato, frequente e sistematico: a) l'attività riveste un ruolo commerciale importante per l'impresa ed è condotta in base a regole e procedure non discrezionali; b) l'attività è svolta da personale, o mediante un sistema tecnico automatizzato, destinato a tale compito indipendentemente dal fatto che il personale o il sistema in questione siano utilizzati esclusivamente a tale scopo; c) l'attività è accessibile ai clienti su base regolare e continua". Come è facile notare, l'elencazione del regolamento si compone di sole tre lettere, ma ad una analisi più attenta emerge come al punto a) siano riportati due indicatori distinti (rilevanza dell'attività e regole di attività non discrezionali).

In ambito nazionale, il d.lgs. n. 164/2007, adeguandosi alle disposizioni della direttiva MiFID che – come si è già avuto modo di evidenziare in precedenza - non aveva più riproposto la regola prevista all’art. 14, par. 3, dir. 93/22/CE, ha modificato l’art. 25 t.u.f., eliminando la già esaminata regola di cui al comma 2<sup>17</sup>.

La MiFID ha introdotto un quadro normativo per la fornitura di servizi di investimento connessi a strumenti finanziari da parte delle banche e delle imprese di investimento e per la gestione dei mercati regolamentati da parte dei gestori del mercato. Inoltre, definisce i poteri e i compiti delle autorità nazionali competenti in relazione a tali attività.

Si è già avuto modo di rilevare come obiettivo generale di tale intervento fosse quello di favorire l’integrazione, la concorrenza e l’efficienza dei mercati finanziari UE.

Per altro verso, l’abolizione della possibilità per gli Stati membri di richiedere che tutte le negoziazioni di strumenti finanziari avvenissero presso le borse tradizionali aveva consentito l’affermarsi di una concorrenza a livello europeo tra tali borse valori e le sedi alternative.

Aveva, inoltre, concesso alle banche e alle imprese di investimento un “passaporto” rafforzato per la fornitura di servizi di investimento in tutta l’Unione, subordinato al rispetto sia dei requisiti organizzativi che di segnalazione, nonché delle norme generali volte a garantire la protezione degli investitori.

Il risultato conseguito era una maggiore concorrenza tra le sedi in cui avviene la negoziazione degli strumenti finanziari e una maggiore scelta degli investitori in termini di fornitori di servizi o strumenti finanziari disponibili, un passo avanti che è stato accompagnato dai progressi tecnologici.

Gli effetti di tali interventi sono stati: da una parte, la diminuzione dei costi di transazione, dall’altra, l’aumento dell’integrazione tra i mercati.

L’analisi del contesto, tuttavia, aveva evidenziato alcuni problemi:

- ✓ in primo luogo, il contesto più competitivo aveva quale immediata conseguenza nuove sfide. I vantaggi di una maggiore concorrenza non si erano distribuiti equamente fra tutti i partecipanti al mercato e non sempre erano stati trasmessi agli investitori finali, sia al dettaglio che all’ingrosso. La frammentazione del mercato generata dalla concorrenza aveva, inoltre, reso più complicato il contesto in cui avveniva la negoziazione, soprattutto per quanto riguarda la raccolta dei relativi dati;
- ✓ in secondo luogo, gli sviluppi del mercato e quelli tecnologici in particolare, avevano superato diverse disposizioni contenute nella MiFID. L’interesse comune per condizioni di parità e trasparenti tra le sedi in cui avvengono le negoziazioni e le imprese di investimento veniva, in tal modo, ad essere compromesso;

---

<sup>17</sup> CAPRIGLIONE, *Intermediari finanziari, investitori, mercati. Il recepimento della MiFID. Profili sistematici*, Padova, 2008, p. 221 ss. e 250 ss.;

- ✓ in terzo luogo, la crisi finanziaria aveva rivelato le debolezze nella regolamentazione degli strumenti diversi dalle azioni, negoziati principalmente tra gli investitori professionali. Relativamente a questo tipo di negoziazione le ipotesi precedenti, secondo cui per favorire l'efficienza del mercato è necessario garantire una trasparenza minima, il controllo e la protezione degli investitori, non risultavano più valide;
- ✓ infine, il rapido sviluppo e la complessità crescente degli strumenti finanziari sottolineavano l'importanza di un livello maggiore e aggiornato di tutela degli investitori.

## 7. Le contrattazioni *over the counter*

Com'è rilevabile dalle ultime considerazioni, fermi restando gli obiettivi che si era posta la direttiva in esame, la stessa aveva lasciato delle falle nel sistema, così da permettere che intere famiglie di prodotti potessero essere scambiate al di fuori dei mercati ufficiali e dei sistemi multilaterali (*over the counter*, di seguito anche "OTC"), in modo assolutamente opaco e con evidenti rischi sistemici.

Di conseguenza, nonostante la direttiva MiFID avesse fortemente rivoluzionato il mercato degli strumenti finanziari, bilanciando l'eliminazione della regola della concentrazione degli scambi con la regolamentazione delle *alternative trading venues* che con il tempo si erano via via diffuse (sistemi multilaterali di negoziazione, internalizzatori), molte delle contrattazioni finanziarie continuavano a svolgersi in sedi di negoziazione – non illecite come le borse "sotterranee" o "nere" della Leningrado di un secolo fa ma altrettanto "oscure", tanto da meritarsi l'appellativo di "*dark pools*" – che sfuggivano all'ambito di applicazione della direttiva MiFID o beneficiano di esenzioni dal regime di trasparenza *pre-trade*.

La direttiva MiFID 2004 impiega il termine "fuori listino" esclusivamente nel considerando n. 53, ed in negativo, poiché individua le negoziazioni in relazione alle quali le imprese di investimento non sono gravate dall'applicazione delle regole in materia di trasparenza *pre-trade*.

Il considerando 53, letto in combinato con l'articolo 21 del Regolamento 1287/2006, che, al comma 3, individua le attività di internalizzazione che non ricadono nella definizione di "internalizzatore sistematico", poiché non condotte su base organizzata, frequente e sistematica<sup>18</sup>.

Unendo gli elementi contenuti nelle due fonti, la dottrina ha quindi ricavato una definizione che ricomprende le attività condotte fuori listino, ovvero quelle operazioni, che non sono ricomprese quali attività di internalizzazione sistematica in quanto:

- condotte su basi bilaterali, ad hoc e saltuarie;
- con controparti professionali;

<sup>18</sup> Art. 21, comma 3, Reg. 1287/2006: "L'attività consistente nell'eseguire gli ordini dei clienti tramite la negoziazione per conto proprio non è considerata come un'attività svolta in modo organizzato, frequente e sistematico qualora si applichino le condizioni seguenti: a) l'attività è svolta su basi bilaterali ad hoc e saltuarie, con controparti professionali, nel quadro di relazioni d'affari a loro volta contraddistinte da negoziazioni oltre le dimensioni normali del mercato; b) le operazioni sono effettuate al di fuori dei sistemi solitamente utilizzati dall'impresa interessata per le attività svolte in veste di internalizzatore sistematico".

- nel quadro di relazioni d'affari a loro volta contraddistinte da negoziazioni oltre le dimensioni normali del mercato<sup>19</sup>;
- al di fuori dei sistemi solitamente utilizzati dall'impresa interessata per le attività svolte in veste di internalizzatore sistematico.

In tale contesto, all'esito dell'entrata in vigore della MiFID, l'evoluzione tecnologica e la preferenza degli operatori verso sedi di negoziazione *dark* hanno avuto quale conseguenza lo sviluppo di sedi di negoziazione che non corrispondevano adeguatamente alle definizioni e ai requisiti indicati nella tripartizione delle *trading venues* operata dalla MiFID.

## 8. Le *dark pools*

Con il termine *Dark Pool* s'intende una gigantesca piattaforma finanziaria non regolamentata che consente di effettuare operazioni di trading in modo anonimo e senza rendere pubblici i prezzi, nonché i quantitativi degli strumenti finanziari scambiati. Esse sono utilizzate dai grandi investitori istituzionali per concludere enormi transazioni.

Facendo riferimento ad una ricerca effettuata da Bloomberg Intelligence, basata sui dati della FINRA<sup>20</sup> e condotta nel mese di gennaio 2016, risulta che all'epoca le maggiori Dark Pools appartenevano a:

- UBS, per il 14,4% del totale;
- Credit Suisse per il 13,6% del totale;
- IEX per il 10,7% del totale;
- Deutsche Bank per il 7,6% del totale;
- Morgan Stanley per il 7,2% del totale;
- JP Morgan Chase per il 4,9%;
- Merrill Lynch per il 4,8%;
- Barclays per il 3,9%.

Il peso delle *Dark Pools* cresce di anno in anno: secondo dati relativi al 2015, il volume degli scambi condotte su tali piattaforme è rappresentare il 7,22% del valore degli scambi sulle Borse europee. Negli Stati Uniti il peso delle *Dark Pools* rispetto al valore degli scambi delle Borse regolamentati è molto più elevato rispetto all'Europa: Bloomberg stima che il 20% del controvalore degli scambi avvenga su mercati non trasparenti, nel più totale anonimato.

<sup>19</sup> La lista degli strumenti ammessi alla negoziazione e la relativa dimensione normale del mercato, espressa in euro, è reperibile nell'apposito database tenuto dall'ESMA e raggiungibile all'indirizzo [mifiddatabase.esma.europa.eu](http://mifiddatabase.esma.europa.eu).

<sup>20</sup> *Financial Industry Regulatory Authority*, organizzazione non governativa deputata alla protezione degli investitori e dell'integrità del mercato ([www.finra.org](http://www.finra.org)).

I singoli risparmiatori non possono avvalersi delle *Dark Pools* per condurre le proprie attività di trading finanziario, attraverso di esse possono operare solo grandi investitori istituzionali, i quali hanno la possibilità, grazie a queste piattaforme, di concludere enormi transazioni nel più totale anonimato.

Oltre alla garanzia dell'anonimato, l'utilizzo delle *dark pools* consente agli investitori istituzionali di minimizzare i costi; ma, ancor circostanza ancor più significativa, dello stesso impatto sul mercato delle operazioni condotte, il cosiddetto *market impact*. Con specifico riguardo a questa opportunità si consideri che quando un investitore istituzionale opera per eseguire un ordine di grandi dimensioni, questo finirà con il muovere il mercato a suo sfavore. Infatti, se l'investitore istituzionale acquista in modo trasparente enormi quantità di titoli ciò provocherà un rialzo delle quotazioni, mentre se vende enormi quantità ciò ne provocherà un ribasso.

Attraverso l'utilizzo delle *dark pools* non ci sarà alcun *market impact*, perché non si conosce chi sta effettuando la transazione e a quale prezzo: tutto avviene nell'oscurità.

Questa caratteristica non ha lasciato, tuttavia, indifferenti le autorità di regolazione: la *Securities and Exchange Commission* <sup>21</sup> hanno inflitto a due banche europee, Credit Suisse<sup>22</sup> e Barclays<sup>23</sup>, sanzioni complessive da 154,3 milioni di dollari, per irregolarità nelle loro Dark Pools dovute proprio alla scarsa trasparenza verso i clienti.

Il sistema appena descritto ha quale conseguenza che i prezzi applicati in queste "Piscine oscure" possono avere un impatto sulla liquidità e confondere, e a volte persino distorcere, i prezzi reali degli strumenti finanziari scambiati. Inoltre, in momenti di grande volatilità sulle Borse regolamentate, le *Dark Pools* possono amplificare e contribuire ad una maggiore volatilità.

Infine, dev'essere sottolineato che i collegamenti diretti e indiretti con i mercati regolamentati generano un rischio elevato e possono mettere a rischio l'intero Sistema finanziario mondiale, partendo dalle Borse tradizionali.

In tale contesto, il dibattito si è focalizzato sull'analisi dei nuovi strumenti di negoziazione che, pur fornendo un servizio comparabile a quello degli MTF, erano soggetti a minori obblighi sia con riguardo alla trasparenza *pre-trade* che alla protezione degli investitori.

---

<sup>21</sup> SEC, l'ente federale statunitense preposto alla vigilanza della borsa valori

<sup>22</sup> La *Credit Suisse*, secondo il procuratore generale dello Stato di New York, dirottava sistematicamente ordini verso *Crossfinder*, la sua *Dark Pool*, dichiarando invece ai clienti, di non aver dato la priorità ad alcuna piattaforma.

<sup>23</sup> La *Barclays* era accusata, tra l'altro, anche di aver realizzato dei guadagni, grazie alla sua *Dark Pool*, con l'arbitraggio a sfavore dei propri clienti, ossia sfruttando i disallineamenti dei prezzi, utilizzando software di negoziazione ad alta velocità, gli HFT (*High Frequency Trading*).



Le proporzioni del fenomeno non sono particolarmente chiare, in considerazione della difficoltà riscontrata nell'approvvigionamento e nell'analisi dei dati; si ritiene però che il totale delle negoziazioni OTC costituisca una porzione rilevante del totale delle operazioni<sup>24</sup>.

La presenza di un mercato OTC non deve essere considerata, di per sé, negativa: questa tipologia di negoziazioni è necessaria al mercato e assolve una sua funzione economica specifica; ciò che è necessario, dal punto di vista della regolamentazione, è che i volumi di questa attività non raggiungano livelli tali da comportare una difficoltà nella formazione ottimale dei prezzi.

In particolare, nell'ambito delle negoziazioni fuori listino si è posta la questione della regolamentazione dei sistemi BCS<sup>25</sup>, figura ibrida di difficile collocazione nel sistema delle *trading venues* creato dalla MiFID.

Tuttavia, l'affermazione di questi sistemi di negoziazione sembrerebbe avvenire in un contesto di violazione del principio del *level playing field*, poiché, da un lato, i servizi offerti attraverso questi sistemi possono essere considerati comparabili rispetto a quelli proposti dai mercati regolamentati e dagli MTF, mentre, dall'altro, ricadendo nella definizione di mercato OTC, questi sistemi beneficiano di minori oneri regolamentari. Da più parti, dunque, si è levata una richiesta di fornire una adeguata regolamentazione al settore<sup>26</sup>.

Nel contempo, la crisi finanziaria del 2007/2008, determinata dallo scoppio della bolla speculativa dei mutui *subprime*, ha dimostrato come le scarse informazioni sulle negoziazioni *over the counter* relative ai prodotti strutturati o derivati collegati a tali mutui, ha contribuito a generare le note difficoltà nel raggiungere prezzi certi e *fair*.

Il fenomeno degenerativo legato a tali finanziamenti ed il relativo crollo dei titoli che incorporavano questi *asset*, nonché la mancanza di un mercato efficiente e trasparente, hanno conseguentemente causato una forte crisi di fiducia tra investitori professionali e intermediari.

Questa situazione ha, di conseguenza, determinato un aumento del costo di finanziamento delle banche, una quasi totale illiquidità dei mercati OTC dove venivano scambiati i titoli cartolarizzati e, da ultimo, evidenti tensioni sul mercato interbancario: la crisi di liquidità fuori da mercati regolamentati si è quindi tradotta in crisi di liquidità bancaria a causa della mancanza di fiducia e del potenziale rischio di controparte.

---

<sup>24</sup> Secondo alcune stime, si riteneva che il totale delle negoziazioni OTC si potesse assestare attorno al 40% del totale delle negoziazioni dell'area economica europea, CESR, *Report – Impact of MiFID on equity secondary markets functioning*, CESR 09-355, 2009, pagg. 6 ss., disponibile in [www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu).

<sup>25</sup> *Broker-dealer crossing system*

<sup>26</sup> Cfr. CFA Institute, *Dark Pools, Internalization and Equity Markets*, 2012, 61, disponibile su [cfapubs.org](http://cfapubs.org); Degryse (et al.), *Shedding lights*, (nt. 33), 20.

## Capitolo Secondo

### La disciplina delle *organised trading facilities* nell'ambito della MiFID II.

#### 7. La tutela del contraente debole quale *ratio* della normativa in materia di sedi di negoziazione.

L'abolizione della *concentration rule*, operata dalla direttiva 2004/39, MiFID I, ha portato a un nuovo assetto la negoziazione degli strumenti finanziari, centrata sulla differenziazione, in base alla disciplina, delle sedi di negoziazione. Questo risultato è stato conseguito dal legislatore che ha disciplinato le fattispecie predisponendo adeguati presidi in grado di assicurare il rispetto del principio del "*need of protection*", che da tempo connota la normativa posta a tutela del c.d. contraente debole.

Non a caso – anticipando alcuni aspetti che saranno in seguito oggetto di approfondimento - la direttiva n. 2014/65/ UE del Parlamento Europeo e del Consiglio (relativa ai mercati degli strumenti finanziari), la già più volte citata MiFID II, nel ridefinire la regolazione disposta nella MiFID I e proseguendo lungo il medesimo percorso, ha puntualizzato la normativa concernente l'accertamento dell'adeguatezza dei prodotti finanziari alle esigenze e caratteristiche degli investitori.

Sono state introdotte, quindi, misure destinate all'identificazione degli strumenti giuridici offerti dall'ordinamento per conseguire un elevato livello di tutela, addivenendo ad una innovativa specificazione di taluni servizi, alla modifica delle modalità di esecuzione degli ordini della clientela e, più in generale, interagendo sull'operatività dei mercati.

L'intento di rafforzare il regime di trasparenza delle negoziazioni e di salvaguardare la posizione delle controparti negoziali degli intermediari si è tradotto nella previsione di una più intensa responsabilità a carico di questi ultimi; sono stati, quindi, stabiliti appositi requisiti organizzativi per la loro struttura al fine di rendere possibile un'informazione degli investitori più dettagliata e dotata di maggiore frequenza rispetto al passato con modalità idonee a garantire forme di tutela più congrue in vista di un ordinato funzionamento dei mercati e di un'elevata qualità nell'esecuzione delle operazioni.

Sono stati, così, individuati i presupposti di un intervento regolatore preordinato all'eliminazione - o, quanto meno, alla riduzione - delle incertezze dei mercati connesse alle carenze (*rectius*: limiti) dei prodotti che in essi sono collocati.

Per converso, il riferimento alla responsabilità degli intermediari - la cui attività è talora orientata a trarre profitto dalla sostanziale diseguaglianza della posizione contrattuale della clientela e, dunque, dall'inadeguatezza dei processi informativi - riconduce all'osservanza di puntuali regole di condotta per assicurare una linea comportamentale improntata a correttezza ed efficienza operativa.

Ne è risultato, così, un sistema caratterizzato dalla competizione tra le differenti *trading venues* che - seppur funzionale a garantire scelte differenti di investimento - ha, di fatto, generato una frammentazione delle liquidità con possibili implicazioni negative sulla efficienza del processo di formazione dei prezzi di mercato.

Obiettivo primario della MiFID I è quello di predisporre forme di tutela della posizione contrattuale dei risparmiatori più efficaci di quelle previste dalla legislazione antecedente, per cui ci si trova in presenza di un rinnovamento disciplinare incentrato sull'attivazione di crescenti livelli di trasparenza nelle forme operative di cui trattasi; criterio che evoca nella specificità del suo significato, la correttezza dei comportamenti contrattuali e sottolinea la necessità in capo agli intermediari di fornire esaurienti informazioni alla propria controparte in merito al contenuto di una fattispecie.

Più in particolare, la trasparenza assurge a principio generale che connota la materia dei contratti posti in essere tra intermediari e consumatori di prodotti e servizi finanziari; sicché sul piano sistematico, trascendendo il momento tecnico della comunicazione, essa diviene fattore centrale nella tutela dei diritti dei risparmiatori<sup>27</sup>.

La MiFID I, nell'intento del regolatore, è destinata a ridisegnare la disciplina degli intermediari, degli investitori e dei mercati, infondendo vitalità nuova al sistema europeo delle relazioni finanziarie. Essa fonda la salvaguardia dei risparmiatori sull'acquisizione di dati informativi in ordine al contenuto negoziale del rapporto da essi intrattenuto con gli intermediari; conseguentemente, consente di formulare una libera manifestazione di volontà improntata a piena conoscenza, secondo un criterio ordinatore che si compendia nell'imposizione di particolari obblighi a carico degli offerenti.

La ricerca di forme di effettiva salvaguardia dei consumatori di servizi finanziari viene incentrata, infatti, nel ricorso a meccanismi informativi che, assicurando un congruo flusso di notizie alla e dalla clientela, è preordinato a garantire trasparenza e correttezza dell'*agere*<sup>28</sup>.

Sotto altro profilo, vengono in considerazione le disposizioni che impongono il particolare obbligo di eseguire gli ordini ricevuti alle migliori condizioni, donde l'esigenza di un continuo processo di revisione delle misure strategiche cui deve essere conformata l'operatività.

È evidente, dunque, l'interesse del legislatore europeo affinché sia impedito il verificarsi di situazioni nelle quali l'utente finale possa in qualche modo essere penalizzato dall'operatività dell'intermediario; logica disciplinare, questa, che si rinviene anche a fondamento di una compiuta rivisitazione della normativa in tema

---

<sup>27</sup> CAPRIGLIONE, *Prime riflessioni sulla MiFID II (tra aspettative degli investitori e realtà normativa)*, in *Riv.Trim.Dir.Econ.*, 2/2015, pagg. 78 s..

<sup>28</sup> A ciò si aggiunga il peculiare rilievo ascrivito a specifici test di «profilatura del rischio», ai quali gli investitori devono essere sottoposti dagli intermediari, i cui obblighi comportamentali risultano modulati in relazione alla categoria di appartenenza delle controparti. CAPRIGLIONE, *op. loc. cit.*;

di conflitti d'interesse, la quale trova il proprio epicentro nelle previsioni che attestano un accresciuto grado di responsabilità dei vertici aziendali delle imprese d'investimento<sup>29</sup>.

L'obbligo a carico delle imprese di investimento di classificare “in modo innovativo” la propria clientela, di rispettare regole di condotta “più puntuali di quelle precedenti”, di valutare l’“adeguatezza” e l’“appropriatezza” delle operazioni proposte dà contenuto all’insieme degli strumenti preordinati allo scopo sopra indicato; diviene così possibile ipotizzare che le “finalità” perseguite consentano un recupero della fiducia nel sistema finanziario.

A fronte di talune carenze della regolazione contenuta nella MiFID I riguardanti, tra l'altro, la mancanza di un adeguato monitoraggio dei rischi nelle imprese d'investimento, è emersa la necessità di predisporre idonei correttivi la cui introduzione, per quanto riguarda la disciplina dei mercati, viene focalizzata sull'operatività delle piattaforme, ravvisandosi opportuno indurre queste ultime ad un più rigido rispetto della trasparenza pre e post negoziazione, nonché ad effettuare una pubblica indicazione dei criteri di selezione degli strumenti finanziari offerti.

### **8. I *broker crossing system*.**

Abbiamo già avuto modo di segnalare come – nell'ambito delle negoziazioni *over the counter* – si sia posta la questione della regolamentazione dei sistemi *broker crossing*, figura ibrida<sup>30</sup> di difficile collocazione nel sistema delle *trading venues* creato dalla MiFID I, strutture di negoziazione degli strumenti finanziari, i quali presentano nella pratica diverse sfaccettature, soprattutto per ciò che attiene al ruolo del gestore nel “*crossing*” tra gli interessi di acquisto e di vendita, e sono pertanto difficilmente riconducibili ad una categoria unitaria; nei BCS l'esecuzione degli ordini da parte dell'intermediario è fortemente automatizzata, al punto da comprometterne la distinzione con i sistemi multilaterali e non discrezionali sopra descritti.

I sistemi di *broker crossing* possono essere descritti come sistemi elettronici interni, alternativi ai sistemi di negoziazione ordinari di messa a confronto della domanda e dell'offerta, utilizzati da imprese di investimento che eseguono gli ordini dei clienti a fronte di ordini di altri clienti.

In particolare, tali sistemi permettono l'incrocio automatico degli ordini di acquisto e vendita per l'esecuzione, senza indirizzarli verso un mercato regolamentato o un MTF. I *broker/dealer* impiegano sistemi computerizzati per incrociare gli acquirenti ed i venditori di grandi quantità di titoli: il vantaggio dei *crossing networks* è la capacità di eseguire un grande quantitativo di ordini senza incidere sul prezzo ufficiale.

---

<sup>29</sup> CAPRIGLIONE, *Intermediari finanziari investitori mercati*, Padova, 2008, p. 189 ss..

<sup>30</sup> Per quanto la percentuale delle operazioni condotte su questi sistemi non fosse particolarmente elevata, il trend di crescita di queste sedi ha destato un certo interesse PARZIALE, *La proposta di riforma MiFID II ed il suo impatto sulla disciplina delle trading venues*, in *Crisi dei mercati finanziari e corporate governance: poteri dei soci e tutela del risparmio*, a cura di Lener, Roma, 2014.

Questi sistemi tendono ad essere utilizzati per i titoli ad elevata liquidità; offrono inoltre commissioni molto basse, l'anonimato nelle compravendite nonché un'incidenza (quasi) nulla sul mercato delle operazioni eseguite; tuttavia, tali sistemi di negoziazione sembrerebbero operare in un contesto di violazione del principio del *level playing field*, poiché, mentre da un lato, i servizi offerti possono essere considerati comparabili a quelli proposti dai mercati regolamentati e dagli MTF, dall'altro, ricadendo nella definizione di mercato OTC, essi beneficiano di minori oneri regolamentari.

La scelta dell'investitore in ordine alla tipologia di organizzazione nella quale attivare le negoziazioni è quindi dettata dalle caratteristiche dello strumento negoziato e dal quantitativo scambiato: le sedi di negoziazione multilaterali e non discrezionali attraggono strumenti altamente standardizzabili; di contro, i prodotti più complessi per volume o per struttura, idonei ad incontrare esigenze personalizzate dell'investitore (c.d. *bespoke*), sono negoziati nelle sedi informali e su base bilaterale.

Caratteristica prevalente è rappresentata comunque dal fatto che, per un verso, l'interazione degli interessi di negoziazione dei clienti è operata dal gestore in base a regole discrezionali, per l'altro, il sistema genera un vero e proprio *matching* tra interessi di negoziazione, nel senso che sono i clienti e non il gestore, se non in casi eccezionali, controparti dell'operazione.

Con riguardo ai *broker crossing systems*, un'interessante analisi è rinvenibile in un documento del CESR, nel quale si rileva che “*a number of investment firms in the EU operate systems that match client order flow internally. Generally, these firms receive orders electronically, utilize algorithms to determine how they should best be executed and then pass the business through an internal system that will attempt to find matches. Some systems match only client orders, while others (depending on the client instructions/permissions) also provide matching between client orders and house orders*”<sup>31</sup>.

## **9. Il processo di modifica della MiFID I.**

L'incidenza negativa della crisi finanziaria sul processo innovativo avviato con l'emanazione della MiFID I ne ha messo in evidenza i limiti e ha consentito di acquisire contezza del fatto che gli obiettivi perseguiti dalla regolamentazione europea, poi recepita a livello di singoli Stati aderenti, rischiavano di essere compromessi, nonché della carenza delle forme di controllo a tutela degli investitori.

Gli operatori - di fronte alle insufficienze e, per certi versi, alla precoce obsolescenza della regolazione in parola - si accorsero di aver caricato il recepimento della direttiva MiFID I di aspettative forse eccessive rispetto alla reale portata disciplinare di quest'ultima<sup>32</sup>.

Questo emerge chiaramente dalla Relazione della Proposta di direttiva “relativa ai mercati degli strumenti finanziari che abroga la direttiva 2004/39/CE”, ove si fa riferimento alle debolezze emerse “nella

<sup>31</sup> CESR, Technical Advice to the European Commission in the Context of the MiFID Review: Equity Markets, in [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/10\\_975.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/10_975.pdf).

<sup>32</sup> CAPRIGLIONE, *Prime riflessioni*, cit., pag. 82.

regolamentazione degli strumenti diversi dalle azioni, negoziati principalmente tra gli investitori professionali”, tali da far ritenere non più valide le forme di controllo poste a garanzia degli investitori e giustificata “l’esigenza di miglioramenti mirati” della normativa MiFID I.

L’obiettivo della MiFID I era quello di promuovere la competizione tra le varie sedi di negoziazione allo scopo d’incentivare l’innovazione, la competizione per il miglior prezzo, e l’ampliamento della scelta per gli investitori, garantendo, altresì, la trasparenza e l’efficienza nel meccanismo di formazione del prezzo. Se, tuttavia, il sistema realizza la frammentazione della liquidità tra le varie sedi di negoziazione, consentendo altresì transazioni i cui volumi e importi non vengono comunicati al mercato (le già viste *dark pools*), si assiste ad una diminuzione dell’efficienza nella formazione del prezzo.

Emerge, così, la necessità di migliorare l’operatività dei mercati attraverso nuove forme regolatorie, nonché l’introduzione di peculiari misure sanzionatorie. L’evidente instabilità sistemica, emersa a seguito della crisi, ha, in particolare, indotto il regolatore a valutare con attenzione gli effetti di talune tipologie di rischio (in passato non sufficientemente considerate), sì da assegnare ad apposite autorità di supervisione la competenza di vigilare nei diversi comparti del sistema finanziario.

Anche le autorità di controllo nazionali si sono espresse a favore di un rafforzamento della disciplina esistente per raccorderla alle dinamiche operative dei mercati e conformarne i contenuti alle indicazioni del processo tecnologico<sup>33</sup>, atteso che i meccanismi di controllo previsti dalla MiFID I si sono rivelati inadeguati a fronteggiare le fragilità del sistema finanziario causate dalle turbolenze d’inizio millennio che hanno sottoposto a verifica la validità dei modelli di vigilanza europei.

Meritevole di attenzione è sembrata, altresì, l’esigenza di ridisegnare la parte della normativa speciale concernente le modalità organizzative delle imprese di investimento, la cui compagine aziendale viene ritenuta dal regolatore europeo bisognosa di ristrutturazione, analogamente a quanto previsto per gli altri intermediari finanziari.

Tale forma d’intervento è stata, poi, correlata alla modifica delle forme di negoziazione, all’uopo ipotizzandone la realizzazione in termini di maggiore sicurezza per gli investitori e di più intensa responsabilità per le imprese di investimento. Da qui la prospettiva di cambiamenti disciplinari volti a garantire, “per il futuro, quei livelli di integrità, efficienza e competitività del mercato, che oggi sembrano una meta ancora lontana”<sup>34</sup>.

Sono evidenti, in tale contesto, le ragioni sottese all’introduzione di adeguati presidi organizzativi strumentali alla realizzazione di linee di rinnovamento volte ad assicurare, fin dalla fase di ideazione dei prodotti, modalità ottimali nel perseguimento dell’interesse degli investitori (identificabile in un riscontro di

---

<sup>33</sup> TARANTOLA, *Il sistema dei controlli interni nella governance bancaria*, relazione al convegno su *Il sistema dei controlli aziendali: alla ricerca di una governance*, organizzato da DEXIA Crediop, Roma, 6 giugno 2008.

<sup>34</sup> CAPRIGLIONE - PELLEGRINI, *I mercati finanziari*, in AA.VV., *Elementi di diritto pubblico dell’economia*, a cura di PELLEGRINI, Padova, 2012, p. 539.

adeguatezza prima della loro commercializzazione). Analogamente, si ravvisa l'opportunità di modificare l'espletamento di taluni servizi, avendo di mira l'esigenza di evitare i rischi collegati alla percezione di incentivi da parte degli intermediari (con l'ovvia conseguenza di sconfinamenti in pericolose forme di coinvolgimento della clientela in negoziazioni che inquinano il mercato e meritano la disapprovazione comune).

Da ultimo, s'individua l'esigenza di rendere i mercati finanziari europei più trasparenti ed efficienti nonché di evitare condizioni sperequate tra le varie sedi di negoziazione multilaterale. A ciò segue l'aspettativa di un intervento riformatore orientato all'ampliamento di queste ultime, previa introduzione di una nuova tipologia di piattaforma, la quale - come verrà puntualizzato - dovrà essere "particolarmente ampia, tale da consentire, anche in futuro, di comprendere ogni tipo di organizzazione di negoziazione che non rientri tra quelle già disciplinate"<sup>35</sup>.

## **10. La MiFID II e il MiFIR. Profili generali.**

L'esigenza condivisa di una riforma organica della regolazione finanziaria trova riscontro nell'allineamento del quadro normativo alla realtà di riferimento, realizzato con un complesso dispositivo articolato su più livelli: talune statuizioni sono contenute nella menzionata direttiva n. 2014/65/UE, la MiFID II, e altre riportate in un nuovo regolamento, il n. 600/2014/UE, denominato MiFIR.

Le due nuove fonti del diritto recano significative modifiche alla disciplina dei mercati e delle *trading venues*. Di rilievo è, sotto questo profilo, l'estensione realizzata mediante la previsione di un'apposita piattaforma denominata *Organised Trading Facilities* (OTF).

In estrema sintesi, è possibile affermare che questo nuovo sistema è finalizzato a consentire l'incontro di interessi multipli (di acquisto e di vendita) relativi a strumenti finanziari (da parte di una pluralità di soggetti terzi); incontro facilitato da un'intrinseca semplificazione procedimentale di tale piattaforma, non legata ad una struttura predefinita e svincolata dalle forme disciplinari che regolano gli altri sistemi<sup>36</sup>

Il considerando 6 MiFIR afferma come sia "importante garantire che la negoziazione di strumenti finanziari avvenga per quanto possibile in sedi organizzate e che tutte queste sedi siano regolamentate in modo adeguato", aggiungendo poi, ad ulteriore rafforzamento del proposito, che "qualsiasi sistema di negoziazione di strumenti finanziari, quali ad esempio le entità attualmente note come reti di *broker crossing*, dovrebbe essere adeguatamente regolamentato [e] autorizzato nell'ambito di una delle tipologie di sedi multilaterali di negoziazione o quale internalizzatore sistematico".

---

<sup>35</sup> SEPE, *Sistemi multilaterali di negoziazione - internalizzatori sistematici - sistemi organizzati di negoziazione*, in AA.VV., *Manuale di diritto bancario e finanziario*, a cura di CAPRIGLIONE, Padova, 2015, p. 724 ss.

<sup>36</sup> CONSOB, *Mappatura delle infrastrutture di negoziazione in Italia*, Roma, 2018, pag. 8.

La MiFID II condivide lo scopo originario della direttiva del 2004 e ne conferma le scelte di fondo<sup>37</sup>. L'obiettivo è, infatti, lo sviluppo di un mercato unico dei servizi finanziari in Europa, nel quale siano assicurate la trasparenza e la protezione degli investitori.

In un'ottica di rafforzamento della fiducia nel sistema finanziario, sono stati inclusi nell'ambito di applicazione della MiFID II settori in precedenza non regolamentati è stato predisposto un più completo sistema di vigilanza ed *enforcement* delle regole.

La MiFID II ed il relativo regolamento comunitario di attuazione provvedono, quindi, a definire un regime di trasparenza post-trade, valido per i sistemi multilaterali di negoziazione ed i mercati regolamentati, nonché per le imprese di investimento, a prescindere dalla loro natura o meno di internalizzatori sistematici e per le operazioni concluse al di fuori dei mercati regolamentati e dei sistemi multilaterali di negoziazione.

Quello della trasparenza, tuttavia, è un tema alquanto controverso, soprattutto per i profili attinenti all'impatto sul processo di formazione del prezzo e contestualmente sulla liquidità da intendersi come la capacità del mercato di negoziare un certo volume di strumenti finanziari senza influenzare significativamente i loro prezzi<sup>38</sup>.

Nell'ipotesi di mercati multilaterali non discrezionali, che non assumono una posizione di rischio sul mercato poiché si limitano a favorire l'interazione tra i vari ordini di acquisto e vendita, gli obblighi di informazione pre-trade non comportano rischi per il gestore del mercato. In ipotesi di negoziazioni bilaterali e OTC, invece, se l'intermediario negozia in contropartita diretta, il rischio è evidente e la gestione potrebbe rivelarsi antieconomica così da consigliare di non comunicare al mercato le scelte degli investitori<sup>39</sup>.

Il contenimento di questi rischi si gioca sul piano regolatorio tramite la predisposizione di regole di trasparenza pre e post negoziazione omogenee per le varie sedi di negoziazione e la fissazione della regola generale della *best execution* che impone agli intermediari di eseguire la negoziazione nella sede che garantisca il miglior risultato per l'investitore.

Il processo di revisione, previsto già dall'art. 65 MiFID I, è stato quindi sostenuto dal dibattito congiunto della Commissione e del Parlamento europeo unitamente al CESR<sup>40</sup>, centrato sull'evidenza che la

---

<sup>37</sup> FRANZA,  *Mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione, internalizzatori sistematici ed il direct market access. Criticità emerse in applicazione MiFID I e prospettive nella MiFID II*, in *Diritto Bancario Approfondimenti*, Luglio 2016.

<sup>38</sup> Mette conto segnalare altre due caratteristiche rilevanti del mercato finanziario: la profondità e la resilienza.

La profondità di mercato sta ad indicare il volume delle transazioni.

La resilienza di mercato, invece, si valuta in termini di velocità con la quale i prezzi ritornano al loro livello di equilibrio a seguito di uno shock nel flusso delle transazioni; LUCANTONI, *Il mercato dei derivati: note preliminari ad uno studio sistematico*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, fasc.2, 2017, pag. 182 ss..

<sup>39</sup> Di fatti, nei casi in cui l'intermediario assume una posizione diretta, il mercato ovviamente reagisce alle azioni del dealer; e se il dealer dà la notizia di aver assunto una posizione ancora aperta (di vendita o di acquisto) altri trader potrebbero approfittare della situazione e creare problemi di liquidità, LUCANTONI, *op.loc.cit.*

<sup>40</sup> In particolare si vedano i seguenti documenti: EUROPEAN PARLIAMENT, *Resolution on the Regulation of Trading in Financial Instruments*, 14 December 2010; COMMISSION, *Public Consultation. Review of the Markets in Financial Instruments Directive (2010)* e CESR, *Technical Advice to the European Commission in the Context of the MiFID Review, Equity Markets* (29 July 2010).



frammentazione del mercato aveva reso il sistema delle negoziazioni più complesso e opaco, in particolare per ciò che attiene alla distribuzione delle informazioni.

La classificazione tra sedi di negoziazione operata dalla MiFID I aveva mostrato alcune fragilità che non consentivano un *level playing field* in presenza di sistemi organizzativi con funzionalità omogenee, lasciando in vero spazio ad arbitraggi regolamentari. Abbiamo visto, infatti, come il sistema consentisse lo scambio degli strumenti derivati OTC ovvero attraverso i sistemi BCS, aggirando così la regolamentazione propria dei mercati regolamentati e dei sistemi multilaterali di negoziazione in materia di trasparenza.

Si è avuto modo di lumeggiare nel precedente capitolo l'evoluzione che ha condotto a sostanziali modifiche con riferimento alla disciplina prevista dalla direttiva ISD per mano della MiFID I, poi con il MiFIR e la MiFID II il legislatore europeo ha compiuto un ulteriore passo in avanti, introducendo:

- ✓ per un verso, un nuovo servizio di investimento, consistente nella gestione di sistemi multilaterali in cui l'interazione degli interessi di negoziazione è operata dal gestore in modo discrezionale (c.d. "sistemi organizzati di negoziazione");
- ✓ per l'altro, disposizioni che vincolano chi intenda organizzare scambi di strumenti finanziari su base multilaterale a farlo in una delle forme (di negoziazione organizzata) espressamente disciplinate.

Le regole introdotte dalle fonti prima citate hanno lo scopo di rendere ancora più sicure e trasparenti le negoziazioni di strumenti finanziari che hanno un impatto sistemico notevole sull'integrità del mercato finanziario.

In tale contesto, nel dibattito connesso ai lavori che hanno condotto all'adozione della MiFID II e del MiFIR, stata messa in discussione l'opportunità di legittimare forme di negoziazione organizzata in cui la regola di *matching* è decisa volta per volta dal gestore che, in tal modo, condiziona (anzi crea) il gioco della domanda e dell'offerta.

Sono state, in particolare, evidenziate alcune criticità sul fronte della *price formation*, della *trasparency* (un *matching* discrezionale genererebbe prezzi e informazioni sui prezzi significativamente diversi rispetto a quelli delle altre sedi di negoziazione), del *level playing field* (che sarebbe compromesso dall'attribuzione ai soggetti che predispongono i sistemi di negoziazione in questione di una facoltà, la discrezionalità nel *matching* appunto, che i gestori delle altre piattaforme di negoziazione non hanno) e della tutela degli investitori che negoziano sul sistema (i quali potrebbero subire più facilmente trattamenti discriminatori).

È prevalsa la soluzione, prospettata in seno al Parlamento europeo, di escludere la possibilità di organizzare scambi su base multilaterale con *matching* discrezionale per ciò che riguarda i titoli *equity* e affini, (c.d. "*equity-like*"), ritenuti più sensibili ai profili prima segnalati connessi alla *price formation* e alla trasparenza.

A tal fine, per un verso, è stata circoscritta la definizione di “sistema organizzato di negoziazione” agli scambi di obbligazioni, strumenti finanziari strutturati, quote di emissione e derivati, per l’altro, al fine di “catturare” e limitare l’operatività di quei sistemi (che altrimenti rimarrebbero “scoperti”) aventi medesime caratteristiche strutturali ma in cui si negoziano strumenti finanziari diversi (azioni, certificati di deposito, fondi indicizzati quotati, certificati e altri strumenti finanziari analoghi), è stato introdotto l’obbligo di organizzarli nelle forme del “sistema multilaterale di negoziazione”.

Infine, ad ulteriore rafforzamento di tale obiettivo e, in ogni caso, al fine di “blindare il sistema” ed evitare che siano organizzate negoziazioni su base multilaterale al di fuori delle fattispecie previste dalla direttiva, è stata introdotta una “disposizione di chiusura” in base alla quale “tutti i sistemi multilaterali di strumenti finanziari (...) operano in conformità [alle] disposizioni del titolo II per quanto riguarda i sistemi multilaterali di negoziazione e per i sistemi organizzati di negoziazione o delle disposizioni del titolo III per quanto riguarda i mercati regolamentati” (art. 1, par. 7, MiFID II)<sup>41</sup>.

### **11. Gli *Organised Trading Facilities*.**

Le motivazioni che giustificano la creazione dell’OTF sono specificate dal regolamento MiFIR, il quale ne riconduce le finalità alla realizzazione di “mercati finanziari più trasparenti ed efficienti”, nonché alla definizione di “condizioni eque tra le varie sedi che offrono servizi di negoziazione multilaterale”; motivazioni che hanno reso conveniente l’introduzione di “una nuova categoria di sede di negoziazione ... che ... applichi regole non discriminatorie in relazione all’accesso al sistema stesso ... (e sia) ... definita in modo tale da essere in grado, ora e in futuro, di comprendere tutti i tipi di esecuzione organizzata e organizzazione di negoziazione che non corrispondono alle funzionalità o alle specifiche normative” (considerando n. 8).

Si è inteso dare vita a una piattaforma residuale, destinata ad integrare i sistemi di negoziazione preesistenti ed in grado di ricomprendere quelli non oggetto di specifica disciplina nella MiFID I, con la conseguenza di incidere negativamente sui livelli di trasparenza delle forme operative praticate. L’attivazione del nuovo sistema è sottoposta ad autorizzazione (art. 5 della direttiva n. 2014/65/UE), stante il suo inquadramento normativo tra i servizi d’investimento, ed i suoi gestori devono dotarsi di disposizioni idonee a prevenire conflitti d’interesse e ad assicurare il sano funzionamento dell’OTF. La dottrina ha evidenziato i caratteri distintivi di questi ultimi rispetto ai mercati regolamentati e agli MTF (art. 20 della direttiva n. 2014/65 /UE), identificati nelle modalità di immissione (e di abbinamento) degli ordini nel sistema, nel più ristretto “perimetro degli strumenti finanziari” utilizzabili, “essendo per gli OTF esclusi i titoli azionari e

---

<sup>41</sup> Si tratta di una “disposizione di chiusura”, come emerge dalle intenzioni del legislatore espresse al considerando 8 MiFIR: «Tale nuova categoria [i sistemi organizzati di negoziazione *n.d.r.*] è ampiamente definita in modo tale da essere in grado, ora e in futuro, di comprendere tutti i tipi di esecuzione organizzata e organizzazione di negoziazione che non corrispondono alle funzionalità o alle specifiche normative delle sedi esistenti».

Tuttavia, essendo stata limitata solo a determinati strumenti finanziari, la capacità di chiusura del sistema risulta alquanto depotenziata e non può assolvere appieno alla funzione prospettata nel citato considerando.

assimilati”<sup>42</sup>, nel divieto per il gestore di un OTF di operare in conto proprio (fatta salva l’attività su titoli del debito sovrano) e l’apertura ad un’operatività *matched principal trading*<sup>43</sup>.

In primo luogo occorre sottolineare come il “sistema organizzato di negoziazione” si collochi nel più ampio contesto delle “sedi di negoziazione” (categoria che comprende altresì “il mercato regolamentato” e il “sistema multilaterale di negoziazione”), con cui condivide la natura di “sistema di negoziazione multilaterale”.

Le caratteristiche tipologiche del nuovo servizio di investimento possono essere pertanto ben comprese solo se analizzate congiuntamente alle altre *trading venue*, evidenziandone i tratti comuni e quelli differenti, così da poter definire le differenze salienti rispetto alle altre due sedi di negoziazione e agli MFT in particolare<sup>44</sup>.

### **11.1. L’attività di *matched principal trading*.**

Il MiFIR e la MiFID II contengono ulteriori elementi di novità che, quand’anche posti sul piano della disciplina della sede di negoziazione (dando cioè per assodata l’individuazione del soggetto cui riferire la regola) e talvolta limitati ai “sistemi organizzati di negoziazione”, hanno un impatto trasversale su tutte le *trading venue* e consentono di caratterizzarne meglio le differenze.

Tra queste merita particolare attenzione la disciplina del “*matched principal trading*” (interposizione senza assunzione di rischi) che talvolta configura un sistema bilaterale a sé stante, altre volte una semplice operatività del gestore sulla propria piattaforma multilaterale; inoltre, a fronte della discrezionalità nel *matching*, la MiFID II ha imposto al gestore del “sistema organizzato di negoziazione” il rispetto di alcune regole di comportamento, tra cui quella di *best execution* che è utile mettere a confronto – sia nei contenuti sia negli effetti che produce sulla caratterizzazione del servizio offerto – con le regole di interazione degli ordini definite *ex ante* in seno alle altre sedi di negoziazione.

La negoziazione *matched principal* consiste in un tipo di negoziazione in cui l’intermediario si interpone nella transazione tra l’acquirente e il venditore in modo da non essere mai esposto al rischio di mercato durante l’intera esecuzione dell’operazione (assenza di rischio controparte), eseguendo un *matching* simultaneo di ordini, ma con segno opposto (da un lato comprare e, dall’altro, vendere) e con la transazione conclusa ad un prezzo per cui l’intermediario non percepisce né utili né perdite diverse dalle proprie commissioni di intermediazione o da altre utilità previamente concordate e di cui le parti sono state edotte. Vi sono dunque tre componenti che definiscono tale modalità di negoziazione:

---

<sup>42</sup> SEPE, *Sistemi multilaterali di negoziazione*, cit., pag.725.

<sup>43</sup> Tale operatività consiste in una transazione che si realizza con l’interposizione, fra l’acquirente e il venditore, di un “facilitatore”, il quale conclude la transazione senza risultare esposto al rischio di mercato e ricevendo soltanto una commissione o riconoscimento di altro tipo, quindi senza lucrare un profitto/subire una perdita, CONSOB, *Mappatura*, cit. pag. 8.

<sup>44</sup> PACE, *I sistemi organizzati*, cit., *passim*; PACE, *Le negoziazioni organizzate di strumenti finanziari*, in *Nuovo Diritto delle società*, 1/2016, pagg. 37 ss., *passim*.

- ✓ l'assenza di un rischio controparte;
- ✓ l'esecuzione dell'ordine in contemporanea tra le due parti;
- ✓ la componente della struttura remunerativa.

Questa operatività viene espressamente consentita a quegli intermediari finanziari che prestano il servizio di investimento di negoziazione in conto proprio, ma riceve specifica disciplina con riguardo alle sedi di negoziazione, e in particolare per mercati regolamentati e MTF, per cui è necessario garantire "neutralità" rispetto al sistema gestito. Infatti, il legislatore vieta espressamente a tali soggetti lo svolgimento di tale attività.<sup>45</sup>

Un discorso diverso è tuttavia possibile per gli OTF, i quali, sul proprio sistema e in condizioni di parità con gli altri soggetti che vi hanno accesso (che non devono mancare, vista la natura multilaterale del sistema), possono svolgere negoziazione *matched principal*, ma esclusivamente nel caso in cui (art. 20, MiFID II):

- ✓ vi sia il consenso dei clienti;
- ✓ la negoziazione interviene su obbligazioni, strumenti finanziari strutturati, quote di emissione e strumenti derivati non appartenenti a una categoria di derivati dichiarata soggetta all'obbligo di compensazione in conformità dell'articolo 5 del regolamento (UE) n. 648/2012;
- ✓ lo svolgimento di negoziazione *matched principal* non generi conflitti di interesse tra il gestore e la sua clientela.

In tali situazioni il gestore di un OTF dovrà fornire alla propria Autorità competente informazioni relative al modo in cui viene effettuata tale negoziazione; effettuare negoziazione per conto proprio diversa dalla negoziazione *matched principal* in relazione a titoli di debito sovrano privi di un mercato liquido.

Alcune limitazioni sono anche previste con riguardo alla possibilità per gli internalizzatori di svolgere la suddetta attività nell'esecuzione degli ordini dei clienti. A tal proposito, il considerando 19 del Regolamento (UE) n. 2017/565 chiarisce che un internalizzatore può svolgere attività *matched principal* soltanto su base occasionale e non regolare, valutando l'occasionalità sulla base dei seguenti criteri<sup>46</sup>:

- ✓ l'impresa gestisce uno o più sistemi, di tipo automatizzato o meno, mirati a facilitare le possibilità di combinare ordini dei clienti di segno opposto;
- ✓ nell'eseguire gli ordini dei clienti:
  - le attività prive di rischio rappresentano una rilevante o ricorrente fonte di guadagno per l'impresa;
  - l'impresa commercializza, o promuove in altro modo, le proprie attività di *matched principal* trading.

<sup>45</sup> CONSOB, *Mappatura*, cit., pag. 8.

<sup>46</sup> CONSOB, *Mappatura*, cit., pag. 9.

## 11.2. Il raffronto tra le differenti sedi di negoziazione.

Punto di partenza dell'indagine è rappresentato dalle definizioni delle diverse sedi di negoziazione.

A tal riguardo è utile fin da ora chiarire che le definizioni delle tre sedi di negoziazione previste dalla MiFID II si pongono su livelli non sempre coincidenti. In particolare solo quelle di “sistema multilaterale di negoziazione” e di “sistema organizzato di negoziazione” adempiono alla duplice funzione di individuare:

- le attività il cui esercizio è subordinato ad un'autorizzazione;
- le caratteristiche minime che l'attività deve possedere per poter essere autorizzata.

Per i mercati regolamentati, invece, esistendo gli stessi nella realtà solo in quanto autorizzati, la definizione assolve in via esclusiva alla seconda funzione.

Tutte e tre le sedi di negoziazione individuate dalla MiFID II:

- sono sistemi di negoziazione caratterizzati dalla “multilateralità”;
- rispondono, proprio in quanto sistemi di negoziazione multilaterali, alla logica del “mercato”;
- si caratterizzano per essere forme di negoziazione “organizzata”<sup>47</sup>;
- sono sistemi soggetti a “regolamentazione”.

### 11.2.1. Il concetto di sistema.

In sostanza, i tre *trading venues* costituiscono ciascuno un sistema multilaterale di negoziazione, più precisamente, un “sistema multilaterale (...) che consente l'incontro di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi (...) in modo da dare luogo a contratti”.

La nozione di sistema richiama innanzitutto l'idea di un'organizzazione che assicuri una certa stabilità e ripetitività delle azioni: in tale prospettiva non può non darsi rilievo alla presenza di un complesso di regole e di una struttura logistica che consentano l'incontro di “interessi”<sup>48</sup> di acquisto e di vendita di strumenti finanziari, secondo una graduazione che deve tener conto delle specificità delle diverse sedi di negoziazione.

L’“organizzazione” dei sistemi di negoziazione in cui l'incrocio degli ordini è operato volta per volta dal gestore in modo discrezionale sarà, conseguentemente, fisiologicamente carente sotto il profilo delle regole di *matching*; peraltro, anche nell'ipotesi in cui il gestore di un OTF abbia predefinito i “criteri” in base ai quali costruire poi, caso per caso, la “regola” di *matching*, gli stessi assumeranno piuttosto le vesti di una sorta di strategia di *best execution*.

Analogamente può dirsi per la relativa piattaforma di negoziazione, visto che la maggiore flessibilità in termini di interazione degli interessi di negoziazione potrebbe comportare anche una semplificazione degli

---

<sup>47</sup> Il considerando 7 MiFID II afferma che il mercato regolamentato e il sistema multilaterale di negoziazione esplicano “la stessa funzione di negoziazione organizzata”.

<sup>48</sup> Il considerando 7 al regolamento MiFIR specifica che i «termini «interessi di acquisto e di vendita» vanno intesi in senso ampio ed includono ordini, quotazioni di prezzi e indicazioni di interesse alla negoziazione»

apparati tecnici: la discrezionalità può esercitarsi anche mediante strumenti informatici che, per il tramite di algoritmi, traducono volta per volta i criteri in regole, aprendo in tal modo ad una informatizzazione di tutto il processo di negoziazione.

Entrambi gli elementi, complesso di regole e struttura logistica, sono necessari al fine di individuare un “sistema” di negoziazione.

Ragiona, dunque, solo in termini di esercizio dell’attività il considerando 7 MiFIR nella parte in cui, a proposito delle definizioni di mercato regolamentato e di MTF, dopo aver opportunamente previsto che il “termine sistema comprende tutti i mercati che sono costituiti da una serie di regole e da una piattaforma di negoziazione”, aggiunge che:

- vi rientrano anche “quelli che funzionano esclusivamente in base a una serie di regole”;
- un “mercato costituito esclusivamente da una serie di regole che disciplinano aspetti relativi all’acquisizione della qualità di membri, all’ammissione di strumenti alla negoziazione, alla negoziazione tra membri (...) è un mercato regolamentato o un sistema multilaterale di negoziazione ai sensi della presente direttiva e le operazioni concluse in base a tali regole sono considerate come concluse nell’ambito del sistema di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione...”<sup>49</sup>.

Il legislatore, nonostante la formulazione del considerando possa risultare in alcuni passaggi fuorviante, intende semplicemente riconoscere al gestore della *trading venue* la possibilità di ricorrere, per le fasi tecniche della gestione del mercato, all’*outsourcing* e “rassicurare” in qualche modo sul fatto che, anche in tale eventualità, i contratti si considereranno eseguiti sul mercato.

Piuttosto, operando una lettura a contrario del considerando, può dedursi – confortati altresì dall’esigenza manifestata dal legislatore europeo già in occasione della MiFID I di considerare inammissibile “un’esternalizzazione che comporti una delega di funzioni di tale portata da ridurre l’impresa ad 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.

### **11.2.2. La conclusione del contratto. Multilateralità e bilateralità.**

I mercati regolamentati, gli MTF e gli OTF sono sistemi di negoziazione caratterizzati dalla “multilateralità”. Un tentativo di riempire di contenuto tale concetto è ora operato dalla MiFID II, che definisce

---

<sup>49</sup> Dalla lettera del considerando non può certo dedursi l’intento del legislatore di identificare il “mercato” in via esclusiva con la regolamentazione delle negoziazioni (sarebbe in tale prospettiva sufficiente, per qualificare un fenomeno come sistema di negoziazione e imporre al relativo gestore la necessità di un’autorizzazione, la semplice predisposizione di regole sulla negoziazione, anche in assenza, dunque, di una struttura che ne dia attuazione). Un mercato, infatti, qualsiasi esso sia, si caratterizza proprio per essere il luogo di incontro della domanda e dell’offerta di un dato prodotto: anche un sistema di negoziazione di strumenti finanziari, dunque, non può non essere contraddistinto, già da un punto di vista ontologico, da una qualche “struttura” che consenta l’incrocio di interessi di acquisto e di vendita.

multilaterale il “sistema (...) che consente l’interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari” (art. 4, par. 1, n. 19, MiFID II).

Focalizzando l’attenzione sull’elemento chiave della definizione, vale a dire “l’interazione tra interessi multipli di terzi”, va considerato multilaterale quel sistema in cui possono essere concluse operazioni relative a strumenti finanziari tra una pluralità di controparti ammesse a negoziare tra loro.

Una definizione della multilateralità e della bilateralità del sistema era contenuta, a proposito degli “scambi organizzati di strumenti finanziari” di cui al previgente art. 78 Tuf, nella Comunicazione Consob n. 98097747 del 24 dicembre 1998: ove era previsto che “si intendono per: sistemi multilaterali i sistemi (...) nei quali opera una molteplicità di operatori in diretta concorrenza tra loro; (...) sistemi bilaterali i sistemi (...) in cui un singolo operatore espone le proprie proposte che possono essere accettate dagli altri operatori”.

I tratti caratterizzanti la multilateralità emergono invero in modo più definito ove si guardi alla categoria, speculare, di sistema bilaterale, di cui gli internalizzatori sistematici rappresentano un esempio.

Il raffronto è operato dallo stesso legislatore comunitario che, al considerando 7 MiFIR, ha cura di precisare in primo luogo che le definizioni di mercato regolamentato ed MTF escludono i sistemi bilaterali “dove un’impresa di investimento intraprende ogni operazione per conto proprio...”. Nei sistemi bilaterali, dunque, agli operatori che vi hanno accesso è consentito negoziare in via esclusiva con l’organizzatore degli scambi che si fa controparte necessaria di ogni operazione: in questi sistemi l’organizzazione degli scambi è a servizio dell’attività di negoziazione del soggetto che predispose il sistema.

Proprio in ragione di tale caratteristica, è stato affermato che i sistemi bilaterali possono essere associati ad una forma di “commercio” più che di “mercato” che presuppone, invece, come nei sistemi di negoziazione multilaterali, lo svolgimento di “un’attività ausiliaria rispetto all’altrui attività di scambio”.

Il considerando 7 chiarisce poi che si considera bilaterale il sistema in cui l’impresa di investimento intraprende ogni operazione per conto proprio “...anche come controparte interposta tra l’acquirente e il venditore senza assunzione di rischi” (il che avviene allorché il gestore concluda simultaneamente la medesima operazione una volta in acquisto e un’altra in vendita con due diverse controparti o, più semplicemente, acquisti da un cliente e contestualmente rivendita, alle medesime condizioni, ad un altro cliente).

Diverso è invece il fenomeno dell’interposizione non ai fini della conclusione del contratto, ma della relativa esecuzione: a tale ultima ipotesi fa riferimento la SEC, allorché precisa che non fa venir meno, di per sé, la multilateralità “*the mere interpositioning of a designated counterparty as riskless principal for ‘settlement purposes’ after the purchasing and selling counterparties to a trade have been matched*”<sup>50</sup>

---

<sup>50</sup> SEC, Regulation of Exchanges and Alternative Trading Systems, Release n. 34-40760, sub II-A-2, in <https://www.sec.gov/rules/final/34-40760.txt>.

Peraltro, anche la semplice interposizione in ogni operazione che si conclude sul sistema, sebbene realizzi una sorta di *matching* “sostanziale”, fa del gestore pur sempre l’unica controparte contrattuale di coloro che accedono al sistema, compromettendone così la multilateralità.

A conferma di ciò si consideri che l’attività di interposizione senza assunzione di rischi o, meglio, secondo la terminologia più tecnica adoperata all’art. 4, par. 1, n. 38, MiFID II, di negoziazione *matched principal*, in cui cioè “l’intermediario si interpone nella transazione tra l’acquirente e il venditore in modo da non essere mai esposto al rischio di mercato durante l’intera esecuzione della transazione, con le due parti della transazione eseguite simultaneamente...”, è espressamente qualificata dal legislatore europeo come servizio di investimento, in particolare come combinazione della negoziazione per conto proprio e dell’esecuzione di ordini per conto del cliente. Ci si pone, dunque, chiaramente al di fuori del perimetro del mercato regolamentato, dell’MTF o dell’OTF.

Per il soggetto che predisponga una struttura organizzativa a servizio della propria attività di negoziazione (sistema bilaterale) l’assenza di neutralità nei confronti delle operazioni ivi concluse è un elemento “naturale” della fattispecie, essendo lo stesso, per definizione, un negoziatore in conto proprio, con o senza assunzione di rischi, ed “esaurendosi” il sistema nella sua operatività verso i terzi (di cui è l’unica controparte).

Nei sistemi multilaterali la questione della partecipazione del gestore alle negoziazioni sul proprio mercato è invece più complessa. In linea di principio costui si pone in una posizione di formale terzietà rispetto alle operazioni ivi concluse, essendo la sua missione “istituzionale” predisporre una struttura che consenta le negoziazioni tra gli operatori che vi accedono.

Al contempo, però, da un punto di vista teorico la neutralità del gestore non è un elemento indispensabile affinché un sistema di negoziazione possa qualificarsi come multilaterale, essendo a tal fine necessario e sufficiente che vi sia una pluralità di controparti potenzialmente diverse, ivi compreso eventualmente l’organizzatore degli scambi<sup>51</sup>.

Anche tale interpretazione trova conferma, per un verso, nel considerando 7 MiFIR, che qualifica bilaterali solo quei sistemi in cui l’organizzatore interviene in “ogni operazione” e lascia così specularmente prefigurare, per i sistemi multilaterali, una certa tolleranza dell’operatività del gestore sul proprio sistema; per l’altro, nell’art. 4 MiFID II che, nel definire multilaterale il sistema che consente l’interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita “di terzi”, non prevede che ciò debba necessariamente avvenire in “ogni operazione”. La partecipazione del gestore agli scambi è, dunque, compatibile con la multilateralità nella misura in cui non esaurisca l’operatività del sistema gestito, non si identifichi in esso.

---

<sup>51</sup> La multilateralità viene meno qualora il gestore sia l’“unico” negoziatore con cui i terzi possano far interagire i loro interessi di acquisto e di vendita; è invece fatta salva nelle ipotesi in cui il medesimo sia solo “uno” tra i vari negoziatori.



Allorquando si è avuto modo di approfondire il concetto di negoziazione *matched principal*, espressamente definita nella MiFID II (nello specifico nell'art. 4, par. 1, punto 38<sup>52</sup>), evidenziando come la stessa costituisca un tipo di transazione nella quale l'intermediario si interpone tra l'acquirente e il venditore in modo da non essere mai esposto al rischio di mercato durante l'intera esecuzione dell'operazione eseguendo, appunto, un incrocio (*matching*) simultaneo di ordini sui medesimi strumenti finanziari ma con segno opposto (da un lato comprare e, dall'altro, vendere). In questo modo le uniche utilità percepite dall'intermediario sono rappresentate dalle commissioni, onorari o dalle spese di transazione. Vi sono quindi tre elementi che devono sussistere congiuntamente:

- ✓ l'intermediario ("facilitatore") che si interpone tra compratore e venditore non è esposto al rischio di mercato dato dall'esecuzione della transazione (assenza di rischio controparte);
- ✓ entrambe le parti eseguono l'ordine in contemporanea (elemento temporale);
- ✓ la transazione è conclusa ad un prezzo per cui l'intermediario non percepisce né utili né perdite diverse dalle proprie commissioni di intermediazione o da altre utilità previamente concordate e di cui le parti sono state edotte (componente della struttura remunerativa).

Questa operatività viene espressamente consentita a quegli intermediari finanziari che prestano il servizio di investimento di negoziazione in conto proprio<sup>53</sup>. Infatti se un negoziatore in conto proprio impiega di default le proprie disponibilità per l'acquisto di strumenti finanziari sul mercato va da sé che, a maggior ragione, potrà ben disporre il semplice incrocio degli ordini senza l'utilizzo di risorse proprie.

Discorso in parte diverso va fatto per i gestori delle *trading venues* (o, almeno, nei confronti di alcune di esse). Caratteristica comune di tali soggetti è, come già più volte ripetuto, la "neutralità" rispetto agli scambi che avvengono nei loro sistemi e, quindi, il non poter negoziare ordini con risorse proprietarie. Tale neutralità ed assenza di discrezionalità, che deve guidare l'operato dei gestori dei mercati regolamentati e degli MTF, ha spinto il legislatore comunitario a vietare a tali soggetti anche l'operatività *matched principal*.

I gestori di OTF, potendo gestire le negoziazioni su base discrezionale, potranno invece operare *matched principal* nei casi in cui il cliente abbia acconsentito al processo. In tali situazioni il gestore di un

---

<sup>52</sup> Art. 4, par. 1, punto 38 della MiFID II: "negoziazione *matched principal*: una negoziazione in cui l'intermediario si interpone nella transazione tra l'acquirente e il venditore in modo da non essere mai esposto al rischio di mercato durante l'intera esecuzione della transazione, con le due parti della transazione eseguite simultaneamente, e la transazione è conclusa ad un prezzo al quale l'intermediario non realizza né utili né perdite, fatta eccezione per le commissioni, gli onorari o le spese della transazione comunicati precedentemente".

<sup>53</sup> Si veda il considerando 24 della MiFID II: "La negoziazione per conto proprio in sede di esecuzione degli ordini dei clienti dovrebbe comprendere le imprese che eseguono gli ordini di diversi clienti incrociandoli su base *matched principal* (eseguendo cioè per proprio conto operazioni a compensazione di quelle dei clienti con la cosiddetta tecnica del *back to back trading*); tali imprese dovrebbero essere considerate come debitori principali e dovrebbero essere soggette alle disposizioni della presente direttiva concernenti sia l'esecuzione di ordini per conto dei clienti che la negoziazione per conto proprio".

OTF dovrà fornire alla propria Autorità competente informazioni relative al modo in cui viene effettuata la negoziazione *matched principal* (art. 20, par. 7, MiFID II)<sup>54</sup>.

Entro tali confini l'attività di "trading" del gestore sul proprio sistema è un profilo che attiene alla "disciplina" della sede di negoziazione. Proprio in questa diversa ottica devono essere lette quelle disposizioni introdotte dalla MiFID II volte ad assicurare una più o meno accentuata neutralità del gestore<sup>55</sup>.

In sintesi, per i mercati regolamentati e per gli MTF sono previste regole particolarmente rigide, che fanno espresso divieto ai gestori di eseguire gli ordini di negoziazione impegnando capitale proprio, nonché di effettuare sul sistema la negoziazione *matched principal* (artt. 19, par. 5 e 47, par. 2, MiFID II).

Invece, per i gestori degli OTF:

- ✓ da un lato, il divieto di negoziare per conto proprio soffre talune eccezioni, essendo legittimo per il gestore negoziare per conto proprio in relazione a titoli del debito sovrano per cui non esiste un mercato liquido (art. 20, par. 3, MiFID II<sup>56</sup>).
- ✓ dall'altro, si riconosce la possibilità di effettuare *matched principal trading* a condizione che il "cliente" (vale a dire colui che è ammesso a negoziare sul sistema)<sup>57</sup> vi abbia acconsentito (art. 20, par. 2, MiFID II).

Per gli OTF il legislatore ha optato, dunque, per una neutralità relativa del soggetto che organizza gli scambi.

Leggendo in modo combinato il considerando 7 MiFIR (e la definizione di sistema multilaterale) con le regole della MiFID II cui si è fatto da ultimo riferimento, va affermato che nel caso in cui il gestore dell'OTF (negoziando per conto proprio o con modalità *matched principal*) intervenga nella conclusione solo di "talune" operazioni, la multilateralità non risulterà compromessa, assumendo lo stesso 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

---

<sup>54</sup> GHIELMI, *Le sedi di negoziazione nell'ambito della disciplina MiFID II e MiFIR*, in *Diritto Bancario Approfondimenti*, Aprile 2015.

<sup>55</sup> Considerando 9, secondo capoverso, MiFIR.

<sup>56</sup> La norma fa eccezione al divieto di carattere generale che impone al gestore dell'OTF di stabilire dispositivi volti a impedire che siano eseguiti ordini in un sistema organizzato di negoziazione impegnando capitale proprio del gestore del gestore o proveniente da un'entità dello stesso gruppo (art. 20, par. 1, MiFID II).

<sup>57</sup> Per ciò che riguarda i soggetti che negoziano sull'OTF, il legislatore europeo non si esprime in termini di membri o partecipanti (come fa, invece, per i mercati regolamentati o per gli MTF: v. sul punto il considerando 16 MiFID II), ma di "clienti", al fine di:

1. evidenziare il rapporto più diretto che si genera tra il gestore dell'OTF e i soggetti che accedono al sistema;
2. consentire l'accesso all'OTF ad una gamma più ampia di "negoziatori"

non sia “totalizzante”, non assorba cioè (secondo un giudizio di carattere sostanziale) l’intera operatività del sistema.

La negoziazione del gestore sul proprio mercato, quand’anche compatibile con la multilateralità, assume caratteri problematici sotto altri profili. Focalizzando l’attenzione sui rapporti tra il gestore dell’OTF e coloro che accedono al sistema, il triplice ruolo di “organizzatore di scambi”, di “soggetto che decide l’abbinamento delle proposte di negoziazione” e, talvolta, di “soggetto che si interpone nelle transazioni o negozia per conto proprio” può dar luogo a rilevanti conflitti di interesse<sup>58</sup>.

Per ciò che riguarda le attività di interposizione senza assunzione di rischi, la direttiva affida alle Autorità di vigilanza il compito di monitorarne lo svolgimento, per assicurarsi che “non generino” conflitti di interesse tra il gestore e la “clientela” (art. 20, par. 7, MiFID II).

Non è sufficiente, dunque, che i conflitti siano “gestiti”, ma è necessario che il loro insorgere sia addirittura “neutralizzato”: tale risultato è invero assicurato dallo stesso legislatore che vieta al gestore di concludere l’operazione ad un prezzo al quale lo stesso realizzi un utile, potendo al più pretendere le commissioni, gli onorari o le spese della transazione che siano stati comunicati precedentemente.

In tal senso depone l’art. 20, par. 2, comma 2, MiFID II nella parte in cui prevede che i gestori dell’OTF, la cui operatività sul sistema in modalità *matched principal* non richiede una specifica autorizzazione, devono comunque “garantire la conformità alla definizione di *matched principal trading* di cui all’articolo 4, paragrafo 1, punto 38”, al cui interno sono inserite appunto le suddette condizioni.

Il concetto di multilateralità adottato dal legislatore europeo è ampio, non guardando al singolo strumento finanziario ma al sistema complessivamente considerato: affinché si configuri un sistema di negoziazione multilaterale, è sufficiente, cioè, che sul “sistema” operi una pluralità di controparti, secondo le coordinate prima illustrate.

Si rientra pur sempre nel perimetro della multilateralità allorché “su determinati strumenti finanziari” o “per singole tipologie di operazioni” coloro che accedono al mercato abbiano la possibilità di negoziare solo con una determinata controparte.

Depone in tal senso la definizione di sistema multilaterale, dove l’accento è posto in via esclusiva sulla interazione, nel “sistema”, tra interessi multipli di acquisto e vendita (pluralità di controparti) e nulla si aggiunge in merito alla necessità che tale requisito debba sussistere per ogni tipologia di negoziazione e per ogni strumento finanziario.

---

<sup>58</sup> ASSOCIATION FOR FINANCIAL MARKETS IN EUROPE (ASFME), Organised Trading Facilities: Ensuring Investor Choice, position paper, maggio 2012, pag. 5 ss., in <https://www.afme.eu/globalassets/downloads/briefing-notes/2017/otfs-ensuring-investor-choice.pdf>.

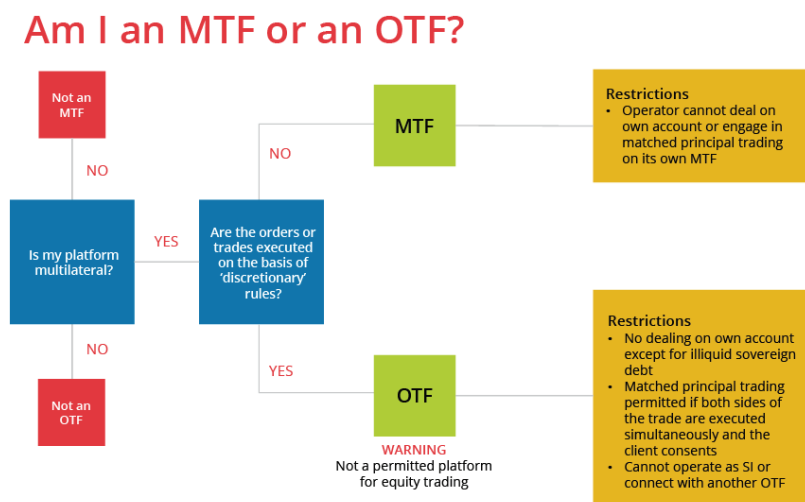
È il caso, ad esempio, dell'offerta in sottoscrizione o di un'offerta pubblica di acquisto. In entrambe le ipotesi gli operatori interessati si rapportano con una sola controparte: l'offerente (nel primo caso l'emittente, nel secondo il socio) o chi per lui agisca.

### 11.2.3. La discrezionalità.

Mentre i mercati regolamentati e i sistemi multilaterali di negoziazione sono caratterizzati da norme non discrezionali per l'esecuzione delle operazioni, il gestore di un OTF dovrebbe effettuare l'esecuzione degli ordini su base discrezionale fatti salvi, qualora applicabili, i requisiti di trasparenza pre-negoziazione e l'obbligo di esecuzione alle condizioni migliori.

Nelle versioni sintetiche di analisi della normativa in esame è questo il carattere distintivo che si segnala per differenziare un OTF da un MTF.

Si veda al riguardo lo schema di seguito riportato, utilizzato proprio allo scopo di fornire una *flow chart* per distinguere le due sedi di negoziazione<sup>59</sup>.



Di conseguenza, le norme di comportamento e gli obblighi relativi all'esecuzione alle migliori condizioni e alla gestione degli ordini dei clienti dovrebbero applicarsi alle operazioni concluse in un sistema organizzato di negoziazione gestito da un'impresa di investimento o un gestore del mercato.

L'impresa di investimento o il gestore del mercato che gestisce un OTF dovrebbe poter esercitare il potere discrezionale a due livelli diversi:

- ✓ in primo luogo nella decisione di inserire un ordine in un OTF o di ritirarlo una volta inserito;

<sup>59</sup> REEDSMITH, MiFID II: Multilateral trading venues and systematic internalisers, July 2017, in [www.reedsmith.com](http://www.reedsmith.com).

- ✓ in secondo luogo nella decisione di non abbinare uno specifico ordine con gli ordini disponibili nel sistema in un dato momento, sempre che siano rispettate le istruzioni specifiche ricevute dai clienti e l'obbligo di esecuzione alle condizioni migliori.

Per il sistema che incrocia gli ordini dei clienti, il gestore dovrebbe poter decidere se, quando e in che misura desidera abbinare due o più ordini all'interno del sistema.

In entrambi i livelli discrezionali sopra descritti, il gestore dell'OTF deve rispettare gli obblighi di cui agli articoli 18 e 27 della direttiva 2014/65/UE. Il gestore del mercato o l'impresa d'investimento che gestisce un OTF dovrebbe chiarire agli utenti della sede in che modo eserciterà il potere discrezionale. Poiché un OTF costituisce una vera e propria piattaforma di negoziazione, il gestore della piattaforma dovrebbe essere neutrale. Pertanto, l'impresa di investimento o il gestore del mercato che gestisce l'OTF dovrebbero essere soggetti ai requisiti relativi all'esecuzione non discriminatoria e né all'impresa di investimento né al gestore del mercato che gestisce l'OTF né a qualsiasi altra entità che faccia parte dello stesso gruppo societario e/o persona giuridica dell'impresa di investimento o del gestore del mercato dovrebbe essere consentita l'esecuzione di ordini di clienti in conto proprio all'interno di un OTF<sup>60</sup>.

Mentre il mercato regolamentato e l'MTF sono sistemi in cui il gestore non interviene in corso di negoziazione per condizionare l'abbinamento degli interessi di acquisto e di vendita, che si svolge nel rispetto delle "regole" dallo stesso preventivamente stabilite (il gestore "consuma", dunque, la propria discrezionalità nella funzione regolativa a monte), nell'OTF, al contrario, è il gestore che decide, volta per volta, come debbano interagire gli interessi di negoziazione.

Il requisito della non discrezionalità è espressamente previsto nelle definizioni di mercato regolamentato e di MTF (che sono, infatti, definiti come sistemi multilaterali in cui l'interazione tra interessi di acquisto e di vendita avviene in base a "*regole non discrezionali*"), quello della discrezionalità non compare invece nella definizione di OTF.

È tuttavia agevole ricavarne in via interpretativa la natura di elemento che assume rilievo per qualificare un sistema di negoziazione come OTF, definito come il sistema multilaterale "diverso" da un mercato regolamentato e da un MTF: orbene, l'elemento di sostanziale diversità tra le definizioni è rappresentato proprio dall'assenza di ogni specificazione in merito alle regole di incrocio degli interessi di acquisto e di vendita, che dovrà avvenire, dunque, in modo "diverso" da quanto indicato nelle definizioni delle altre *trading venue* (ovverosia in base a regole discrezionali). Lo stesso considerando 9 MiFIR fa della discrezionalità l'elemento di differenziazione più rilevante tra l'OTF, da un lato, e l'MTF e il mercato regolamentato, dall'altro.

---

<sup>60</sup> Considerando n. 9 al Regolamento MiFIR.

La distinzione assume rilievo già sul piano definitorio delle *trading venue*, ma è poi ulteriormente rafforzata dalle regole di comportamento cui sono tenuti i gestori, al fine di evitare che si sviluppino sistemi ibridi (si creano così le condizioni per una netta separazione tra tipologie di servizi).

Dall'art. 20, par. 6, MiFID II si deduce che va considerato pur sempre ad incrocio discrezionale quel sistema il cui gestore intervenga alterando il funzionamento di un meccanismo di incrocio, dallo stesso predisposto, caratterizzato da determinati automatismi, decidendo così quando e se collocare o ritirare, al suo interno, un ordine di negoziazione<sup>61</sup>.

Al fine di evitare facili dissimulazioni di un MTF, è necessario però che il potere di alterazione dell'automatismo sia concreto, effettivo, ricorrente.

Va in ogni caso chiarito che, a prescindere da tale specifica ipotesi, il gestore dell'OTF, nel "decidere" come far interagire gli interessi di negoziazione all'interno del sistema, non deve necessariamente fare ricorso all'attività di una persona fisica, potendo in alternativa adoperare un programma informatico che sulla base dei dati forniti caso per caso lo aiuti a generare, per il tramite di un algoritmo, la soluzione ritenuta in concreto migliore.

In tale ipotesi il gestore non rinuncia alla discrezionalità, perché applica pur sempre regole di incrocio che cambiano volta per volta, in relazione alle situazioni concrete; le differenze rispetto alle altre sedi di negoziazione rimangono, dunque, marcate: il gestore di un mercato regolamentato o di un MTF predefinisce le "regole", il gestore dell'OTF "i criteri per determinare le regole".

I criteri di interazione (degli interessi di negoziazione) sottesi all'eventuale algoritmo assumono per l'OTF le diverse vesti di una sorta di "strategia di *best execution*"<sup>62</sup>, introdotti dal legislatore europeo per bilanciare la discrezionalità con la previsione di alcune regole di comportamento, previste per la prestazione dei servizi di investimento<sup>63</sup>.

---

<sup>61</sup> Tali "interventi" non vanno confusi con le sospensioni delle negoziazioni o il blocco degli ordini volti ad assicurare invece l'ordinato svolgimento delle negoziazioni, cui sono tenuti i gestori delle varie sedi di negoziazione, in primis i mercati regolamentati.

Si tenga presente, a livello esemplificativo, le disposizioni dell'art. 48 MiFID II (richiamato peraltro dall'art. 18, par. 5, della medesima direttiva per gli MTF e gli OTF) che prevedono in capo al gestore del mercato il dovere di rifiutare gli ordini che eccedono soglie predeterminate di prezzo e volume (par. 4) e di sospendere o limitare temporaneamente le negoziazioni, qualora si registri un'oscillazione significativa nel prezzo di uno strumento finanziario in tale mercato o in un mercato correlato in un breve lasso di tempo e, in casi eccezionali, sopprimere, modificare o correggere le transazioni (par. 5).

<sup>62</sup> Si consideri quanto affermato a proposito dei BCS dal CERS (nel citato documento CESR/10-975 – "*CESR Technical Advice to the European Commission in the Context of the MiFID Review: Equity Markets*", p. 43): "A number of investment firms in the EU operate systems that match client order flow internally. Generally, these firms receive orders electronically, utilize "algorithms" to determine how they should "best" be executed and then pass the business through an internal system that will attempt to find matches".

<sup>63</sup> Art. 20, par. 6 e 8, dove sono richiamati gli artt. 24, 25, 27 e 28 MiFID II, nonché il considerando 9 MiFIR.

Il particolare contesto di riferimento avrebbe meritato invero la definizione di regole ad hoc. Alla pigrizia del legislatore si potrà ovviamente supplire mediante un'interpretazione che tenga conto della specificità dei "servizi" offerti da un OTF. Quanto alla *best execution*, ad esempio, è chiaro che l'art. 27 MiFID II è calibrato in una prospettiva di esecuzione degli ordini in relazione ad una pluralità di sedi di negoziazione e non può pertanto essere esportato sic et simpliciter nel contesto in esame. Come già

La presenza o meno di discrezionalità è un elemento che assume rilievo già sul piano della qualificazione di un sistema di negoziazione, rispettivamente, come OTF o MTF, con la conseguenza che la MiFID II, con l'ampliamento del novero delle *trading venue* soggette a regolamentazione, non ha voluto operare un differente trattamento tra sistemi di negoziazione equivalenti, concedendo ad alcuni la discrezionalità nell'incrocio degli interessi di negoziazione e negandola ad altri, ma si è limitata a "catturare" assicurandone una specifica regolamentazione, un fenomeno già esistente che, proprio per la particolare modalità con cui è operato il matching, non ricade nella definizione e, dunque, nella disciplina di MTF.

Gli OTF, pur avendo caratteristiche analoghe a quelle del mercato regolamentato e dell'MTF, offrono un servizio diverso, consistente nella ricerca della controparte negoziale, interna al sistema, sulla base di una regola decisa volta per volta dal gestore e, dunque, sotto la sua responsabilità.

Tale ultimo profilo merita un approfondimento, in quanto proprio la responsabilità del gestore è l'elemento che, in concreto, più caratterizza il servizio.

Nei mercati regolamentati e negli MTF il gestore consuma la propria discrezionalità a monte, nella definizione delle regole di negoziazione, che si limita ad applicare o a far rispettare. Le regole di interazione tra interessi di negoziazione sono dunque già conosciute dagli operatori, che, accettandole, le reputano in grado di generare un *matching* efficiente, vale a dire una ricerca della controparte secondo una combinazione di parametri che ha una valenza economica condivisa.

Negli OTF, al contrario, l'abbinamento è operato sulla base di una regola decisa volta per volta dal gestore, che di tale scelta dovrà necessariamente rispondere nei confronti del soggetto che negozia sul sistema. In questa ottica il legislatore europeo ha assoggettato il gestore dell'OTF al rispetto di alcune delle regole di comportamento (volte ad evitare che la discrezionalità si risolva in un mero arbitrio), tra cui l'obbligo di eseguire gli ordini alle condizioni più favorevoli (*best execution*): il gestore deve cioè ricercare la controparte che sull'OTF offra in un determinato momento le condizioni migliori.

Certo, si dirà, tale parametro deve essere rispettato per entrambe le controparti<sup>64</sup> e vi è pertanto il rischio che il gestore dell'OTF finisca per adottare criteri che si appiattiscano su quelli tipici delineati per il *matching* non discrezionale di un mercato regolamentato o di un MTF.

A ben vedere, però, la regola di *best execution* impone al gestore di tener conto delle caratteristiche tipologiche del soggetto che accede al sistema e delle eventuali specifiche esigenze manifestate nel caso concreto e rappresenta, invero, anche un bilanciamento a fronte della possibilità riconosciuta al gestore (nei limiti prima tracciati) di intervenire nelle negoziazioni.

---

rilevato, dunque, non potendo che riguardare il servizio offerto, la *best execution* applicata ai rapporti tra il gestore dell'OTF e il soggetto che sullo stesso negozia ha ad oggetto solo il matching sul sistema.

<sup>64</sup> Il gestore dovrà così procedere ad un matching che realizzi per entrambe le controparti dell'operazione le migliori condizioni che offra in quel momento l'OTF.

Il margine di discrezionalità di cui dispongono i gestori di OTF trova, pertanto, un limite nella migliore esecuzione nei confronti dei soggetti che si avvalgono della sede di negoziazione, così come nei requisiti di trasparenza pre-negoziazione.<sup>65</sup>

Così, per un verso, la negoziazione per conto proprio sarà possibile solo ove il gestore riesca ad offrire le condizioni migliori (di prezzo, di tempo, in relazione nuovamente alle caratteristiche e alle esigenze di colui che negozia sul sistema), per altro, qualora operi in modalità *matched principal*, le commissioni, gli onorari, le spese della transazione eventualmente richieste dovranno confluire nella determinazione del “corrispettivo totale” cui fa riferimento l’art. 27, par. 1, comma 2, MiFID II.

Sotto tale prospettiva, è chiaro che la discrezionalità, soprattutto ove combinata con la regola di *best execution*, consente l’offerta di un servizio diverso da quello prestato da un MTF o da un mercato regolamentato. A seconda delle necessità del caso, coloro che intendono “negoziare” un determinato strumento finanziario potranno così ritenere preferibile affidarsi a una *best execution* personalizzata cui il gestore di un OTF è tenuto in ogni singola operazione, piuttosto che alla *best execution* neutra e sintetizzata a monte, nella predefinizione delle regole di incrocio degli ordini, da un MTF o da un mercato regolamentato.

L’assoggettamento di tali sistemi ad una specifica regolamentazione ha, dunque, il triplice effetto di promuoverne lo sviluppo, riequilibrare le condizioni di *level playing field* rispetto alle altre *trading venue* (già da tempo soggette ad una rigorosa disciplina) e, infine, generare una positiva concorrenza tra diverse sedi di negoziazione nell’offerta di una strategia di *matching*, predeterminata o decisa volta per volta, che generi nel sistema il miglior risultato possibile: ciò potrebbe indurre gli stessi mercati regolamentati o gli MTF a migliorare sempre più la qualità, l’efficienza delle regole di negoziazione.

All’interno della dicotomia “interazione discrezionale-non discrezionale” vi sono peraltro margini per operare un’ulteriore differenziazione in termini di servizi offerti.

Mentre, infatti, la discrezionalità del gestore di un OTF elide necessariamente l’autonomia dei “negoziatori” che accedono al sistema, al contrario, l’assenza di discrezionalità del gestore di un MTF o di un mercato regolamentato permette margini di manovra più ampi agli operatori nella ricerca della controparte, potendo il gestore mettere a disposizione delle funzionalità che consentano loro di negoziare anche al di fuori dal “book” (dove il *matching* è il frutto di precisi automatismi) mediante forme di interazione più

---

<sup>65</sup> ANNUNZIATA, “Nuovi Mercati” e ruolo delle società di gestione, in *Le nuove leggi civili commentate*, 5/2018, pag. 1251.



personalizzate<sup>66</sup>, come le “*request for quote*”<sup>67</sup>, se non addirittura bilaterali, come nel caso dei “*cross order*” e dei “*block trade facility*”<sup>68</sup>.

Orbene, anche in tale prospettiva è chiaro che l’assenza di discrezionalità può addirittura rappresentare un’opportunità competitiva rispetto a sistemi necessariamente discrezionali.

Non tutte le regole di comportamento richiamate dall’art. 20 MiFID II sono però collegate, almeno direttamente, al riequilibrio della discrezionalità del gestore.

Non è così, nello specifico, per i “Principi di carattere generale e informazione del cliente” nonché per la “Valutazione dell’idoneità e dell’adeguatezza” (artt. 24 e 25 MiFID II).

Si tratta di norme che in prima battuta possono risultare in qualche modo “eterodosse” rispetto al contesto di riferimento, in quanto tese a disciplinare una fase che in un mercato si dà in genere già per presupposta, vale a dire la “scelta” dell’investimento: infatti, gli obblighi informativi e la valutazione dell’idoneità e dell’adeguatezza devono essere assicurati al momento in cui si matura la decisione di acquistare o vendere uno strumento finanziario (e, quindi, dall’intermediario nei rapporti con il cliente) e non in quello, successivo, in cui a tale decisione viene data esecuzione (vale a dire nell’ambito della sede di negoziazione individuata dall’intermediario).

Invero, la scelta del legislatore si giustifica proprio in ragione del fatto che ad un OTF, diversamente da quanto previsto in materia di mercati regolamentati e di MTF, possono accedere anche investitori non professionali (non a caso la direttiva si esprime in termini di “clienti”).

Per questi ultimi, dunque, viene meno il supporto alla decisione da parte dell’intermediario e vi è la necessità che allo stesso supplisca il gestore della piattaforma.

---

<sup>66</sup> Lo stesso considerando 7 MiFIR, dopo aver chiarito che i mercati regolamentati e gli MTF “non sono tenuti a gestire un sistema “tecnico” per l’abbinamento (*matching*) degli ordini”, aggiunge che “dovrebbero poter gestire altri protocolli di negoziazione, compresi i sistemi nell’ambito dei quali gli utenti possono negoziare a fronte di richieste di quotazioni indirizzate a più fornitori”.

<sup>67</sup> Nell’ambito di Borsa Italiana, la funzione di richiesta di quotazione RFQ (Request for Quote) è l’iniziativa con la quale viene esteso il servizio di negoziazione agli ordini di grandi dimensioni in riservatezza e con tutte le garanzie fornite da un mercato regolamentato.

Mediante la RFQ, un operatore istituzionale aderente al mercato (ad esempio una Banca) ha la possibilità di richiedere ad altri operatori autorizzati (Market Makers o Dealers) le quote (ovvero i prezzi) per un determinato ETF/ETC/ETN che intende vendere o acquistare. Questa funzionalità è riservata a investitori istituzionali per transazioni con size di almeno € 200.000, in <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/rfq-270.htm>, cui si fa riferimento per ulteriori dettagli e per esempi d’impiego del nuovo istituto.

<sup>68</sup> Con il termine *Cross/Block Trade Facility (Cross/BTF)* s’identifica una particolare tipologia di proposta attraverso la quale è possibile eseguire ordini di acquisto e vendita, i cui termini siano già stati definiti tra due soggetti e solo tra questi due vengono eseguiti. Sono proposte finalizzate, quindi, alla conclusione di contratti in cui le controparti sono predeterminate (*committed Cross/BTF*), o in cui la controparte sia costituita dallo stesso operatore che ha immesso la proposta (*internal Cross/BTF*).

In particolare, si parla di *cross order* quando le proposte sono eseguite a un prezzo compreso tra il prezzo in acquisto medio ponderato e il prezzo in vendita medio ponderato, rispetto agli ordini visibili sul book, per una quantità uguale a quella del *cross order* inserito.

Nel caso in cui il volume medio ponderato in acquisto o in vendita (o entrambi) non possa essere determinato, il prezzo del *cross order* sarà validato rispetto ad un *range* determinato applicando al prezzo dell’ultimo contratto (o nel caso in cui non fosse disponibile nessun LTP, con il prezzo di riferimento) uno scostamento percentuale predefinito

Sotto tale profilo, la gestione di un OTF rappresenta una “regione di confine”, che subisce sia gli influssi legati alla gestione di un “mercato”, sia quelli caratterizzanti la materia dei servizi di investimento.

Più precisamente, mentre l’OTF quale “sistema di negoziazione” è disciplinato come un vero e proprio mercato (si pensi alle regole in materia di resilienza, *circuit breakers*, *tick size* di negoziazione, sincronizzazione dei *business clocks*, sospensione ed esclusione di strumenti finanziari dalle negoziazioni, trasparenza), al relativo gestore sono affidati compiti che caratterizzano piuttosto le relazioni tra un intermediario e il cliente finale (valutazione dell’adeguatezza dell’operazione)<sup>69</sup>.

Il carattere discrezionale che connota l’esecuzione degli ordini effettuati su piattaforma OTF evidenzia un intrinseco limite di questo sistema, ferma restando la possibilità ad esso consentita di operare mediante la menzionata negoziazione *matched principal* (eseguendo, cioè, per proprio conto operazioni a compensazione di quelle dei clienti con la cosiddetta tecnica del *back to back trading*), fornendo adeguata informativa in proposito alla competente autorità (art. 20, comma 7, della direttiva n. 2014/65/UE)<sup>70</sup>.

#### **11.2.4. Gli strumenti finanziari trattati.**

Con riguardo al perimetro degli strumenti finanziari dei quali è consentita l’interazione tra interessi di acquisto e vendita, invero, nella originaria proposta di MiFID II della Commissione Europea, fatta propria dal Consiglio, non ve ne era menzione e la definizione di OTF era dunque più ampia e tale da ricomprendere tutti i *crossing system*, a prescindere dalla tipologia dello strumento trattato, “coerentemente con l’idea che la categoria degli OTF potesse inglobare quei sistemi che garantiscono ai propri gestori una maggiore “flessibilità”, discrezionalità e autonomia, pur sempre nell’ottica di realizzare il miglior risultato per il cliente”.

Nell’*Impact Assessment* di accompagnamento alla MiFID II, veniva specificato che la principale finalità della disciplina sugli OTF era proprio quella di “catturare” e disciplinare *trading venues* non oggetto della normativa MiFID, nell’ambito della cui gestione l’intermediario è sottoposto ad una “*best execution obligation*” e può discrezionalmente selezionare le modalità di esecuzione delle transazioni; tra queste: è particolarmente significativo il fatto che fra tali *trading venue* venissero espressamente inclusi proprio i “*broker crossing systems*”<sup>71</sup>.

---

<sup>69</sup> In tale prospettiva, dunque, il soggetto che gestisce l’OTF assume le vesti di un “Giano bifronte”, PACE, *Le negoziazioni organizzate*, cit., pagg. 66 s..

<sup>70</sup> CAPRIGLIONE, *Prime riflessioni sulla MiFID II (Fra aspettative degli investitori e realtà normativa)*, in a cura di TROIANO – MOTRONI, *La MiFID II. Rapporti con la clientela – Regole di governance – Mercati*, Milano, 2016, pag. 203.

<sup>71</sup> ANNUNZIATA, *Il fenomeno “ibrido” dei crossing system: una valutazione alla luce dell’attuale normativa e nell’ottica della riforma MiFID II*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), maggio 2014.

“Under this option a new category called organised trading facility would be established capturing previously not regulated as a specific MiFID trading venue organised facilities as broker crossing systems [...]. Regulated markets and MTFs are characterised by non-discretionary execution of transactions and non-discriminatory access to their systems. [...] By contrast, the operator of an organised trading facility has discretion over how a transaction will be executed. He has a best execution obligation towards the clients trading on his platform”.

In tale ottica il considerando n. 7 della Proposta di Regolamento “MiFIR”, includeva nella categoria degli OTF proprio i sistemi di broker crossing, descritti come “sistemi elettronici interni di messa a confronto utilizzati da imprese di investimento che eseguono gli ordini dei clienti a fronte di ordini di altri clienti”, senza alcun riferimento o limitazione relativa allo strumento trattato.

Obiettivo dichiarato era quello di includere tutte le potenziali *asset classes* di strumenti nella nuova categoria degli OTF.

Tale impostazione è stata tuttavia osteggiata dal Parlamento fermo sulla posizione, da un lato, di riservare gli OTF la sola trattazione di strumenti c.d. “*non-equity*” e, dall’altro lato, di ricondurre, in un’ottica di maggior tutela dell’integrità del mercato, gli strumenti “*equity*” alla sola circolazione su piattaforme non discrezionali, come i mercati regolamentati e gli MTF (laddove i *crossing system* erano proprio generalmente impiegati per la circolazione di strumenti *equity*).

Le versioni definitivamente approvate della MiFID II e del MiFIR accolgono la posizione del Parlamento; in particolare, con riferimento agli strumenti negoziabili sugli OTF, l’art. 4, par. 1, n. 23 della MiFID II e il considerando n. 8 del Regolamento MiFIR, riportano specificamente le tipologie di strumenti (*non equity*) che possono transitare sulle piattaforme OTF (“*bonds, structured finance products, emissions allowances and derivatives*”).

Con riferimento alle azioni, il considerando n. 11 e l’art. 23 par. 1 del Regolamento MiFIR, stabiliscono che le imprese d’investimento effettuino (id est: concentrino) le transazioni su azioni su un mercato regolamentato, un MTF, un internalizzatore sistematico o una “equivalente” *third-country trading venue*.

Chiara appare la scelta compiuta dal legislatore della MiFID II di non includere i *crossing system* “*for equities*” nella nuova categoria di OTF, ma di classificare gli stessi come MTF, divaricando la disciplina non già in funzione della natura, tipologia o struttura delle operazioni svolte, ma in funzione della tipologia degli strumenti finanziari trattati; una distinzione, ritenuta da taluni, seppur con formula dubitativa, non facilmente giustificabile, né del tutto comprensibile, soprattutto laddove invece la MiFID II parifica il regime di trasparenza pre e post negoziazione tra strumenti *equity* e *non equity*<sup>72</sup>.

Di fatto, in tale prospettiva, l’organizzazione di scambi di strumenti finanziari *equity* ed *equity-like*, non potendo trovare collocazione nell’unica *trading venue* che “permetta” la discrezionalità (l’OTF), in quanto limitata agli strumenti finanziari *non-equity*, deve necessariamente dirigersi verso forme di negoziazione organizzata caratterizzate da regole non discrezionali (MTF o mercato regolamentato)<sup>73</sup>.

Va da sé infine che, nel caso in cui un soggetto dovesse comunque organizzare un sistema di negoziazione multilaterale con matching discrezionale su titoli *equity* ed *equity-like*, non si configurerà certo

---

<sup>72</sup> SEPE, *La MiFID II e i mercati*, in TROIANO – MOTRONI, *La MiFID II*, cit., pagg. 277 ss., ANNUNZIATA, *Il fenomeno*, loc.cit..

<sup>73</sup> PACE, *Le negoziazioni organizzate*, cit., pag. 77.

la prestazione abusiva di un “servizio di investimento”: una simile attività, infatti, non può qualificarsi né come gestione di un OTF (in ragione degli strumenti finanziari), né tantomeno di un MTF (in ragione della discrezionalità). Si tratterà pur sempre però di una violazione di un preciso obbligo previsto a livello normativo.

## **12. Il recepimento in Italia della MiFID II.**

Finora l’analisi è stata condotta avendo ad oggetto esclusivamente le norme poste in sede di Unione Europea, ciò per fornire un quadro il più possibile aderente alla lettera delle disposizioni da cui hanno, successivamente, tratto origine le norme dei singoli Stati membri.

Ciò nondimeno, nel presente paragrafo saranno lumeggiati gli articoli che hanno introdotto nel nostro Paese la nuova sede di negoziazione.

In termini generali, con riferimento all’adozione nel nostro ordinamento giuridico degli strumenti che sono stati introdotti dalla MiFID II, si è provveduto attraverso il D.Lgs. 3 agosto 2017, n. 129, che – per quanto di specifico interesse- ha introdotto la disciplina del sistema organizzato di negoziazione all’art. 65-*quater* del Testo Unico della Finanza (D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58).

La nuova disposizione, nel recepire le disposizioni unioniste, enfatizza la discrezionalità che caratterizza la nuova sede di negoziazione, stabilendo al primo comma che “... *l'esecuzione degli ordini è svolta su base discrezionale*”, in un contesto nel quale, peraltro, sono ribadite le prescrizioni della MiFID.

Il successivo art. 65-*quinques* ha recepito, quindi, la definizione di negoziazione *matched principal*, evidenziando al comma 3 che “*il gestore di un sistema organizzato di negoziazione può effettuare negoziazione per conto proprio diversa dalla negoziazione matched principal in relazione a titoli di debito sovrano privi di un mercato liquido*”.

Il comma 4 specifica quali sono le caratteristiche del “mercato liquido”, rappresentando che “*per mercato liquido si intende il mercato di uno strumento finanziario o di una categoria di strumenti finanziari in cui vi siano venditori e compratori pronti e disponibili su base continua, valutato conformemente ai criteri sottoelencati, tenendo conto delle specifiche strutture di mercato del particolare strumento finanziario o della particolare categoria di strumenti finanziari:*

*a) la frequenza e le dimensioni medie delle operazioni in una serie di condizioni di mercato, tenendo conto della natura e del ciclo di vita dei prodotti della categoria di strumenti finanziari;*

*b) il numero e il tipo di partecipanti al mercato, compreso il rapporto tra i partecipanti al mercato e gli strumenti negoziati in relazione a un determinato prodotto;*

*c) le dimensioni medie dei differenziali tra le quotazioni in acquisto e vendita, ove disponibili.”*

La disciplina sostanziale, com'è naturale nelle ipotesi di recepimento delle norme poste in sede unionista, ricalca quella della direttiva MiFID.

## Osservazioni conclusive

Il contenuto della riforma è oggettivamente vasto e apre le porte ad una “nuova era” nel sistema degli scambi nei mercati finanziari; l’entrata in vigore negli ordinamenti europei della direttiva MiFID aveva generato effetti benefici sul sistema degli scambi, seppure l’entrata in vigore delle norme fosse avvenuta quasi in contemporanea con lo scoppio della crisi finanziaria globale.

Le modifiche normative recate alla vigente disciplina speciale dalla direttiva n. 2014/65/ UE e dal regolamento n. 600/2014/UE si propongono la definizione di un complesso dispositivo che - all’insegna di una più coesa armonizzazione dei rapporti economici tra i paesi dell’UE - sia in grado di favorire un più sicuro sviluppo relazionale e, soprattutto, di resistere meglio (e, dunque, senza le incertezze di un recente passato) alle intemperie di un capitalismo avanzato, che denota significativi fattori di crisi.

A partire dalla fine del 2007, il settore si è evoluto in maniera significativa anche attraverso la comparsa di nuovi attori che hanno acquisito una quota di mercato rilevante, ovvero i mercati regolamentati esistenti al momento dell’entrata in vigore della direttiva.

Il settore che ha visto il maggiore sviluppo è stato quello degli MTF, che ha raggiunto una quota di mercato di tangibile entità. L’analisi empirica dimostra inoltre che, a partire dall’attuazione della direttiva MiFID, si sono riscontrati benefici anche per l’utenza dei mercati, poiché, anche in conseguenza dell’aumentata concorrenza tra sedi di negoziazione, il costo di utilizzo di tali infrastrutture è diminuito in modo rilevante.

In questo quadro la Commissione Europea ha introdotto una proposta di riforma abbastanza pervasiva, allo scopo di imprimere un cambio di direzione in quei settori in cui la MiFID ha riscosso minore successo. In questo senso, è indubbio che il progetto della MiFID II costituisca un ulteriore passo verso una corretta competizione tra le diverse *trading venues*.

Mentre il legislatore del 2004 si è preoccupato soprattutto di scatenare il gioco della concorrenza tra le diverse *trading venues*, quello del 2014 ha inteso introdurre regole condivise ed eque per tutti i partecipanti e fornire condizioni di partenza comparabili per tutti gli attori della competizione.

Lo sforzo del legislatore si è spinto verso l’inclusione di alcuni soggetti nel sistema della regolamentazione e, in particolare, dell’assicurazione della trasparenza, fondamentale requisito per consentire una efficiente determinazione dei prezzi: in questo senso dev’essere letta l’introduzione degli OTF nel sistema MiFID II<sup>74</sup>.

---

<sup>74</sup> PARZIALE, *La proposta di riforma MiFID II*, cit., pagg. 363 s.

In questo quadro sono rimasti fermi i presidi che già caratterizzavano il sistema di tutele degli investitori, incentrato sul principio della riserva dell'attività finanziaria e su meccanismi di garanzia preordinati al raccordo della tipologia di prodotto al target della clientela.

Per converso, si registra l'imposizione di nuovi obblighi a carico degli intermediari, tenuti ora ad effettuare verifiche estese anche alla fase di ingegnerizzazione dei prodotti commercializzati, alle quali conseguono necessari adattamenti delle strutture aziendali.

Di fondo rileva la ricerca di più significativi livelli di trasparenza, assicurati anche dalla possibilità di interventi degli organi di vigilanza europei e nazionali volti ad stabilire divieti e restrizioni con riguardo alla definizione di quanto costituisce oggetto di distribuzione.

Più in particolare, rilevano le modifiche recate vuoi alle modalità esplicative di taluni servizi (ad esempio: la consulenza) ed all'esecuzione di contratti in strumenti derivati, vuoi alla disciplina dei mercati con l'introduzione di una nuova piattaforma di negoziazione e la fissazione di puntuali limiti alla operatività degli intermediari.

Da qui la prospettiva di una maggiore uniformità delle condotte, di un effettivo avvicinamento alle best practices che si rinvergono nel mercato, cui dovrebbe far seguito l'abbandono di atteggiamenti opportunistici (volti soprattutto ad attuare arbitraggi regolamentari), in vista di una maggiore integrazione delle tecniche finanziarie applicabili in Europa.

Non ci si deve nascondere, tuttavia, che la normativa in parola dà adito a perplessità per quanto concerne la capacità delle imprese d'investimento di riuscire a governare l'accresciuta complessità degli attuali sistemi di negoziazione.

Essa, inoltre, non sembra destinata ad interagire adeguatamente su una realtà di mercato caratterizzata da ampi spazi di discrezionalità dell'*agere*: a questi si aggiunge ora la possibilità di situazioni di deresponsabilizzazione, determinate dall'introduzione di automatismi operativi (riconducibili alle tecniche fondate su algoritmi).

Per concludere, si può ricordare come, nell'analizzare la MiFID II, un commentatore<sup>75</sup> abbia svolto una riflessione che, prendendo le mosse da talune considerazioni formulate dal russo Evgeny Pashukanis il quale, trattando del processo evolutivo del capitalismo, affermava che la vittoria finale dell'economia potrebbe configurarsi come una sorta di superamento dell'ordine giuridico<sup>76</sup>.

---

<sup>75</sup> CAPRIGLIONE, *Prime riflessioni*, cit., pag. 115

<sup>76</sup> *The General Theory of Law and Marxism*, prima ediz. Mosca, 1924, pubblicato successivamente a Londra e New York, 1980, traduz. di Maggs, in particolare Cap. V, *Law and the State*.

Si sarebbe, dunque, in presenza di un orientamento proteso verso la fine della regola giuridica (connotata dalla sua forza di coercizione) a favore di quella tecnica (destinata ad imporsi per la sua intrinseca valenza, riconducibile ad una logica di mercato che si autoregola)?<sup>77</sup>.

---

<sup>77</sup> CAPRIGLIONE, *Prime riflessioni*, cit., pag. 115.



## BIBLIOGRAFIA

- ANNUNZIATA, *Il fenomeno “ibrido” dei crossing system: una valutazione alla luce dell’attuale normativa e nell’ottica della riforma MiFID II*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), maggio 2014
- ANNUNZIATA, *“Nuovi Mercati” e ruolo delle società di gestione*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 5/2018
- ASSOCIATION FOR FINANCIAL MARKETS IN EUROPE (ASFME), *Organised Trading Facilities: Ensuring Investor Choice*, position paper, maggio 2012, pag. 5 ss., in <https://www.afme.eu/globalassets/downloads/briefing-notes/2017/otfs-ensuring-investor-choice.pdf>
- CAPRIGLIONE, *Prime riflessioni sulla MiFID II (tra aspettative degli investitori e realtà normativa)*, in *Riv.Trim.Dir.Econ.*, 2/2015
- CAPRIGLIONE, *Intermediari finanziari investitori mercati*, Padova, 2008
- CAPRIGLIONE - PELLEGRINI, *I mercati finanziari*, in AA.VV., *Elementi di diritto pubblico dell’economia*, a cura di PELLEGRINI, Padova, 2012
- CAPRIGLIONE, *Prime riflessioni sulla MiFID II (Fra aspettative degli investitori e realtà normativa)*, in a cura di TROIANO – MOTRONI, *La MiFID II. Rapporti con la clientela – Regole di governance – Mercati*, Milano, 2016
- CESR, *Report – Impact of MiFID on equity secondary markets functioning*, CESR 09-355, 2009, pagg. 6 ss., disponibile in [www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu)
- CESR, *Technical Advice to the European Commission in the Context of the MiFID Review: Equity Markets*, in [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/10\\_975.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/10_975.pdf)
- COMMISSIONE EUROPEA, *Competition in EU securities trading and post trading*, Bruxelles, 2006,
- COMMISSIONE EUROPEA, *Economic impact study on clearing and settlement*, Bruxelles, 2006
- COMMISSIONE EUROPEA, *Public Consultation. Review of the Markets in Financial Instruments Directive (2010)*
- CONSOB, *Dall’Unità fino ai giorni nostri: 150 anni di borsa in Italia*.
- CONSOB, *Mappatura delle infrastrutture di negoziazione in Italia*, Roma, 2018
- DE PIETRI TONELLI, *La Borsa*, Milano, 1928
- EUROPEAN PARLIAMENT, *Resolution on the Regulation of Trading in Financial Instruments*, 14 December 2010
- FRANZA, *Mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione, internalizzatori sistematici ed il direct market access. Criticità emerse in applicazione MiFID I e prospettive nella MiFID II*, in *Diritto Bancario Approfondimenti*, Luglio 2016
- GHIELMI, *Le sedi di negoziazione nell’ambito della disciplina MiFID II e MiFIR*, in *Diritto Bancario Approfondimenti*, Aprile 2015
- GIOVANNINI GROUP, *Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*, Brussels, November 2001, in [https://ec.europa.eu/info/system/files/first\\_giovannini\\_report\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/system/files/first_giovannini_report_en.pdf)

- GIOVANNINI GROUP, Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements, Brussels, April 2003, in [https://ec.europa.eu/info/system/files/second\\_giovannini\\_report\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/system/files/second_giovannini_report_en.pdf)
- LEGGIERI, *Regole, funzionamento e controlli di mercato*, Milano, 2010
- OXERA, Monitoring prices, cost and volumes of trading and post trading activities, Report for European Commission Dg Internal Market and Services, Oxford-Brussels, 2011, in <https://www.oxera.com/wp-content/uploads/2018/03/Oxera-report-on-trading-and-post-trading-May-2011.pdf>
- PACE, *I sistemi organizzati di negoziazione nella proposta di revisione della MiFID: un primo raffronto con le altre sedi di negoziazione*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2012
- PACE, *I sistemi organizzati*, cit., *passim*; PACE, *Le negoziazioni organizzate di strumenti finanziari*, in *Nuovo Diritto delle società*, 1/2016
- PARZIALE, *La proposta di riforma MiFID II ed il suo impatto sulla disciplina delle trading venues*, in AA.VV., *Crisi dei Mercati Finanziari e Corporate Governance: poteri dei soci e tutela del risparmio*, Roma, 2014
- REEDSMITH, MiFID II: Multilateral trading venues and systematic internalisers, July 2017, in [www.reedsmith.com](http://www.reedsmith.com)
- SEC, Regulation of Exchanges and Alternative Trading Systems, Release n. 34-40760, sub II-A-2, in <https://www.sec.gov/rules/final/34-40760.txt>
- SEPE, *Sistemi multilaterali di negoziazione - internalizzatori sistematici - sistemi organizzati di negoziazione*, in AA.VV., *Manuale di diritto bancario e finanziario*, a cura di CAPRIGLIONE, Padova, 2015
- SEPE, *I mercati di strumenti finanziari*, in PELLEGRINI, *Corso di diritto pubblico dell'economia*, Padova, 2016
- SEPE, *La MiFID II e i mercati*, in TROIANO – MOTRONI, *La MiFID II. Rapporti con la clientela – Regole di governance – Mercati*, Milano, 2016
- TARANTOLA, *Il sistema dei controlli interni nella governance bancaria*, relazione al convegno su *Il sistema dei controlli aziendali: alla ricerca di una governance*, organizzato da DEXIA Crediop, Roma, 6 giugno 2008