

I sistemi organizzati di negoziazione nella proposta di revisione della MiFID: un primo raffronto con le altre sedi di negoziazione*

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Definizione e principali caratteristiche. Sviluppo dell'indagine. – 3. Le fattispecie “mercato regolamentato” e “sistema multilaterale di negoziazione”. – 4. Raffronto tra sistema organizzato di negoziazione, mercato regolamentato e sistema multilaterale di negoziazione: il ruolo della “discrezionalità”. – 4.1. Discrezionalità e regole di comportamento. Ai confini tra mercato e servizio d'investimento. – 5. *In house matching*, sistema organizzato di negoziazione, internalizzatore sistematico.

1. Premessa.

«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»¹.

Così era un secolo fa quando a «Nuova York il commercio dei valori fuori borsa si pratica[va] di giorno, la sera e a notte tarda nei fondachi e in alcuni grandi alberghi, nei clubs, dotati, come le banche, le agenzie di affari, le redazioni dei giornali, ecc., di apparecchi automatici, che segna[va]no via via i corsi di borsa, e dotati pure di telefoni e di quanto [potesse] facilitare la trasmissione di ordini...»; in Russia, «ad onta delle

* Le opinioni espresse dall'autore sono personali e non impegnano in alcun modo l'Autorità di appartenenza (Consob).

¹ DE PIETRI TONELLI, *La Borsa*, Milano, 1928, p. 73.

pene inflitte dal governo dei sovietti russi, nelle “borse sotterranee” di Leningrado e di Mosca si [continuava] a contrattare...»; ad «Atene, ad onta delle minacce di morte fatte ai direttori di banca, implicati in operazioni di speculazione sui cambi, queste non si sono impedito»; a «Vienna mentre i sensali giurati opera[vano] nei loro stalli, quelli liberi fa[cevano] molti affari nella *Kulisse*; in Germania, «durante l'inflazione la limitazione del commercio dei cambi a favore della *Reichsbank* ha fatto prosperare, ad onta delle persecuzioni della polizia, la “borsa nera” in cui gli israeliti facevano operazioni di cambio a miglior mercato e senza limiti»².

E così, in una prospettiva analoga, si ripete oggi. Nonostante la direttiva MiFID abbia fortemente rivoluzionato il mercato degli strumenti finanziari, bilanciando l'eliminazione della regola della concentrazione degli scambi³ con la regolamentazione delle *alternative trading venues* che con il tempo si erano via via diffuse (sistemi multilaterali di negoziazione, internalizzatori)⁴, molte delle contrattazioni finanziarie

² DE PIETRI TONELLI, *La Borsa*, cit., p. 74 ss.

³ La possibilità, per gli stati membri, di disporre che «*le transazioni relative ai servizi di investimento siano eseguite su un mercato regolamentato*» era prevista all'art. 14, par. 3, dir. 93/22/CE (direttiva ISD). Il legislatore italiano – confermando la scelta operata dall'art. 11 l. n. 1/1991 – 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*» (v. art. 21, co. 2, d.lgs. n. 415/1996, poi confluito all'art. 25, co. 2, t.u.f.). La Consob, a sua volta, aveva provveduto a regolamentare la concentrazione degli scambi all'art. 7 Reg. mercati n. 11768/1998. Il d.lgs. n. 164/2007, adeguandosi alle disposizioni della direttiva MiFID (che non ripropone più la regola prevista all'art. 14, par. 3, dir. 93/22/CE), ha modificato l'art. 25 t.u.f., eliminando la regola di cui al previgente comma 2. Cfr., per tutti, CAPRIGLIONE, *Intermediari finanziari, investitori, mercati. Il recepimento della MiFID. Profili sistematici*, Padova, 2008, p. 221 ss. e 250 ss.; sulla previgente regola della concentrazione degli scambi cfr. GIUDICI, *La regola della concentrazione e il diritto antitrust*, in Ferrarini e Marchetti, a cura di, *La riforma dei mercati finanziari. Dal decreto Eurossim al Testo Unico della Finanza*, a cura di Ferrarini e Marchetti, Roma, 1998, p. 549 ss.; ONADO, *Mercati e intermediari finanziari*, Bologna, 2000, p. 486 ss.; BRANCADORO, *Strumenti*, cit., p. 198 ss.; CIRILLO, sub art. 25, in *Commentario al Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, Padova, 1998, vol. I, p. 26 ss.; BRIOLINI, sub art. 25, in *Testo unico della finanza*, commentario diretto da Campobasso, Torino, 2002, vol. 1, *Intermediari e mercati*, p. 229 ss.

⁴ Sulla frammentazione del mercato degli strumenti finanziari così come determinata in seguito alla MiFID e sui rapporti tra aree di negoziazione vigilate e aree OTC cfr., di recente, l'analisi di FIORAVANTI e GENTILE, *L'impatto della frammentazione degli scambi azionari sui mercati regolamentati europei*, in *Quaderni di Finanza* della Consob, n.

si svolgono tuttora in sedi di negoziazione – non illecite come le borse “sotterranee” o “nere” della Leningrado di un secolo fa, ma altrettanto “oscuri”, tanto da meritarsi l’appellativo di “*dark pools*” – che sfuggono all’ambito di applicazione della direttiva MiFID o beneficiano di esenzioni dal regime di trasparenza *pre-trade* ⁵.

Ne è consapevole lo stesso legislatore europeo che, a soli pochi anni dall’entrata in vigore della direttiva MiFID, è pronto a nuove misure d’intervento. Il 20 ottobre 2011 la Commissione europea, infatti, – alla luce di alcune “consulenze tecniche” rese nel 2010 dal Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (CESR) ⁶, oggi sostituito dall’ESMA ⁷ – ha presentato (al termine di una consultazione pubbli-

69, luglio 2011, p. 7 ss., nonché il *Bolletino statistico* della Consob, settembre 2012, n. 1, in part. p. 5 s.

⁵ All’interno delle “*dark pools*” vengono comunemente ricondotte sia i *broker crossing systems* (sui quali ci si soffermerà nel prosieguo) sia sedi di negoziazione regolamentate dalla MiFID nella misura in cui beneficiano, in base alla direttiva medesima, di esenzioni dal regime di trasparenza *pre-trade* [in merito alle quali cfr. ALEMANNI, *La concorrenza tra trading venues a seguito dell’introduzione della MiFID*, in FREDIANI e SANTORO, a cura di, *L’attuazione della direttiva MiFID*, Milano, 2009, p. 16 s.; D’IPPOLITO, *Il regime di trasparenza per i mercati regolamentati, gli MTF e le imprese di investimento*, in DEL BENE, a cura di, *Strumenti finanziari e regole MiFID*, Milano, 2009, p. 355 ss.]. Nel «*Glossary of useful terms linked to markets in financial instruments*», curato dalla Commissione europea e disponibile sulla pagina del portale UE dedicato al mercato interno (in particolare al link http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/glossary_en.pdf) le “*dark pools*” sono definite come quelle «*trading systems where there is no pre trade transparency of orders in the system (i.e. there is no display of prices or volumes of orders in the system)*». *Dark pools can be split into two types: systems such as crossing networks that cross orders and are not subject to pretrade transparency requirements, and trading venues such as regulated markets and MTFs that use waivers from pre-trade transparency not to display orders*. Si tratta in entrambi i casi di ipotesi in cui le negoziazioni avvengono senza l’utilizzo di un *book* di negoziazione (trasparenza *pre-trade*). Sul fenomeno delle *dark pools* cfr. BUTI, RINDI e WERNER, *Diving into Dark Pools*, 28 novembre 2011, in *Fisher College of Business Working Paper Series*, 2010-10, reperibile in <http://ssrn.com>.

⁶ Tali “consulenze” sono reperibili sul portale dell’ESMA (www.esma.europa.eu). Con particolare riferimento alla materia, qui affrontata, delle sedi di negoziazione v. i documenti CESR/10-975 («*CESR Technical Advice to the European Commission in the Context of the MiFID Review: Equity Markets*») e CESR/10-1096 («*CESR Technical Advice to the European Commission in the Context of the MiFID Review-Standardisation and Organised Platform Trading of OTC Derivatives*»).

⁷ Sulla recente riforma del sistema europeo di vigilanza sul mercato finanziario, che ha portato – con il Reg. UE n. 1095/2010 – alla creazione dell’*European Securities and Markets Authority* (ESMA), cfr. MOLONEY, *The European Securities and Markets Authority and institutional design for the EU financial market*, in *European Business Organiza-*

ca, avviata l'8 dicembre 2010 con la diffusione del documento «*Public consultation. Review of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)*» e chiusa il 2 febbraio 2011) una proposta di revisione della direttiva 2004/39/CE, che si articola, dal punto di vista strutturale, in un Regolamento (MiFIR ⁸) e in una nuova direttiva MiFID ⁹, all'interno dei quali dovrebbe confluire, novellata e integrata, la disciplina attualmente contenuta nella direttiva vigente ¹⁰.

Tra le novità di maggiore interesse presenti nella proposta della Commissione europea e volte a «rispettare l'impegno del G20 ¹¹ di dedicarsi agli aspetti meno regolamentati e più nebulosi del sistema finanziario» ¹² va annoverata l'introduzione di una nuova sede di negoziazione, che si porrà accanto a quelle, attualmente disciplinate dalla direttiva MiFID, di mercato regolamentato, sistema multilaterale di negoziazione e internazionalizzatore sistematico: si tratta del «sistema organizzato di negoziazione» (OTF, acronimo di *organised trading facility*), che potrà essere gestito sia da imprese di investimento sia da gestori di mercati regolamentati ¹³.

Nelle intenzioni della Commissione europea la nuova categoria dovrebbe essere idonea a «comprendere tutti i tipi di esecuzione organizzata e organizzazione di negoziazione che non corrispondono alle funzionalità o alle specifiche normative delle sedi esistenti», tra i quali sono

tion Law Review, 2011, p. 41 ss. e 177 ss.; KULL, *Legal Implications of the Establishment of the European Securities and Markets Authority*, 8 agosto 2011, *working paper*, reperibile in <http://ssrn.com>; WYMEERSCH, *The Institutional Reforms of the European Financial Supervisory System, an Interim Report*, 25 gennaio 2010, in *Ghent University - Financial Law Institute Working Paper Series*, 2010-01, reperibile in <http://ssrn.com>; D'AMBROSIO, *Le Autorità di vigilanza finanziaria dell'Unione*, in *Dir. banc.*, 2011, II, p. 109 ss.; OCCHIENA, *La riforma della vigilanza finanziaria dell'Unione europea*, in *Dir. econ.*, 2010, p. 637 ss.; GODANO, *Le nuove proposte di riforma della vigilanza finanziaria europea*, in *Dir. Unione europea*, 2010, p. 75 ss.

⁸ MiFIR è l'acronimo di *Markets in Financial Instruments Regulation*.

⁹ V., rispettivamente, le proposte n. 2011/0296 e 2011/0298, reperibili alla pagina del portale della UE dedicata alla MiFID: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid_en.htm.

¹⁰ CLAUSEN e SØRENSEN, *Reforming the Regulation of Trading Venues in the EU Under the Proposed (MiFID II) – Leveling the Playing Field and Overcoming Market Fragmentation?*, 13 marzo 2012, in *Nordic and European Company Law Working Paper Series*, n. 10-23, reperibile in <http://ssrn.com>, p. 7 ss.

¹¹ Si tratta del G20 tenutosi a Pittsburgh il 24 e 25 settembre 2009.

¹² Cfr. la Relazione della Commissione europea alla proposta di nuova direttiva MiFID (§ 1, p. 2).

¹³ V. art. 5 proposta di nuova direttiva MiFID.

espressamente annoverati 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») ¹⁴, nonché i «sistemi per la negoziazione di derivati sufficientemente liquidi e ammessi alla compensazione».

L'obiettivo è rafforzare, rispetto a quanto già operato dalla direttiva 2004/34/CE, le condizioni di *level playing field* tra le varie sedi di negoziazione esistenti (neutralizzando così le residue cause di «*breach of competition*» tra *trading venues* che offrono servizi equivalenti ¹⁵) e attrarre, come prima osservato, nell'area della regolamentazione (vigilanza e trasparenza) alcune «vasche oscure» degli scambi di strumenti finanziari. L'introduzione, della disciplina dei sistemi organizzati di negoziazione, nella misura in cui amplia il ventaglio dei mercati di strumenti finanziari soggetti a vigilanza, rappresenta, inoltre, uno strumento volto a rendere più agevole e più efficace il progetto, contenuto nella proposta di Regolamento MiFIR, di far transitare – in una prospettiva analoga

¹⁴ Sulle caratteristiche dei *broker crossing systems* (BCS) cfr. HARRIS, *Trading Exchanges*, Oxford, 2003, p. 132 ss.; HENDERSHOOT e MENDELSON, *Crossing Networks and Dealer Markets: Competition and Performance*, in *The Journal of Finance*, vol. LV, n. 5, 2000, p. 2071 ss.; MAO, *A Glimpse into the Dark: Price Formation, Transaction Cost and Market Share of the Crossing Network*, 9 giugno 2011, *working paper*, reperibile in <http://ssrn.com>; HENDRICK, *The Changing Role of Exchange*, in SCHWARTZ, a cura di, *Global Equity Markets. Technological, Competitive, and Regulatory Challenges*, New York, 1995, p. 44 s. Per una descrizione dei *broker crossing system* v. il 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. Some systems match only client orders, while others (depending on the client instructions/permissions) also provide matching between client orders and "house" orders».

¹⁵ GOMBER e PIERRON, *MiFID. Spirit and Reality of a European Financial Markets Directive*, settembre 2010, *working paper*, reperibile in <http://ssrn.com>, p. 4. Sul punto v. anche la Relazione della Commissione europea alla proposta di Regolamento MiFIR (§ 3.4.1, p. 7): «Un obiettivo centrale della proposta è garantire che tutte le negoziazioni organizzate siano condotte in sedi di negoziazione regolamentate: mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) e sistemi organizzati di negoziazione (OTF). A tutte le suddette sedi saranno applicati i medesimi requisiti di trasparenza pre- e post-negoziazione. Similmente, sono pressoché identici anche i requisiti afferenti [agli] aspetti organizzativi e [alla] sorveglianza del mercato applicabili alle tre sedi di cui sopra. Una tale situazione garantirà delle condizioni di parità in presenza di attività analoghe da un punto di vista funzionale in grado di far incontrare gli interessi di negoziazione di terzi».

al “*Dodd-Frank Act*”¹⁶ – taluni contratti derivati standardizzati per le (più trasparenti e sicure) sedi di negoziazione regolamentate, al fine di consentirne il regolamento attraverso gli istituti di controparte centrale¹⁷.

2. Definizione e principali caratteristiche. Sviluppo dell’indagine.

Le intenzioni del legislatore europeo appaiono condivisibili e si può esprimere apprezzamento per un progetto teso ad una maggiore erosione delle “*dark pools*” del mercato finanziario. Va però rilevato che la categoria “sistema organizzato di negoziazione” è definita in modo poco chiaro, soprattutto se confrontata con le altre sedi di negoziazione.

Secondo la proposta della Commissione europea, la definizione di sistema organizzato di negoziazione – così come quella delle altre *trading venues*, nonché dell’internalizzatore sistematico (che non viene più annoverato tra le “sedi di negoziazione” ma, assieme a queste, nella più ampia categoria delle “negoziazioni organizzate”¹⁸) – dovrebbe confluire all’interno del Regolamento MiFIR. Per sistema organizzato di nego-

¹⁶ Sulle criticità cui hanno dato luogo negli Stati Uniti d’America le negoziazioni dei derivati e sulle soluzioni nel tempo adottate cfr. SCALCIONE, *The Derivatives Revolution. A Trapped Innovation and a Blueprint for regulatory reform*, Alphen aan den Rijn, 2011, p. 81 ss., 157 ss., nonché, per ciò che attiene alla riforma del 2010, p. 343 ss.; cfr., inoltre, CULP, *The Treasury Department’s Proposed Regulation of OTC Derivatives Clearing & Settlement*, 2 ottobre 2009, in *Chicago Booth School of Business Research Paper Series*, n. 2009-30, reperibile in <http://ssrn.com>, p. 2 ss.; DE POLI, *La “Dodd-Frank Wall Street Reform” e la protezione degli investitori: prime note*, in *Crisi finanziaria e protezione degli investitori. Il “Dodd-Frank Wall Street Reform Act”*, *Quaderni del Centro Studi De Poli*, n. 1, 2010, reperibile in www.studiodepoli.it, p. 19 ss.

¹⁷ Gli artt. 24 ss. del progetto di Regolamento MiFIR prevedono (sulla scia di quanto suggerito dal CESR nella citata “*Technical Advice*” n. 10-1096) che gli strumenti finanziari derivati standardizzati, individuati dall’ESMA in base ad una particolare procedura, debbano essere negoziati – se le contrattazioni avvengono tra controparti finanziarie e non finanziarie che superano i limiti di negoziazione previste dal Regolamento europeo EMIR – in un mercato regolamentato, in un sistema multilaterale di negoziazione o in un sistema organizzato di negoziazione. Sulla necessità che i derivati siano necessariamente negoziati su piattaforme vigilate e regolati per il tramite di “controparti centrali” cfr. in dottrina SANTORO, *Crisi finanziaria: quali regole per la banca*, in *Dir. banc.*, I, 2010, p. 570 ss.

¹⁸ È questa l’espressione (nel cui ambito vengono ricompresi i mercati regolamentati, i sistemi multilaterali di negoziazione, i sistemi organizzati di negoziazione e gli internalizzatori sistematici) utilizzata al § 3.4.1 della citata Relazione della Commissione europea al progetto di Regolamento MiFIR.

ziazione dovrà intendersi «qualsiasi sistema diverso da un mercato regolamentato o sistema multilaterale di negoziazione gestito da un'impresa di investimento o da un gestore del mercato che consente l'interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti»¹⁹.

Già ad una prima lettura appare evidente che si tratta di una definizione che si allinea molto a quelle di mercato regolamentato e di sistema multilaterale di negoziazione (MTF²⁰), contenute nella MiFID vigente e riprodotte senza modificazioni nella proposta di revisione in esame²¹.

Prima di proseguire nel discorso è utile, tuttavia, soffermare l'attenzione sul considerando 8 della proposta di Regolamento MiFIR²², che fornisce un raffronto con le altre sedi di negoziazione sotto il profilo della discrezionalità e della neutralità. Si prevede, infatti, che, mentre «i mercati regolamentati e i sistemi multilaterali di negoziazione sono caratterizzati dall'esecuzione non discrezionale delle operazioni, il gestore di un sistema organizzato di negoziazione ha discrezione sulla modalità di esecuzione di un'operazione». Ne deriva che i gestori di un sistema organizzato di negoziazione, differentemente da quanto avviene per i mercati regolamentati e i sistemi multilaterali di negoziazione, saranno soggetti alla disciplina sulla protezione dell'investitore, in particolare alle «norme di comportamento e [a]gli obblighi relativi all'esecuzione alle migliori condizioni e alla gestione degli ordini dei clienti». Viene, inoltre, precisato che, «poiché un sistema organizzato di negoziazione costituisce una vera e propria piattaforma di negoziazione, il gestore della piattaforma dev'essere neutrale», con la conseguenza che allo stesso «non va consentita l'esecuzione nel sistema (...) di operazioni tra molteplici interessi di acquisto e di vendita di terzi comprendenti ordini di clienti fatti incontrare nel sistema a fronte di capitale proprio». Quanto previsto dal considerando in esame trova poi attuazione all'art. 20 della proposta di nuova direttiva MiFID, sul quale ci si soffermerà nel prosieguo.

Orbene, i dati fin qui raccolti rappresentano un quadro abbastanza completo per tentare una prima ricostruzione della categoria di sistema

¹⁹ V. art. 2, par. 1, n. 7, del progetto di Regolamento MiFIR.

²⁰ MTF è l'acronimo di *Multilateral Trading Facility*.

²¹ V. *infra* par. 3.

²² V. anche il § 3.4.1 della citata Relazione della Commissione europea al progetto di Regolamento MiFIR.

organizzato di negoziazione e dei suoi rapporti con le altre “negoziazioni organizzate”. A tal fine sarà indispensabile, nel procedere all’analisi, tenere ben distinti gli elementi della fattispecie (volti a individuare l’ambito di applicazione, vale a dire i fenomeni della realtà che il legislatore intende “catturare” e regolamentare) dai semplici elementi della disciplina. Tale prospettiva, che rappresenta il presupposto logico di ogni analisi normativa, appare particolarmente necessaria in questa sede, visto che, per un verso, è la stessa proposta normativa in esame che appare non particolarmente chiara sul punto, per l’altro, proprio con riferimento al sistema organizzato di negoziazione, si registra una certa confusione tra i primi commentatori.

3. Le fattispecie “mercato regolamentato” e “sistema multilaterale di negoziazione”.

Come prima accennato, la definizione di sistema organizzato di negoziazione si allinea a quella di mercato regolamentato e di sistema multilaterale di negoziazione. L’analisi di queste ultime categorie rappresenta, dunque, il punto di partenza dell’indagine.

Mercato regolamentato e sistema multilaterale di negoziazione sono categorie quasi sostanzialmente sovrapponibili. Nel raffrontare le relative definizioni normative ²³ si individua agevolmente un nucleo comune,

²³ Le definizioni di mercato regolamentato e sistema multilaterale di negoziazione sono contenute all’art. 4, par. 1, n. 14 e 15, dir. MiFID (attuato dal d.lgs. n. 164/2007 all’art. 1, co. 1, lett. w-ter, e 5-octies, t.u.f.): tali definizioni confluiranno all’art. 2 del Regolamento MiFIR. In particolare si intende per “mercato regolamentato”: il «*sistema multilaterale, amministrato e/o gestito da un gestore del mercato, che consente o facilita l’incontro, al suo interno e in base alle sue regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti relativi a strumenti finanziari ammessi alla negoziazione conformemente alle sue regole e/o ai suoi sistemi, e che è autorizzato e funziona regolarmente*»; per “sistema multilaterale di negoziazione” il «*sistema multilaterale gestito da un’impresa di investimento o da un gestore del mercato che consente l’incontro, al suo interno e in base a regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti*». Sulle fattispecie di mercato regolamentato e sistema multilaterale di negoziazione cfr. MOTTI, *Mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione e internalizzatori sistematici*, in D’APICE, a cura di, *L’attuazione della MiFID in Italia*, Bologna, 2010, p. 681 ss.; ID, *Tipologia e disciplina delle “trading venues”*, in FREDIANI e SANTORO, *L’attuazione della direttiva MiFID*, cit., p. 35 ss.; ALEMANNI, *La concorrenza tra trading venues a seguito dell’introduzione della MiFID*,

essendo entrambi un «*sistema multilaterale (...) che consente (...) l'incontro, al suo interno e in base a regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti*».

Elemento centrale di tale sotto-fattispecie è il “sistema”, che può essere definito come il complesso delle regole e delle strutture tecniche volte a consentire l'incontro degli interessi di acquisto e di vendita degli strumenti finanziari ²⁴.

ibid., p. 13 ss.; CAPRIGLIONE, *Intermediari*, cit., p. 181 ss. e 279 ss.; LA MANNO, *I mercati regolamentati e le altre sedi di negoziazione nel nuovo contesto normativo: definizioni*, in *Strumenti finanziari*, cit., p. 281 ss.; TAROLA, *Sistemi multilaterali di negoziazione. Caratteristiche e regole applicabili*, *ibid.*, p. 314 ss.; COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2010, p. 225 ss. e 254 ss.; ID, *La direttiva 2004/39/CE (c.d. MiFID) e l'ordinamento italiano*, in *Scambi su merci e derivati su commodities*, a cura di Lamandini e Motti, Milano, 2006, p. 22 ss.; VELLA e RAGNO, *L'organizzazione e la governance dei mercati e dei sistemi multilaterali di negoziazione nella nuova disciplina comunitaria*, *ibid.*, p. 110 ss.; DE MARI e SPADA, *Intermediari e promotori finanziari*, Bologna, 2005, p. 110 ss.; SEPE, *Organizzazione, funzionamento e vigilanza sui mercati*, in CAPRIGLIONE, a cura di, *L'ordinamento finanziario italiano*, Padova, 2010, t. II, p. 976 ss. e 1046 ss.; POLATO e FLOREANI, *Listing, trading e post trading nel mercato azionario italiano*, Torino, 2008, p. 53 ss.; GIRAUD e D'HONDT, *MiFID. Convergence towards a unified European capital markets industry*, Londra, 2006, p. 94 ss.

²⁴ Entrambi gli elementi (organizzazione giuridica e struttura tecnico-logistica) sono necessari al fine di individuare un “sistema”. Alcuni dubbi interpretativi potrebbero tuttavia essere generati, a primo acchito, dal cons. 6 dir. MiFID (in futuro cons. 6 Reg. MiFIR) che, a proposito dei mercati regolamentati e dei sistemi multilaterali di negoziazione, in primo luogo precisa che «Il termine “sistema” comprende tutti i mercati che sono costituiti da una serie di regole e da una piattaforma di negoziazione», ma aggiunge poi che vi rientrano anche «quelli che funzionano esclusivamente in base a una serie di regole». Sembrerebbe, dunque, che, ai fini dell'individuazione delle fattispecie in esame, un sistema si identifichi solo con l'organizzazione giuridica degli scambi, venendo così la gestione delle infrastrutture di negoziazione collocata in un ambito ulteriore, non precisamente definito. Un mercato, tuttavia, qualsiasi esso sia, si caratterizza proprio per la raccolta e l'incrocio degli interessi di acquisto e di vendita, così da generare contratti. Anche un sistema di negoziazione di strumenti finanziari, dunque, non può non essere caratterizzato ontologicamente da una piattaforma di scambio. Invero, se si continua nella lettura del considerando, pare che il discorso si sposti dal piano della fattispecie a quello della disciplina. Si prevede, infatti, che «I mercati regolamentati e i sistemi multilaterali di negoziazione non sono tenuti a gestire un sistema “tecnico” per il confronto (*matching*) degli ordini. Un mercato costituito esclusivamente da una serie di regole (...) 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...». Orbene, mi pare che quando il considerando faccia riferimento alla

Si tratta, in particolare, di un sistema di “negoziiazione” in cui, cioè, l’incontro delle proposte di acquisto e di vendita genera “contratti”. Tale elemento distingue il sistema in esame dalla mediazione, vale a dire l’attività consistente nel «mettere in contatto due o più investitori, rendendo così possibile la conclusione di un’operazione fra di essi»²⁵. Mentre nella mediazione l’impresa di investimento si limita a mettere “in contatto”

circostanza che i mercati “non sono tenuti” a gestire un sistema tecnico di *matching* (il *matching* in tale contesto va inteso come incrocio degli interessi di acquisto e di vendita in modo da dare luogo ad un contratto e non va confuso con il servizio, relativo alla fase di *post trading*, di riscontro e rettifica, talvolta indicato con la medesima terminologia: cfr. POLATO e FLOREANI, *Listing*, cit., p. 303) voglia semplicemente affermare che la gestione della piattaforma di negoziazione può essere esternalizzata (tale attività, peraltro, solo in quanto afferente alla gestione “tipica” seguirà il regime dell’*outsourcing* definito dalla MiFID; in merito all’esternalizzazione dell’organizzazione logistica cfr. MOTTI, *Mercati*, cit., p. 699 s.). Il considerando si preoccupa, allora, di “rassicurare” sul fatto che, nonostante la delega a terzi della gestione della piattaforma, i contratti si considereranno in ogni caso eseguiti sul mercato. Un conto, dunque, è la presenza di una struttura logistica degli scambi, che non può mancare ai fini dell’esistenza del mercato, altro conto è il soggetto che in concreto la gestisce, che può essere anche diverso da colui che predispone le regole di funzionamento. Se si condivide l’impostazione qui seguita, a ben vedere dal considerando citato si trae un ulteriore corollario: operando un ragionamento *a contrario*, si rileva che, se è espressamente prevista la possibilità di esternalizzare l’organizzazione tecnico-logistica degli scambi, vuol dire che non è esternalizzabile quella giuridica: la predisposizione del regolamento del mercato non può essere affidata, dunque, nemmeno in regime di *outsourcing*, a terzi. Tale regola ha un logico fondamento nel rilievo para-pubblicistico che assumono i regolamenti dei mercati, che contribuiscono a definire, assieme alla disciplina pubblicistica, la regolamentazione del mercato finanziario. Infine, va segnalato, a conferma della ragionevolezza della tesi qui sostenuta, che la contemporanea presenza di un complesso di regole e di una piattaforma tecnica di scambio era stata ritenuta necessaria dalla Consob per l’individuazione delle caratteristiche dei “sistemi di scambi organizzati” (SSO) di cui al previgente art. 78 t.u.f. (per riferimenti bibliografici v. *infra* nt. 35); in particolare, nella Comunicazione Consob n. 98097747 del 24 dicembre 1998 era previsto che per sistema di scambi organizzato doveva intendersi «un insieme di “regole” e di “strutture”, anche automatizzate, che consente in via continuativa o periodica: a) di raccogliere e diffondere proposte di negoziazione di strumenti finanziari, e b) di dare esecuzione a dette proposte con le modalità previste dal sistema».

²⁵ Così si esprime il cons. 20 dir. MiFID (v. cons. 29 proposta di nuova direttiva MiFID), che non qualifica espressamente tale attività come “mediazione” (operazione che è invece operata a livello nazionale all’art. 1, co. 5-*sexies*, t.u.f.), ma la associa all’attività di ricezione e trasmissione di ordini (in merito alla quale cfr. per tutti GNONI, *Ricezione trasmissione di ordini*, in *L’attuazione della MiFID*, cit., p. 231 ss.). In merito alla nozione di mediazione cui si faceva riferimento prima della direttiva MiFID (per comprendervi talune attività gestorie di sistemi di negoziazione), nonché sul significato che alla luce delle novità legislative intervenute va oggi alla stessa assegnato cfr. MOTTI, *Mercati regolamentati*, cit., p. 676 ss. e 683 s.

due soggetti, con la conseguenza che la conclusione dell'operazione è meramente eventuale (il contatto deve, infatti, rendere solo "possibile" la conclusione del contratto) e si pone al di fuori del servizio (potrà avvenire anche altrove, mediante l'ausilio di un altro intermediario), nei sistemi di negoziazione la conclusione del contratto è "necessaria" e avviene "sul" sistema.

Per rientrare nell'ambito di applicazione della normativa, il sistema di negoziazione deve inoltre avere le caratteristiche della "multilateralità". Un sistema è multilaterale se vi è una pluralità di interessi di acquisto e di vendita che si interfacciano reciprocamente. I sistemi multilaterali si contrappongono, dunque, a quelli bilaterali (tra i quali rientrano gli internalizzatori sistematici), in cui gli interessi di acquisto e di vendita dei terzi sono direzionati tutti verso un'unica controparte ²⁶. La multilateralità, come verrà chiarito meglio in seguito, non va confusa con la neutralità, che è un attributo del gestore (non del sistema) e afferisce al profilo della partecipazione del gestore agli scambi sulla propria piattaforma (multilaterale) ²⁷.

Il "sistema" in esame si caratterizza, infine, a livello di fattispecie, per il fatto che gli interessi si incrociano in modo non discrezionale. L'espressione "regole non discrezionali", come suggerito dal cons. 6 dir. MiFID ²⁸, sta a indicare che «le regole non lasciano all'impresa di investimento che gestisce un sistema multilaterale di negoziazione alcuna discrezionalità su come possano interagire gli interessi». Insomma, gli ordini di segno inverso si incrociano, dando vita a contratti, in base a regole prestabilite e in modo oggettivo, senza, cioè, che il gestore possa intervenire in corso di negoziazione per condizionare l'abbinamento delle proposte di vendita con quelle di acquisto ²⁹. È bene precisare fin d'ora, ma sul pun-

²⁶ Una definizione della multilateralità e della bilateralità del sistema era contenuta, a proposito dei sistemi di scambio organizzati, nella già citata Comunicazione Consob n. 98097747 del 24 dicembre 1998: in particolare 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».

²⁷ V. *infra* par. 5.1.

²⁸ Il contenuto di tale considerando dovrebbe confluire nel cons. 6 Regolamento MiFIR.

²⁹ Si ragiona in tale contesto con riferimento all'incontro, sulla piattaforma di negoziazione, degli interessi di acquisto e di vendita di strumenti finanziari. La discrezionalità è invece elemento caratterizzante altre competenze del gestore del mercato, in particolare quelle di vigilanza. A volte è riconosciuta espressamente (come all'art. 35, par. 4, Reg. n

to si tornerà in modo più approfondito nel prosieguo ³⁰, che il requisito dell'assenza di discrezionalità è collocato all'interno della definizione di mercato regolamentato e di sistema multilaterale di negoziazione e as-surge, in tal guisa, ad elemento selettivo dei fenomeni della realtà che si inquadrano nella categoria di sistemi multilaterali. Ne deriva che solo le sedi di negoziazione ad incrocio non discrezionale degli ordini rientrano nelle fattispecie e, dunque, nell'ambito di applicazione della disciplina relativa ai mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione.

Come messo in luce da un esaustivo approfondimento in dottrina ³¹, l'elemento distintivo, a livello di fattispecie, tra tali sedi di negoziazione è ravvisabile – al di là di differenze meramente formali o comunque non rilevanti presenti nelle rispettive definizioni normative, nonché dei profili relativi alla tipologia di gestore ³² – «nel diverso valore del prov-

1287/2006/CE, ove si fa riferimento a decisioni assunte dai gestori, pur entro determinati limiti, «a loro discrezione»), altre volte è connaturata ai compiti attribuiti alla s.g.m.: in diverse occasioni, infatti, la legge lascia al gestore un margine di autonomia nell'esercizio delle funzioni di sua spettanza, che si esplica attraverso poteri di “valutazione e ponderazione” degli interessi privati e pubblici coinvolti, nonché di “scelta” dello strumento di intervento ritenuto più opportuno (si pensi, a titolo esemplificativo, alla necessità, prevista dall'art. 17, co. 1, Reg. mercati Consob – di attuazione dell'art. 41, par. 1, dir. MiFID –, che la s.g.m. ponderi le decisioni relative all'ammissione, alla sospensione e alla revoca di strumenti finanziari in relazione «agli interessi degli investitori o al funzionamento ordinato del mercato»). Sia consentito rinviare sul punto, anche per i dovuti riferimenti bibliografici, a PACE, *Ammissione sospensione esclusione dai mercati regolamentati. Poteri della Consob e delle società di gestione dei mercati*, Milano, 2012, p. 115 ss.

³⁰ V. *infra* par. 4.

³¹ Cfr. MOTTI, *Mercati*, cit., p. 681 ss.

³² Cfr. SEPE, *Organizzazione*, cit., p. 1003 ss.; MOTTI, *Mercati*, cit., p. 686. In particolare, se si eccettuano espressioni in qualche misura “tautologiche” o che paiono muoversi più sul piano della disciplina che della fattispecie (regolarità di funzionamento e ammissione a negoziazione in base alle regole del sistema), va sottolineato che nella definizione di mercato regolamentato è previsto che il sistema «consente o facilita» l'incontro al suo interno degli interessi di acquisto o di vendita, mentre per i sistemi multilaterali di negoziazione la norma si limita a prevedere che il sistema «consente» l'incontro. Tale differente formulazione pare più il frutto di un'imprecisione nella redazione delle due definizioni, che di un'effettiva volontà di diversificazione da parte del legislatore europeo. I due termini esprimono, infatti, concetti sostanzialmente sovrapponibili. Qualora, in senso contrario, si volesse valorizzare il dato formale, si potrebbe al più sostenere che con i termini “consentire” e “facilitare” il legislatore voglia far riferimento alla circostanza che l'incontro delle proposte di negoziazione avvenga, rispettivamente, su una piattaforma gestita dall'operatore del mercato (in tal caso il sistema consente in via diretta l'incontro) o su una piattaforma gestita da un soggetto terzo in regime di esternalizzazione (l'incontro è in tal caso solo “facilitato” dal sistema, che è comunque il tramite della conclusione

vedimento autorizzativo, che rappresenta un elemento costitutivo della fattispecie limitatamente ai mercati regolamentati». Solo per questi è previsto, infatti, a livello di definizione, che il «*sistema multilaterale (...) è autorizzato*». L'autorizzazione, mentre per i sistemi multilaterali di negoziazione è legata all'attività gestoria, per i mercati regolamentati ha ad oggetto il mercato stesso³³. Alla luce di quanto osservato va sostenuto che: *i*) per un verso, qualora si voglia gestire un «*sistema multilaterale (...) che consente (...) l'incontro, al suo interno e in base a regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo dare luogo a contratti*», si può optare – ferme restando le riserve di attività legate alla tipologia di gestore³⁴ e, naturalmente, le ulteriori condizioni previste dall'ordinamento per lo svolgimento di tali attività – o per il riconoscimento del sistema come mercato regolamentato (attraverso l'autorizzazione al mercato rilasciato dall'autorità pubblica), o per l'autorizzazione allo svolgimento dell'attività di gestione di un sistema multilaterale di negoziazione; *ii*) per l'altro, in caso si gestisca un sistema avente le caratteristiche descritte *sub i*) senza autorizzazione (in via di fatto), si configurerà uno svolgimento abusivo dell'attività di gestione di un sistema multilaterale di negoziazione (giammai di un mercato regolamentato)³⁵.

del contratto): anche in tale prospettiva, tuttavia, le differenze, a livello di definizione, tra le sedi di negoziazione in esame si annullano, ove si consideri che, come prima rilevato, entrambe le modalità con cui si provvede a fornire il servizio di *matching* sono legate alla nozione di “sistema” adottata dalla direttiva MiFID e sono proprie, dunque, anche dei sistemi multilaterali di negoziazione.

³³ Nel caso di mercati regolamentati gestiti da una medesima società di gestione vi è, dunque, necessità di un'autorizzazione per ogni mercato: cfr. MOTTI, *I mercati regolamentati di strumenti finanziari*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di Patroni Griffi, Sandulli e Santoro, Torino, 1999, p. 384 s. Sottolinea come sarebbe in facoltà degli stati membri prevedere un sistema che distingua formalmente l'autorizzazione all'attività di gestione di un mercato regolamentato dall'autorizzazione al mercato stesso e che, in ogni caso, tale differente rilevanza del provvedimento autorizzatorio emerge comunque in modo netto, ove si consideri che la s.g.m. che intenda gestire un altro mercato regolamentato debba dotarsi di un'ulteriore autorizzazione, SEPE, *Organizzazione*, cit., p. 1005 (nt. 23) e 1024 s.

³⁴ In merito allo statuto dei gestori delle diverse sedi di negoziazione cfr. MOTTI, *Mercati*, cit., p. 689 ss.

³⁵ Ciò resta valido anche nel caso di una società di gestione di un mercato regolamentato (regolarmente autorizzato) che decida di gestire un ulteriore sistema di negoziazione senza autorizzazione. Prima dell'attuazione della direttiva MiFID, che ha imposto l'autorizzazione per la gestione dei sistemi multilaterali di negoziazione, si riteneva, alla

Prima di proseguire nel discorso e analizzare, per i profili che qui interessano, la proposta di revisione della MiFID, preme svolgere un'ulteriore considerazione. Alla luce di quanto finora osservato, la "terminologia" adoperata dal legislatore per identificare le categorie in esame ("mercato regolamentato" e "sistema multilaterale di negoziazione") non ha, di per sé, un'effettiva capacità distintiva tra le stesse e può, di conseguenza, creare una certa confusione nell'analisi della normativa. A parte la considerazione per cui, al pari di un mercato regolamentato, anche il sistema multilaterale di negoziazione costituisce una forma di "mercato" di strumenti finanziari ed è soggetto ad una regolamentazione da parte dell'ordinamento (sebbene meno intensa rispetto al primo), va osservato che anche il mercato regolamentato rappresenta un "sistema di negoziazione" "multilaterale", nel senso sopra descritto. La decisione del legislatore, dunque, di utilizzare il nucleo comune alle fattispecie in esame (ovverosia il sistema di negoziazione multilaterale) come denominazione di una sola di esse (sistema multilaterale di negoziazione) non appare una scelta felice. Ciò risulta ancora più evidente alla luce della nuova categoria prevista dal progetto di revisione della MiFID che, come si vedrà tra breve, rientra anch'essa tra i sistemi di negoziazione aventi le caratteristiche della multilateralità.

4. Raffronto tra sistema organizzato di negoziazione, mercato regolamentato e sistema multilaterale di negoziazione: il ruolo della "discrezionalità".

Delineati i tratti fondamentali, a livello di fattispecie, delle sedi di negoziazione multilaterali attualmente disciplinate dall'ordinamento, si può ora procedere ad un raffronto con la categoria di "sistema organizzato di negoziazione", così come delineata nella citata proposta della Commissione europea di revisione della MiFID.

Dalla definizione si deduce in primo luogo che la fattispecie in esame avrà carattere residuale: il sistema organizzato di negoziazione è

luce della previgente disciplina dei sistemi di scambio organizzati di cui all'art. 78 t.u.f., che la gestione di mercati di strumenti finanziari non costituisca attività riservata, essendo lecitamente esercitabile anche in assenza dell'autorizzazione: cfr. MORTI, *I mercati*, cit., p. 384 s. Sulla previgente disciplina degli scambi organizzati di strumenti finanziari cfr. inoltre FRANCIOSI, sub art. 78, in *Testo unico*, cit., vol. 1, *Intermediari e mercati*, p. 645 ss.

definito, infatti, nel progetto di Regolamento MiFIR come «qualsiasi sistema “diverso” da un mercato regolamentato o sistema multilaterale di negoziazione». È necessario, dunque, individuare gli elementi di affinità con le nozioni di mercato regolamentato e di sistema multilaterale di negoziazione (che necessariamente devono sussistere, quantomeno in un nucleo minimo, visto che altrimenti la clausola di residualità non avrebbe senso), nonché quelli di divergenza.

Quanto ai primi, il nucleo che il sistema organizzato di negoziazione condivide con le categorie di mercato regolamentato e sistema multilaterale di negoziazione è rappresentato dal «sistema (...) che consente (...) l'interazione ³⁶ tra (...) interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo dare luogo a contratti». La nozione di “sistema di negoziazione” è stata già analizzata a proposito delle definizioni di mercato regolamentato e di sistema multilaterale di negoziazione e si può, dunque, rinviare alle precedenti osservazioni ³⁷.

Ulteriore elemento comune è rappresentato dalla multilateralità del sistema. Invero, nella definizione tale carattere non è richiamato espressamente, ma si deduce agevolmente ove si ponga attenzione all'espressione “interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi”: certo, la generica “presenza” di “interessi di terzi” non esclude la bilateralità della piattaforma (visto che sui sistemi bilaterali a relazionarsi con l'unica controparte sono pur sempre interessi di terzi), come pure il carattere “multiplo” di tali interessi (si pensi a sistemi bilaterali che riescono a gestire contemporaneamente più interessi di acquisto o di vendita); tuttavia, il richiamo alla multilateralità è insito nel riferimento all’ “interazione” tra gli interessi medesimi: il sistema organizzato di negoziazione, cioè, è un sistema in cui le proposte di acquisto e di vendita dei terzi si interfacciano, sebbene in modo “pilottato” dal gestore, reciprocamente (come in un sistema multilaterale, appunto) e non solo nei confronti di un'unica parte (come avviene invece nelle piattaforme bilaterali).

L'elemento di sostanziale di diversità – oltre all'assenza, analogamente ai sistemi multilaterali di negoziazione, dell'autorizzazione quale ele-

³⁶ Per i mercati regolamentati e i sistemi multilaterali di negoziazione è adoperato il termine, sostanzialmente sovrapponibile, di “incontro”.

³⁷ V. *supra* par. 3.

mento “costitutivo” del mercato ³⁸ – è rappresentato dal fatto che solo nelle definizioni di sistema multilaterale di negoziazione e mercato regolamentato è previsto che l’incrocio degli interessi di terzi avvenga in modo non discrezionale. Tuttavia, nella definizione di sistema organizzato di negoziazione non si prevede nemmeno che, all’opposto, l’incontro degli interessi di acquisto e di vendita di terzi avvenga in base a regole discrezionali.

Ad una prima lettura ciò potrebbe indurre a ritenere che, non essendo espressamente prevista la discrezionalità tra gli elementi della fattispecie, rientrino nella definizione di sistema organizzato di negoziazione anche sistemi per così dire “ibridi”, in cui, cioè, vi sono, per taluni ordini (in relazione al prodotto o all’operatore), criteri oggettivi di *matching* e, per altri, criteri discrezionali ³⁹, mentre confluirebbero nella categoria di sistema multilaterale di negoziazione e mercato regolamentato i sistemi in cui l’incrocio delle proposte di negoziazione avviene solo in base a criteri oggettivi.

Una simile impostazione, tuttavia, non soddisfa appieno. Già da un punto di vista degli equilibri tra fattispecie, si creerebbero delle sovrapposizioni di categoria prive di ragionevolezza. La categoria di sistema multilaterale di negoziazione (e a monte quella di mercato regolamentato) verrebbe depotenziata, in quanto vi sfuggirebbero sistemi in cui l’incrocio degli ordini avviene in modo oggettivo per il solo fatto che ad esso si accompagna, per talune ipotesi, un meccanismo di incontro di natura discrezionale. In una prospettiva diversa, poi, si può osservare che basterebbe creare, all’interno del “sistema”, delle aree di *matching* discrezionale, perché lo stesso non sia inquadrato dall’ordinamento come sistema multilaterale di negoziazione, ma come sistema organizzato di negoziazione, soggetto ad una regolamentazione più blanda.

In attesa che nella versione definitiva del Regolamento MiFIR il punto sia oggetto di una precisazione da parte del legislatore europeo, ritengo che ci possano essere comunque gli estremi per ricavare

³⁸ Si è visto (*supra* par. 3) che per il mercato regolamentato l’autorizzazione, diversamente dal sistema multilaterale di negoziazione, è elemento costitutivo della fattispecie.

³⁹ Ne deriverebbe che: a) in caso di sistema ad incrocio non discrezionale, si tratterà necessariamente di un sistema multilaterale di negoziazione (ovvero di un mercato regolamentato, se il gestore ne chiede il riconoscimento come tale); b) in caso di sistema ad incrocio non discrezionale o di incrocio ibrido, necessariamente di un sistema organizzato di negoziazione.

in via interpretativa la discrezionalità nell'incrocio degli ordini quale elemento della fattispecie. Vanno, infatti, valorizzati il riferimento, nella definizione di sistema organizzato di negoziazione, alla "diversità" rispetto al mercato regolamentato e al sistema multilaterale di negoziazione (che con il primo condividono la natura di "sistemi che consentono l'interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo dare luogo a contratti"), nonché la circostanza, appunto, che se si confrontano le definizioni l'unico elemento di diversità è rappresentato, come prima rilevato, dal mancato riferimento per il sistema organizzato di negoziazione alla non discrezionalità nell'incrocio degli ordini. Si aggiunga, poi, che il considerando 8 del progetto di Regolamento MiFIR fa della discrezionalità l'elemento di differenziazione più rilevante rispetto alle altre sedi di negoziazione multilaterali, omettendo, peraltro, qualsiasi riferimento a sistemi "ibridi".

Alla luce di quanto sinora osservato appaiono non corrette le critiche mosse dai primi commentatori alla proposta della Commissione europea di introdurre e disciplinare la categoria di sistema organizzato di negoziazione. È stato rilevato, in particolare, che la discrezionalità dell'incrocio degli ordini nei sistemi organizzati di negoziazione rappresenta un elemento di disparità di trattamento rispetto alle altre sedi di negoziazione, che sono, invece, tenute al *matching* oggettivo. Vi sarebbe, dunque, una violazione delle regole di concorrenza e di *level playing field*⁴⁰. È evidente, tuttavia, che tali osservazioni muovono da un presupposto errato, confondendo elementi della fattispecie con elementi della disciplina. La non discrezionalità o la discrezionalità

⁴⁰ Cfr. CLAUSEN e SØRENSEN, *Reforming*, cit., p. 23, che rilevano: «...a closer analysis reveals that there are differences between the regulation of regulated markets and MTFs on the one hand and OTFs on the other hand. This is primarily because OTFs have the possibility of matching clients' orders on a discretionary basis, whereas regulated markets and MTFs are obliged to have non-discretionary, predetermined rules for the execution of orders in their systems. OTFs will thus be able to offer a service to traders and investors which regulated markets and MTFs cannot, giving OTFs a competitive advantage over regulated markets and MTFs. While there is an unlevel playing field between regulated markets and MTFs under MiFID 2004, it seems that proposed reforms of the regulation on markets for financial instruments will lead to a new unlevel playing field, namely between regulated markets and MTFs on the one hand and OTFs on the other». Si vedano, inoltre, le osservazioni della FESE (*Federation of European Securities Exchanges*) nel documento "FESE Position on the Mifid II Proposal", 31 gennaio 2012, reperibile in www.fese.be, p. 10.

del *matching* rappresentano – così come sono formulate le definizioni di mercato regolamentato, sistema multilaterale di negoziazione e, in base all'interpretazione qui proposta, sistema organizzato di negoziazione – elementi della fattispecie, nel senso che sono volti a identificare i fenomeni della realtà cui applicare una particolare disciplina (in termini di requisiti organizzativi, regole di trasparenza, vigilanza pubblica, etc.). Non si tratta, dunque, di concedere la discrezionalità o di imporre la non discrezionalità, perché queste già esistono, ma al più di disciplinarle ⁴¹.

Qualora, in senso contrario, si ritenesse la discrezionalità un elemento della disciplina e non della fattispecie, non vi sarebbe differenza alcuna sul piano delle categorie tra sistema organizzato di negoziazione e gli altri sistemi multilaterali, essendo tutti, come rilevato, “sistemi che consentono l'interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo dare luogo a contratti”. In particolare – visto che a livello di fattispecie l'autorizzazione (al pari di un sistema multilaterale di negoziazione e differentemente da un mercato regolamentato) non costituisce un elemento costitutivo del sistema – la “categoria” di sistema organizzato di negoziazione sarebbe una duplicazione di quella di sistema multilaterale di negoziazione. Tali sistemi diventerebbero, in altre parole, dei contenitori identici e le categorie “sistema multilaterale di negoziazione” e “sistema organizzato di negoziazione” verrebbero ridotte a mere “etichette” della (diversa) disciplina ivi contenuta.

L'approccio qui criticato dimostra, inoltre, i suoi fattori di debolezza anche se ci si pone nella prospettiva di individuare le fattispecie di abusivismo cui si andrà incontro nel caso di svolgimento delle attività di gestione di tali sistemi di negoziazione in via di fatto. Se si condivido-

⁴¹ In tale ottica vanno lette quelle disposizioni, presenti nella direttiva MiFID, che impongono ai gestori dei mercati regolamentati e dei sistemi multilaterali di negoziazione di dotarsi di *«regole e procedure trasparenti e non discrezionali che garantiscano una negoziazione corretta e ordinata nonché di criteri obiettivi che consentano l'esecuzione efficiente degli ordini»* [art. 39, lett. e): la norma è dettata per i mercati regolamentati; per i sistemi multilaterali di negoziazione v., in modo sostanzialmente conforme, l'art. 14, par. 1]. Il cuore di tali disposizioni non va tanto individuato nell'imposizione di regole non discrezionali (che, infatti, già esistono a livello di fattispecie), ma nella previsione di determinati standard qualitativi di tali regole, che devono essere formulate in modo da garantire una negoziazione corretta e ordinata, nonché un'esecuzione efficiente degli ordini.

no le argomentazioni da me proposte, è agevole concludere nel senso che, se un'impresa gestisca senza autorizzazione un sistema multilaterale incrociando gli ordini secondo criteri non discrezionali, si configurerà un esercizio abusivo di un sistema multilaterale di negoziazione; nel caso, invece, gestisca in via di fatto un sistema ad incrocio discrezionale (come un *broker crossing system*), un esercizio abusivo di un sistema organizzato di negoziazione. Tale differente accertamento risulterebbe, invece, impossibile nel caso in cui si ritenesse che le "categorie" di sistema organizzato di negoziazione e sistema multilaterale di negoziazione coincidano.

4.1. Discrezionalità e regole di comportamento. Ai confini tra mercato e servizio d'investimento.

La discrezionalità di cui si è finora discusso ha ad oggetto l'incrocio degli interessi di vendita e di acquisto dei soggetti che accedono al sistema. Si è accennato, in particolare, al fatto che in un sistema organizzato di negoziazione gli ordini di segno opposto relativi ad un determinato strumento finanziario non si incrociano in modo automatico e in base a prestabiliti criteri oggettivi di gestione del "*book*", ma sulla base di una decisione assunta (anche con l'ausilio di software informatici) di volta in volta dal gestore. Discrezionalità, è bene osservare, non significa arbitrio, né ovviamente discriminazione, con la conseguenza che, per un verso, la libertà decisionale del gestore non può prescindere da taluni criteri guida, per l'altro, deve assicurare una parità di condizioni in relazione a situazioni equivalenti. Come si vede, il discorso si sta pian piano spostando dalla fattispecie (discrezionalità nell'incrocio degli ordini) alla disciplina (limiti all'esercizio del potere discrezionale). Ed è proprio questo, come prima anticipato, uno degli obiettivi della proposta della Commissione europea, che prevede la soggezione dei gestori di un sistema organizzato di negoziazione alla disciplina sulla protezione dell'investitore ⁴².

Non si intende in questa sede procedere ad un'analisi puntuale delle regole di condotta delineate nel progetto di revisione della MiFID ⁴³, ma è utile osservare come le stesse vanno al di là dell'obietti-

⁴² V. il cons. 8 della proposta di Regolamento MiFIR.

⁴³ La norma di riferimento è l'art. 20 del progetto di nuova direttiva MiFID. La disposizione, invero, non prevede regole di comportamento specifiche per i sistemi organiz-

vo di assicurare la tutela dell'investitore a fronte della discrezionalità nell'incrocio degli ordini. Oltre, infatti, a norme di comportamento che si inquadrano in modo lineare in tale progetto («Obbligo di eseguire gli ordini alle condizioni più favorevoli per il cliente» e «Regole per la gestione degli ordini dei clienti») ve ne sono altre, mutate anch'esse dalla disciplina dei servizi di investimento, che si pongono invece su un piano diverso: si tratta, in particolare, dei «Principi di carattere generale e informazione del cliente» nonché della «Valutazione dell'idoneità e dell'adeguatezza...».

A primo impatto l'applicazione di queste ultime norme di comportamento in capo ai gestori di un sistema organizzato di negoziazione potrebbe risultare non solo non conforme agli obiettivi dichiarati, ma altresì «fuori luogo», in quanto volte a disciplinare una fase che in un mercato si dà in genere già per presupposta, vale a dire la «scelta» dell'investimento. Gli obblighi informativi e la valutazione dell'idoneità e dell'adeguatezza devono, infatti, essere assicurati al momento in cui si matura la decisione di acquistare o vendere uno strumento finanziario (ovverosia 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 piattaforma scelta dall'intermediario). In altri termini, quando ad un sistema di negoziazione perviene un ordine di acquisto o di vendita, la relativa operazione è stata già oggetto di un giudizio di «idoneità» o «adeguatezza» da parte dell'intermediario, che ha altresì provveduto a informare in modo appropriato il cliente. Pretendere che medesima attività sia svolta anche dal gestore della piattaforma darebbe luogo ad un'inutile duplicazione.

Tali osservazioni sono indubbiamente corrette, ma il sistema delineato nel progetto di revisione della MiFID riacquista linearità ove si consideri che lo stesso pare riconoscere la possibilità di accesso al sistema organizzato di negoziazione non solo agli operatori abilitati (che svolgono attività di negoziazione per conto dei clienti o in relazione ad ordini di clienti) o a soggetti dotati di taluni requisiti di professionalità

zati di negoziazione, ma si limita a richiamare le norme stabilite in materia di servizi di investimento (artt. 24, 25, 27 e 28). Sebbene vi siano taluni profili di affinità, come verrà chiarito tra breve, tra l'attività di gestione di un sistema organizzato di negoziazione e un servizio di investimento, sarebbe invece più opportuno disegnare delle norme di comportamento *ad hoc*, che tengano comunque in debito conto le specificità del sistema organizzato di negoziazione.

(come quelli indicati all'art. 25, co. 2, t.u.f.⁴⁴), ma anche a investitori *retail*⁴⁵. Per questi ultimi, dunque, verrebbe meno il supporto alla decisione da parte dell'intermediario e vi sarebbe, dunque, la necessità che allo stesso supplisca un soggetto diverso, ovverosia il gestore della piattaforma⁴⁶.

Rimane, tuttavia, il fatto che la proposta della Commissione europea, riconoscendo la possibilità di accesso al sistema organizzato di negoziazione anche agli investitori e imponendo ai relativi gestori l'adempimento delle regole di condotta, fa della gestione di un sistema organizzato di negoziazione un'attività che si pone al confine tra il "mercato" e il "servizio di investimento".

5. *In house matching*, sistema organizzato di negoziazione, internalizzatore sistematico.

L'ambivalenza del sistema organizzato di negoziazione (che, come appena rilevato, si pone ai confini tra il mercato e il servizio di investimento) è in realtà ancor più evidente ove lo si ponga in relazione alla figura dell'internalizzatore sistematico⁴⁷ (associato dalla dottrina ad una

⁴⁴ Sull'accesso ai mercati regolamentati di soggetti diversi dagli intermediari abilitati cfr. TAROLA, *Sistemi multilaterali*, cit., p. 323 ss.

⁴⁵ Nel progetto di revisione della MiFID, per identificare i soggetti che accedono al sistema non si adopera l'espressione "operatori", utilizzata per gli altri sistemi multilaterali di negoziazione, bensì quella di "clienti".

⁴⁶ Le regole di condotta in esame, relative all'informazione sui rischi e al giudizio di idoneità e adeguatezza, dovrebbero, dunque, trovare applicazione solo se ad accedere al sistema sono investitori che non posseggono nemmeno i requisiti di cui all'art. 25, co. 2, t.u.f. Al contrario, per i soggetti che rientrano tra i parametri di professionalità, organizzazione, competenza previsti in tale disposizione è agevole rilevare che, se l'ordinamento concede loro la possibilità di accesso ad un mercato regolamentato senza necessità alcuna che le relative scelte d'investimento siano supportate dal gestore del mercato, identica soluzione, per coerenza, debba essere applicata quando il sistema di negoziazione cui accedono è un sistema organizzato di negoziazione: come bilanciamento della discrezionalità di cui è dotato il gestore di un sistema organizzato di negoziazione sono sufficientemente tutelanti le norme, prima citate, della gestione degli ordini e della *best execution*.

⁴⁷ L'internalizzatore sistematico è definito all'art. 4, par. 1, n. 7, dir. MiFID (attuato all'art. 1, co. 5-ter, t.u.f.) come l'*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*. Tale

forma di “commercio” più che di “mercato”⁴⁸⁾ con cui condivide, in parte, una medesima origine.

Il *broker crossing system* (che nel progetto di revisione della MiFID si configura come un sistema organizzato di negoziazione) e l'internalizzazione sistematico rappresentano, infatti, le due modalità con cui viene effettuato il c.d. “*in house matching*”, vale a dire l'esecuzione degli ordini di negoziazione dei clienti “in casa” dell'intermediario, che provvede a soddisfare gli interessi di acquisto e di vendita non rivolgendosi ad una piattaforma di negoziazione terza, ma ponendosi esso stesso in contropartita diretta con il cliente (internalizzatore) oppure incrociando gli ordini, di segno opposto, dei clienti (*broker crossing system*)⁴⁹. Nella pratica, peraltro, il termine internalizzatore è talvolta utilizzato, in senso onnicomprensivo, come sinonimo di *in house matching*⁵⁰.

La direttiva MiFID, nel definire internalizzatore il soggetto che esegue gli ordini dei clienti al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione «*negozia[ndo] per conto proprio*», ha assoggettato a disciplina solo la prima modalità di “*in house matching*”. La proposta di revisione della MiFID colma, dunque, tale vuoto normativo, attraendo nella regolamentazione, in qualità di sistema organizzato

definizione è stata confermata nel progetto di Regolamento MiFIR (art. 2, par. 1, n. 3), ove si prevede solo l'aggiunta del sistema organizzato di negoziazione tra le sedi di negoziazione in cui l'impresa non esegue gli ordini. Sull'internalizzatore sistematico cfr. MOTTI, *Mercati regolamentati*, cit., p. 685 ss.; ID, *Tipologia e disciplina*, cit., p. 44 ss.; GIRAUD e D'HONDT, *MiFID*, cit., p. 94 ss.; COSTI, *Il mercato*, cit., p. 257 ss.; ID, *La direttiva 2004/39/CE*, cit., p. 22 ss.; VELLA e RAGNO, *L'organizzazione e la governance dei mercati e dei sistemi multilaterali di negoziazione nella nuova disciplina comunitaria*, *ibid.*, p. 106 ss.; SEPE, *Organizzazione*, cit., p. 1051 ss.; TAROLA, *Gli internalizzatori sistematici*, in *Strumenti finanziari e regole MiFID*, cit., p. 336 ss.; POLATO e FLOREANI, *Listing*, cit., p. 57 ss.; DAVIES, DOUFOR e SCOTT-QUIN, *The MiFID: Competition in a New European Equity Market Regulatory Structure*, in FERRARINI e WYMEERSCH, a cura di, *Investor Protection in Europe. Corporate Law Making, the MiFID and Beyond*, Oxford, 2006, p. 166 ss.; FERRARINI e RECINE, *The MiFID and Internalisation*, *ibid.*, p. 235 ss.; DE MARI e SPADA, *Intermediari e promotori*, cit., p. 63 ss.

⁴⁸ Cfr. MOTTI, *Tipologia e disciplina*, cit., p. 44.

⁴⁹ DAVIES, DOUFOR e SCOTT-QUIN, *The MiFID*, cit., p. 166.

⁵⁰ DAVIES, DOUFOR e SCOTT-QUIN, *The MiFID*, cit., p. 166. Cfr. anche MOTTI, *Tipologia*, cit., p. 44 che, a proposito dell'internalizzatore, rileva come tale figura «evoca immediatamente i vecchi “borsini” delle banche, ossia la prassi di incrociare gli ordini della clientela al proprio interno o in alternativa di attingere al proprio portafoglio per l'esecuzione degli ordini, ricorrendo all'esecuzione in Borsa soltanto per la parte eccedente».

di negoziazione, anche i sistemi in cui il gestore non si pone in contropartita diretta ma abbina, in modo discrezionale, l'ordine di un cliente con quello di segno opposto di un altro cliente.

Le affinità tra il sistema organizzato di negoziazione e l'internalizzatore sistematico si arrestano, tuttavia, a tale profilo. Le differenze a livello di fattispecie tra le sedi di negoziazione in esame emergono in modo netto, trattandosi, nel primo caso, di un sistema multilaterale (in cui gli interessi di acquisto e di vendita dei soggetti che accedono al mercato si incrociano reciprocamente), nel secondo caso, di un sistema bilaterale (in cui gli interessi dei terzi si interfacciano con un'unica controparte: l'impresa d'investimento).

Tali caratteristiche devono essere tenute ben presenti, qualora il discorso si sposti sul profilo della neutralità. Va, infatti, rilevato che, mentre l'assenza di neutralità è per gli internalizzatori sistematici un elemento "naturale" della fattispecie, essendo gli stessi, per definizione, dei negoziatori in conto proprio, al contrario, la neutralità non è prevista come elemento della fattispecie per le sedi di negoziazione multilaterali. Ne deriva che il gestore, in assenza di un divieto legislativo in tal senso, potrebbe in teoria utilizzare, al pari degli altri operatori, la propria piattaforma di scambio per effettuare operazioni in conto proprio o di terzi (si tratterebbe di una forma di "autoconsumo")⁵¹; naturalmente tale utilizzo deve avvenire secondo le regole del sistema, vale a dire rispettando il carattere della multilateralità, ossia facendo in modo che i propri ordini confluiscono nel flusso indefinito degli ordini altrui, intersecandosi a vicenda.

Orbene, qualora ciò fosse concesso al gestore di un sistema organizzato di negoziazione⁵², le differenze rispetto all'internalizzatore sistematico rimarrebbero comunque nette: il gestore, infatti, parteciperebbe agli scambi ma non sarebbe, come invece nei sistemi bilaterali (internalizzatore sistematico), l'unica controparte.

Sul punto la proposta di nuova direttiva MiFID adotta una soluzione di compromesso. È espressamente⁵³ fatto divieto ai gestori di un siste-

⁵¹ Ne è conferma il fatto che nella proposta di revisione della MiFID, come si accennerà tra breve, è avvertita l'esigenza di inibire (tra l'altro in modo parziale) l'operatività del gestore di un sistema organizzato di negoziazione sulla propria piattaforma.

⁵² Con riferimento ai limiti all'operatività del gestore di un mercato regolamentato e di un sistema multilaterale di negoziazione sulla piattaforma dallo stesso gestita cfr. *MORTI, Mercati*, cit., p. 684.

⁵³ V. art. 20, par. 1, progetto di nuova direttiva MiFID.

ma organizzato di negoziazione di impegnare capitale proprio per dare esecuzione, sul sistema di negoziazione dagli stessi gestito, agli ordini dei clienti: in modo implicito viene, dunque, riconosciuta la possibilità per il gestore di agire impegnando capitali altrui (regola della neutralità “relativa”) ⁵⁴.

DONATO IVANO PACE

⁵⁴ Tale regola solleva alcuni profili di criticità di non poco conto, sia sul fronte dei conflitti di interesse in cui si verrà a trovare il gestore della piattaforma (conflitti che saranno, peraltro, amplificati dalla circostanza, come prima osservato, che l'incrocio degli interessi di acquisto e di vendita non segue prestabiliti criteri oggettivi, ma è effettuato in modo discrezionale dal gestore medesimo), sia su quello della qualificazione giuridica e del relativo regime dell'impiego di capitali altrui da parte del gestore della piattaforma. Con particolare riguardo a tale specifico aspetto, ritengo che, nel caso in cui l'agire utilizzando capitali altrui presenti i profili della professionalità e dell'organizzazione e si rivolga al pubblico (in merito a tali elementi cfr. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*⁶, Torino, 2012, p. 108 ss.), si renda necessaria un'autorizzazione specifica alla prestazione del servizio di negoziazione per conto terzi (esecuzione di ordini per conto dei clienti): è evidente che ciò genererà asimmetrie e disparità di trattamento tra gestori di sistemi organizzati di negoziazione, visto che, come prima accennato, un sistema organizzato di negoziazione può essere gestito non solo dalle imprese di investimento ma anche dalle società di gestione dei mercati, cui è inibita, però, la prestazione di servizi di investimento. I gestori di sistemi organizzati di negoziazione che siano gestori di mercati regolamentati potranno, dunque, agire impegnando capitali altrui solo finché tale operatività non configuri un servizio d'investimento. Al contrario, vi saranno sistemi organizzati di negoziazione in cui il gestore-impresa d'investimento avrà un'operatività più ampia.