

VII CONVEGNO ANNUALE DELL' ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI
PROFESSORI UNIVERSITARI
DI DIRITTO COMMERCIALE "ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"
"L'INFLUENZA DEL DIRITTO EUROPEO SUL DIRITTO COMMERCIALE
ITALIANO: VALORI, PRINCIPI, INTERESSI"

Roma, 26-27 febbraio 2016

PAOLA LUCANTONI

L'esecuzione degli ordini su strumenti finanziari derivati nei sistemi di negoziazione multilaterali e bilaterali nella prospettiva della razionalità dei mercati e della tutela degli investitori.

SOMMARIO: 1. La struttura del *paper*. - 2. La prospettiva diacronica del mercato dei derivati *OTC*: l'impianto multilivello e l'armonizzazione massima nella regolamentazione europea. - 3. I profili strutturali e funzionali del mercato dei derivati. - 4. Le due tipologie di organizzazione della funzione di negoziazione nel mercato finanziario: *multilateral, formal, non discretionary* v. *bilateral, informal* e *discretionary* - 5. La disciplina delle *trading venues* nella MiFID I. - 6. La prospettiva dirigista di regolamentazione del mercato dei derivati nella MiFID II e MiFIR: la previsione degli *OTF* e la *trading obligation* a protezione del *price discovery mechanism*. - 7. Strategie regolatorie per la riduzione delle *dark pools*: l'ambito di applicazione della disciplina dell'internalizzatore sistematico. - 8. (Segue): l'armonizzazione della disciplina *pre* e *post-trade transparency* al fine di non compromettere la formazione dei prezzi. - 9. Conclusioni.

1. *La struttura del paper.*

In risposta alla crisi finanziaria il legislatore europeo, nella regolamentazione MiFID II e MiFIR, ha ridefinito l'organizzazione della funzione di negoziazione degli strumenti finanziari derivati nella prospettiva non già della protezione del risparmiatore anonimo dal rischio d'impiego bensì della realizzazione di uno scenario regolamentare funzionale alla formazione di un mercato razionale che esprima un prezzo del prodotto, riflesso della quotazione del rischio del sottostante sul mercato¹.

In tale prospettiva si inquadrano (i) la previsione regolamentare di una nuova sede di negoziazione, *Organized Trading Facilities*, destinata all'esecuzione degli ordini sui derivati su base discrezionale; (ii) l'obbligo di negoziazione dei derivati standardizzabili e caratterizzati da un mercato liquido nei sistemi multilaterali, quali i *Regulated Markets*, *Multilateral Trading Facilities* e *Organized Trading Facilities*; (iii) l'armonizzazione della disciplina *pre* e *post-trade transparency* al fine di non compromettere la formazione dei prezzi.

Il presente *paper* si pone un duplice obiettivo. Da un lato, analizzare se la competizione tra le differenti *trading venues*, originata dal definitivo superamento della regola della concentrazione degli scambi nei mercati regolamentati, realizzi un presidio regolatorio efficiente a tutela dell'integrità del mercato finanziario dei derivati. Da l'altro, valutare l'impatto della nuova disciplina dei mercati dei derivati sulla formazione

¹ In tema di derivati, per «un discorso oggettivo», volto a considerare «l'operazione in quanto tale e a definirne così le condizioni di rilevanza nell'ordinamento» facendo riferimento alla «razionalità del mercato» si veda C. ANGELICI, *Appunti in tema di derivati*, Intervento al convegno tenutosi presso l'Università Roma 3, p. 15 del dattiloscritto.

di un mercato razionale che esprima un prezzo del prodotto, riflesso della quotazione del rischio del sottostante sul mercato, a tutela degli investitori.

2. La prospettiva diacronica del mercato dei derivati OTC: l'impianto multilivello e l'armonizzazione massima nella regolamentazione europea MiFID II, MiFIR e EMIR.

I dati relativi al valore nozionale totale dei derivati *OTC*, pubblicati, con una scadenza semestrale, dalla *Bank for International Settlements*², dimostrano che al 31 dicembre 1998, l'ammontare nominale di tutti i contratti derivati era 80.317 miliardi di dollari ed il PIL mondiale di 30.561 miliardi di dollari; da cui si ricava che i derivati erano 2,63 volte il valore del PIL mondiale. A fine 2013, nonostante la crisi avesse già da anni rivelato le fragilità del fenomeno in esame, il dato aggregato era arrivato a 710.182 miliardi di dollari, in aumento del 12% rispetto al 2012, un massimo storico mai raggiunto prima. Sicché se, in quindici anni, dal 1998 al 2013, il PIL mondiale è cresciuto del 142%, pari ad un tasso di crescita medio annuo del 9%, i derivati, «ricchezza inesistente»³, sono cresciuti del 784%, con un tasso di crescita medio annuo del 52%. Il PIL di tutti i paesi del mondo al 31 dicembre 2013, secondo i dati pubblicati dal FMI, era pari a 73.982 miliardi di dollari, portando l'ammontare dei derivati a circa dieci volte il valore del PIL mondiale, per la precisione al 9,6%. Una riduzione quantitativa si registra nell'ultimo anno: nel dicembre 2014 il valore totale

² I dati sono pubblicati sul sito <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>

³ Il riferimento è, come noto, all'espressione di P. SPADA – M. COSSU, *Dalla ricchezza assente alla ricchezza inesistente*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, I, 409 ss.

dei derivati *OTC* ammontava a 629 miliardi di dollari, nel giugno 2015 invece 553 miliardi di dollari⁴.

L'ampiamiento del perimetro della regolamentazione dei mercati dei derivati *OTC*⁵ è l'elemento che maggiormente caratterizza la produzione normativa europea nel periodo della crisi, così come delineata anche dal G 20 di Pittsburgh del 2009 e FSB 2010⁶.

A livello sistemico, la crisi finanziaria⁷ ha avuto origine, già dal 2006, nel comparto dei *CDOs* (*Collateralized Debt Obligations*), *MBSs* (*Mortgage Back Securities*) e *CDSs* (*Credit Default Swaps*) riferite a mutui ipotecari, spesso *subprime*, di cui il sistema finanziario, i *regulators* e le agenzie di *ratings* hanno sottostimato i rischi⁸. La genesi di questi

⁴ BIS, *Statistical release. OTC derivatives statistics at end-June 2015. Monetary and Economic Department November 2015*, http://www.bis.org/publ/otc_hy1511.pdf

⁵ L'espansione del mercato dei derivati stata impressionante. Secondo COMMISSION, 2010 EMIR, *EMIR Proposal Impact Assessment* (SEC (2010) 1058/2), 11-12, la crisi finanziaria non ha portato ad una contrazione significativa del mercato. alla fine del 2009, il valore nozionale del mercato dei derivati *OTC* era stimabile intorno ai 615 trilioni di dollari, che rappresenta un incremento del 12 per cento rispetto alla fine del 2008 e un decremento del 10 per cento rispetto alla punta di mercato del 2008 (maggio).

⁶ FSB, *Implementing OTC Derivatives Market Reforms*, 25 October 2010, di cui v. *abstract*: «Following the G20 Leaders' agreement in September 2009 to make substantial reforms to global OTC derivatives markets, the FSB has developed a set of recommendations which address practical issues that authorities may encounter in implementing the G-20 Leaders' commitments concerning standardisation, central clearing, exchange or electronic platform trading, and reporting of OTC derivatives transactions to trade repositories. Given the global nature of the OTC derivatives markets, continued international coordination in dealing with ongoing implementation of the G20 commitments is critical. Work should be taken forward by the relevant standard setters and authorities to achieve international consistency. Furthermore, given the continuous innovation in the OTC derivatives markets, this report identifies areas where monitoring will need to continue and exploration of additional measures is recommended».

⁷ Si veda in proposito l'interessante ricostruzione della crisi finanziaria in una prospettiva diacronica tracciata da B. MCLEAN - J. NOCERA, *All the Devils Are Here: The Hidden History of the Financial Crisis*, Portfolio Hardcover, 2010, *passim*; il titolo riprende l'affermazione "Hell is empty, and all the devils are here" che Shakespeare, nell'Atto 1, Scena 2, dell'opera "The Tempest", fa pronunciare a Ferdinand, il figlio del Re. In argomento, da ultimo, M. LASTRA - G. WOOD, *The Crisis of 2007-2009: Nature, Causes and Reactions*, in *International Law in Financial Regulation and Monetary Affairs*, in 13 *J. Intern. Econ. Law* (2010) 531 ss.

⁸ La letteratura d'oltreoceano sul tema è molto vasta. Cfr., al riguardo, D. LUCAS - L. GOODMAN - F. FABOZZI, *Collateralized Debt Obligations and Credit Risk Transfer in Yale ICF Working Paper no. 07/06* (2007); D. VINK- A. E. THIBEAULT, *ABS, MBS and CDO Compared: An Empirical Analysis*, in 14 *The Journal of Structured Finance* 27 (2008); M. SINGH, *The*

strumenti finanziari derivati⁹ non ne evidenziava, in vero, le potenzialità eversive sul piano funzionale. Le banche erogatrici di prima istanza dei mutui ipotecari, per liberare le risorse a favore di nuovi potenziali acquirenti di immobili, cartolarizzavano i mutui ipotecari, emettendo *MBSs*, strutturate come obbligazioni garantite da mutui privi di rischi di *default*, in quanto assicurati da Fannie Mae e Freddie Mac, agenzie che a loro volta si finanziavano a basso costo grazie a garanzie implicite del Governo USA. La società di assicurazione AIG, in aggiunta, offriva *CDSs*¹⁰, strumenti finanziari derivati a protezione del rischio di insolvenza connesso al mercato mobiliare, senza avere riserve prudenziali sufficienti (il c.d. *haircut*)¹¹. Con lo scoppio della bolla immobiliare e la progressiva caduta del valore delle *MBSs*, gli *haircuts* sono saliti e gli intermediari sono

Changing Collateral Space, in *IMF Working Paper 13/25* (2013) e L. A. STOUT, *Derivatives and the Legal Origin of the 2008 Credit Crisis*, in *1 Harvard Business Law Review* 1 ss. (2011).

⁹ Un contratto derivato *over the counter* o contratto derivato *OTC* è, ai sensi dell'art. 2, comma 1, n. 4, Reg. n. 648/2012, «un contratto derivato la cui esecuzione non ha luogo su un mercato regolamentato ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, punto 14, della direttiva 2004/39/CE o su un mercato di un paese terzo considerato equivalente a un mercato regolamentato a norma dell'art. 19, par. 9, della direttiva 2004/39/CE».

¹⁰ In argomento v. Comunicazione della Commissione europea del 3 luglio 2009, sul tema «Garantire mercati dei derivati efficienti, sicuri e solidi, 5, ove si sottolinea come i *CDSs* siano particolarmente vulnerabili in termini di rischio di controparte. Mentre, infatti, «la maggior parte dei derivati dipende da prezzi di mercato osservabili (ad esempio tassi di interesse o di cambio, i *CDSs* sono diversi. Il rischio coperto, ovvero il rischio di credito, non è immediatamente osservabile ma richiede informazioni specifiche in merito al mutuatario, di cui dispongono in genere solo le banche». In argomento, anche per le osservazioni critiche sui costi e benefici di una compensazione centralizzata, v. J. C. HULL, *OTC Derivatives and Central Clearing: Can All Transaction Be Cleared*, (2010), disponibile su https://www.moodys.com/microsites/crc2010/papers/hull_otc.pdf; H. B. SHADAB, *Guilty by Association? Regulating Credit default Swaps*, (2010), disponibile su http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1368026; D. DUFFIE - A. LI - T. LUBKE *Policy Perspectives on OTC Derivatives Market Infrastructure*, in *Federal Reserve Bank of New York*; e C. PIRRONG, *The Economics of Clearing in Derivatives Markets: Netting, Asymmetric Information, and the Sharing of Default Risks Through a central Counterparty*, (2009), disponibile su http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1340660.

¹¹ In riferimento al mercato dei collateral, sul ruolo degli *haircuts* come strumenti di protezione per il soggetto erogante il prestito, cfr. J. W. JUREK - E. STAFFORD, *Haircuts Dynamics*, in http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1658935, luglio 2010. Sugli effetti del *banking panic* e della riduzione della leva finanziaria si rinvia a G. B. GORTON, *Slapped in the Face by the Invisible Hand: Banking and the Panic of 2007*, in http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1401882, maggio 2009.

stati costretti a vendere i titoli per ridurre la propria leva finanziaria, contribuendo così a deprimere il valore del collaterale e generando ulteriori perdite legate alle vendite successive¹².

La crisi ha evidenziato come i derivati *OTC* in genere, e i *CDSs* in particolare, abbiano creato una «fitta rete di mutue dipendenze difficile da comprendere, districare e contenere nella fase immediatamente successiva ad un fallimento»¹³. La globalizzazione dei mercati finanziari e l'assenza di una compensazione a livello centrale dei derivati *OTC* ha ostacolato, di fatti, l'esatta percezione della consistenza ed espansione del rischio a livello sistemico¹⁴.

L'opacità del mercato, centrato sulle negoziazioni bilaterali, ha ostacolato, da un lato, la piena trasparenza sulla esposizione globale degli intermediari menzionati, determinando un'improvvisa scarsità di liquidità e, di conseguenza, la sfiducia del mercato; da l'altro, ha impedito alle autorità di vigilanza di identificare tempestivamente la *climax* di rischi nel sistema e di prevedere *ex ante* le possibili conseguenze degli eventuali fallimenti sulla stabilità dei mercati finanziari¹⁵.

¹² Il quasi fallimento della *Bear Sterns* nel marzo 2008, il fallimento di *Lehman Brothers* il 15 settembre 2008 e il salvataggio di *AIG* il 16 settembre hanno evidenziato il ruolo significativo dei derivati in genere e dei *CDSs* in particolare. In argomento vedi la Comunicazione della Commissione europea del 3 luglio 2009, sul tema «Garantire mercati dei derivati efficienti, sicuri e solidi», 2. In dottrina cfr., per tutti, G. B. GORTON, *Slapped in the Face by the Invisible Hand: Banking and the Panic of 2007*, cit., (nt. 11).

¹³ Così la Comunicazione della Commissione europea del 3 luglio 2009¹³, sul tema «Garantire mercati dei derivati efficienti, sicuri e solidi», 6.

¹⁴ Le ragioni della crisi dei tre importanti operatori nel mercato dei derivati *OTC*, *Bear Sterns*, *Lehman Brothers* e *AIG*, vanno ricercate, di fatti, al di fuori dei mercati dei derivati e, in particolare, nello scoppio della bolla immobiliare che ha evidenziato le debolezze degli strumenti di stabilità patrimoniale nel sistema bancario nord americano. La massiccia esposizione dei tre intermediari finanziari menzionati in derivati a copertura dei rischi di insolvenza dei portatori ultimi dei mutui immobiliari ha provocato il *default* di *Bear Sterns*, *Lehman Brothers* e la necessità del salvataggio di *AIG*, con un conseguente effetto domino in tutto il mercato finanziario.

¹⁵ Queste le considerazioni contenute nella Comunicazione della Commissione europea del 3 luglio 2009, sul tema «Garantire mercati dei derivati efficienti, sicuri e solidi», 6.

La risposta alla crisi descritta si gioca sul duplice piano che potremmo definire microeconomico e macroeconomico. Nell'ottica microeconomica, l'esame è rivolto alla relazione negoziale tra intermediario ed investitore e ai presidi normativi, e sempre più spesso giudiziari, funzionali a « servire al meglio l'interesse del cliente» e «l'integrità dei mercati», di cui all'art. 21 comma 1, lett. a), d. lgs. 58/1998¹⁶. Nella prospettiva macroeconomica, da cui ci si muove nel lavoro che segue, si ha riguardo all'organizzazione del mercato dei derivati, e in particolare all'organizzazione delle funzioni di negoziazione, nel tentativo di correggerne le deviazioni, in termini di efficienza informativa del sistema di quotazione del rischio, che connotano le transazioni in derivati, soprattutto se avvengono *over the counter*.

I due piani, tuttavia, si influenzano reciprocamente se è vero che l'esistenza di un mercato razionale che consente l'espressione di un prezzo è condizione di rilevanza nell'ordinamento giuridico del derivato¹⁷.

L'approccio dei *regulators* europei è stato nel senso della accelerazione dell'applicazione di misure forti per accrescere la trasparenza e la vigilanza regolamentare del mercato dei derivati *OTC* in maniera uniforme a livello internazionale e non discriminatoria, assicurando altresì una completa revisione dei margini di garanzia degli operatori per migliorare la copertura dei rischi, partendo dalla funzione di *post-trading*.

In questa prospettiva già la relazione del gruppo *de Larosière*, pubblicata, su richiesta della Commissione, il 25 febbraio 2009, suggeriva di rafforzare i presidi di vigilanza al fine di ridurre il rischio di crisi

¹⁶ In argomento, sia consentito il rinvio alle considerazioni contenute in R. LENER – P. LUCANTONI, *Regole di condotta nella negoziazione degli strumenti finanziari complessi: disclosure in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione, sul piano funzionale, del rischio come elemento tipologico e/o normativo*, in questa *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, 369-402.

¹⁷ Così C. ANGELICI, *Appunti in tema di derivati*, cit., (nt. 1).

finanziarie future. Il ruolo svolto nella crisi dai derivati e le conseguenze da adottare è affrontato, in particolare, nella Comunicazione della Commissione del 3 luglio 2009¹⁸, sul tema «Garantire mercati dei derivati efficienti, sicuri e solidi» e nella successiva Comunicazione del 20 ottobre 2009, «Garantire mercati dei derivati efficienti, sicuri e solidi: azioni strategiche future»¹⁹ ove la Commissione Europea ha sottolineato come il diffuso e accresciuto uso dei derivati *OTC* abbia provocato «un aumento dell'effetto leva e dell'interconnessione fra gli esponenti del mercato».

In occasione del vertice di Pittsburgh, il 26 settembre 2009, i *leaders* del G20²⁰ ipotizzarono l'emanazione di una disciplina comune che mirasse a realizzare (i) una compensazione di tutti i contratti derivati *OTC* standardizzati mediante una controparte centrale al fine di attenuare il rischio di credito di controparte e (ii) una segnalazione di tutti i contratti derivati *OTC* a repertori di dati sulle negoziazioni con l'obiettivo di rafforzare la trasparenza e (iii) negoziazione dei derivati *OTC* standardizzati su sistemi di negoziazione regolamentati.

Negli Stati Uniti la raccomandazione del G20 si è tradotta nel *Title VII del Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (d'ora in avanti *Dodd-Frank Act*)²¹.

¹⁸ Reperibile sul sito <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2011:236E:0017:0024:IT:PDF>

¹⁹ Reperibile sul sito <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2009:0563:FIN:IT:PDF>

²⁰ Si veda *Leaders' Statement: The Pittsburgh Summit*, in www.g20.org

²¹ La normativa d'oltreoceano è stata esaminata, anche con profili di comparazione con la regolamentazione europea *EMIR*, da E. GREENE, *Issues in the Extraterritorial Application of Dodd-Frank's Derivatives and Clearing Rules, the Impact on Global Markets and the Inevitability of Cross-Border and US Domestic Coordination*, (2013) disponibile su http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2312724; AWREY, *Complexity, Innovation and Regulation of the Modern Financial Markets*, (2013) disponibile su http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1916649.

Il Parlamento europeo, con la risoluzione del 15 luglio 2010, in tema di «Mercati dei derivati: azioni strategiche future»²², si è espresso favorevolmente sull'introduzione dell'obbligo di compensazione e di segnalazione delle operazioni future sui derivati *OTC*.

Il risultato è una normativa molto tecnica e dettagliata, funzionale ad evitare il *gold plating*, e che si snoda attorno a tre tipologie di provvedimenti: (i) il regolamento principale del 4 luglio 2012, n. 648, c.d. *EMIR (European Market Infrastructure Regulation)*, «sugli strumenti finanziari derivati, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni», entrato in vigore il 17 agosto 2012, modificato o integrato dai seguenti regolamenti delegati di esecuzione della Commissione nn. 1002/2013, 1003/2013, 876/2013, 285/2014, 667/2014 (ii) i tre regolamenti di esecuzione, n. 1247, 1248 e 1249, pubblicati in G.U.C.E. il 21 dicembre 2012; e (iii) i sei *Regulatory Technical Standards* predisposti dall'*ESMA (European Securities and Markets Authority)*, *EBA (European Banking Authority)* o congiuntamente da *ESMA, EBA ed EIOPA (European Insurance and Occupational Pensions Authority)*, in attuazione degli obblighi nascenti dal regolamento *EMIR*, e adottati dalla Commissione europea come regolamenti delegati di esecuzione, in particolare i nn. 148/2013, 149/2013, 150/2013, 151/2013, 152/2013 e 153/2013, pubblicati il 23 febbraio 2013 e entrati in vigore il 13 marzo 2013²³.

La revisione della normativa in tema di organizzazione delle negoziazioni è, invece, contenuta nelle molte e complesse disposizioni

²² <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2011:236E:0017:0024:IT:PDF>

²³ Ad ausilio di una normativa altamente tecnica e dettagliata, al fine di chiarire alcuni snodi interpretativi della regolamentazione *EMIR*, l'*ESMA* pubblica, sul proprio sito www.esma.europa.eu, con una certa regolarità le c.d. *Q&A (Questions and Answers)*; e la Commissione, sul sito corrispondente www.ec.europa.eu, rende note le *Frequently Asked Questions*. Le due tipologie di documenti vengono costantemente aggiornati e presentano una serie di quesiti interpretativi e le relative risposte delle autorità europee.

della MiFID II (direttiva 2014/65/UE del 15 maggio 2014) e nella MiFIR (regolamento n. 600/2014 del 15 maggio 2014) che verrà esaminata nei paragrafi che seguono.

Resta fuori dal perimetro di osservazione del presente lavoro la normativa di revisione dell'impianto *Market Abuse*, la regolamentazione c.d. *CRDIV*, che incidono sull'adeguatezza patrimoniale e la liquidità degli intermediari e la regolamentazione sullo *Shortselling*.²⁴

Suonano così quanto mai attuali le osservazioni del Maestro Minervini: «I fatti parlano. E' un panorama imponente. Ma è una concrezione alluvionale di norme legislative e sub-legislative; al giurista occorrerà tempo e lavoro per cominciare a vederci chiaro»²⁵.

Nei paragrafi che seguono si cercherà di offrire un quadro della normativa sul mercato dei derivati, necessariamente non puntuale nei dettagli come un'opera botticelliana ma scomponendo alcune parti della normativa, sullo stile del de Chirico dove anticipa il dadaismo e il surrealismo nelle sue opere.

3. I profili strutturali e funzionali del mercato dei derivati.

Obiettivo del presente lavoro è l'analisi dei profili strutturali e funzionali del mercato degli strumenti finanziari derivati, con particolare

²⁴ Su questi temi si rinvia a v. G. FERRARINI – P. SAGUATO, *Reforming Securities and Derivatives Trading in EU: from EMIR to MIFIR*, in 13(2) *Journal of Corporate Law Studies* 319 (2013), 24 ss. e F. ACCETTELLA *L'accordo di Basilea III: contenuti e processo di recepimento all'interno del diritto dell'UE*, in questa *Banca, borsa, tit. cred.*, 2013, I, 462 ss.

²⁵ Così G. MINERVINI, *Il controllo del mercato finanziario. L'alluvione delle leggi.*, in *Giur. comm.*, 1992, I, 5, in part. 15.

riguardo alle innovazioni regolamentari in tema di organizzazione della funzione di negoziazione introdotte dalla disciplina MiFID II e MiFIR.

In riferimento alla circolazione sul mercato degli strumenti derivati, coesistono sempre due piani di lettura del fatto giuridico. Da un lato, la relazione negoziale intermediario cliente, funzionale alla realizzazione del servizio di investimento e retta dalle regole di condotta imposte agli intermediari finanziari a tutela del miglior interesse del cliente. Da l'altro, la prospettiva di regolazione del mercato dove lo strumento finanziario circola come prodotto oggetto di un sistema di scambi, secondo regole fissate alternativamente dal legislatore, in ipotesi di sedi regolamentate, o lasciate alla libera contrattazione delle parti, in ipotesi di transazioni *over the counter*.

La prospettiva di regolamentazione dei mercati finanziari è stata definita "macro-giuridica" ad indicare che la finalità, riconducibile all'impegno costituzionale di tutelare il risparmio (art. 47 Cost.), non già è «di proteggere il risparmiatore "anonimo" dal rischio dell'impegno», bensì quella di «metterlo nelle condizioni di fare scelte consapevoli e ponderate: propiziandone l'informazione e promuovendo le qualificazioni professionali, la correttezza e la responsabilità dei suoi interlocutori»²⁶.

Durante la crisi finanziaria, originata principalmente nel comparto degli strumenti finanziari derivati a ragione della incapacità del mercato di cogliere le potenzialità eversive dei nuovi prodotti dell'ingegneria finanziaria e dell'opacità cui il sistema di compensazione su base bilaterale aveva condotto, si è sviluppato un progetto ambizioso riguardo alle sedi di negoziazione, con riferimento alla funzione di *trading* e *post-trading*.

²⁶ P. SPADA, *Introduzione al diritto dei titoli di credito. Documenti circolanti, circolazione intermediata e password*, Torino, 2012, 143.

L'alto tecnicismo del fenomeno economico unitamente all'alluvione legislativa, fondata peraltro su una impostazione multilivello anche in sede europea, richiede al giurista uno sforzo eccezionale per ricondurre a sistema le innumerevoli norme che si trova ad interpretare.

Riguardo al mercato, e al mercato finanziario in particolare, differenti sono le prospettive di lettura del dato fattuale.

Il mercato si presenta, nella prospettiva soggettivo-individualistica, come una situazione intersoggettiva caratterizzata dalla necessaria produzione di regole a tutela dei soggetti coinvolti; una sorta di *locus artificialis* inteso come «un sistema di relazioni governato dal diritto»²⁷.

Spostando, di contro, l'accento al profilo oggettivo del fatto, il mercato appare come la forma giuridica dell'attività di negoziazione e *post*-negoziazione di strumenti finanziari, funzionalmente organizzata per contenere i rischi, di mercato, di controparte (o di credito) e sistemico²⁸,

²⁷ Così N. IRTI, *Persona e mercato*, in *Riv. dir. civ.*, 1995, I, 289 ss., che confuta la concezione c.d. naturalistica del mercato inteso come *locus naturalis*. In argomento cfr. C. MOTTI, *Mercati borsistici e diritto comunitario*, Milano, 1997, 51 s. ove l'osservazione che «la concezione del mercato come spazio sociale determinato da regole accomuna in fondo i vari possibili significati del termine» mercato; ID., *Il mercato come organizzazione*, in *Banca, impr., soc.*, 1991, 455 ss.; G. SANTINI, *Commercio e servizi*, Bologna, 1988, 48 ove l'osservazione che «il "luogo" diventa una sorta di ordinamento di rilievo anche giuridico, nell'ambito del quale operano i soggetti interessati»; R. FRANCESCHELLI, *Il mercato in senso giuridico*, in *Giur. comm.*, 1979, I, 501 ss., in part. 514, secondo cui il mercato è «una situazione giuridica generale, giuridicamente garantita e protetta»; C. VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale*⁵, vol. I, Milano, 1922, 248 che ricomprende nel termine i tre aspetti delle negoziazioni (il luogo, i soggetti coinvolti e le operazioni in sé). Su questi temi si veda, inoltre, O. HART - J. MOORE, *The Governance of Exchanges: Members' Cooperatives versus Outside Ownership*, in *12 Oxford Rev. Of Economic Policy* (1996), 53 ss.

²⁸ Sulla classificazione dei rischi si veda A. PERRONE, *La riduzione del rischio di credito negli strumenti finanziari derivati*, Milano, 1999, 3, ove la definizione di «rischio di mercato» come «il rischio derivante dalla fluttuazione del mercato» (c.d. *market risk*); «rischio di credito» che individua la «possibilità di un pregiudizio patrimoniale connesso all'inadempimento della controparte» (c.d. *credit risk*); «rischio sistemico», connesso ai primi due, inteso come meccanismo di «reazione a catena», innescato dall'insolvenza di un partecipante che, impedisce agli altri membri di far fronte agli impegni finanziari e causa «il collasso dell'intero sistema» (*systemic risk*). Su questi temi si rinvia, da ultimo, a E. GIRINO, *I contratti derivati*², Milano, 2010, 433 ss.

cui i soggetti partecipanti sono esposti²⁹. Nella prospettiva teleologica, poi, il mercato ha la funzione di sostenere la liquidità dello strumento negoziato, favorendo l'incontro della domanda e dell'offerta e garantendo così la formazione di un prezzo, appunto, di mercato che rifletta la quotazione del rischio sottostante³⁰. Da segnalare la recente posizione della dottrina che guarda proprio alla «razionalità del mercato» per definire le condizioni di rilevanza nell'ordinamento delle operazioni in derivati con il risultato che la definizione di «un prezzo divergente da quello di mercato» comporterebbe che «l'operazione risulterebbe priva della sua intrinseca "razionalità"» e «condurrebbe a privarla, se si vuol dire, della sua "causa concreta"»

I sistemi giuridici conoscono differenti tipologie di mercati, in dipendenza dell'intensità dell'organizzazione³¹ che li caratterizza e dell'oggetto dell'attività di negoziazione. La «forma superiore di organizzazione è ravvisabile quando il mercato sia in grado - oltre che di mettere in relazione gli agenti economici in condizioni più favorevoli rispetto al regime degli scambi "spontanei" - di rendere trasparente la formazione dei prezzi»³².

²⁹ In termini non dissimili si veda C. MOTTI, *Mercati borsistici e diritto comunitario*, cit., (nt. 27), 49 secondo cui «enucleando da una definizione in termini soggettivi una nozione di carattere oggettivo (...) è lecito dedurre che l'attività giuridicamente rilevante su cui si fonda la nozione di mercato sia per l'appunto la gestione del servizio-mercato (di cui è essenziale la componente organizzativa)».

³⁰ Ampia la letteratura sul tema. Cfr., per tutti, D. FISCHER, *Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock* (1987), 54 *University of Chicago Law Review* 119; P. MAHONEY, *The Exchange as Regulators* (1997), 54 *University of Chicago Law Review* 119 e R. LEVINE, *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda* (1997), 35 *Journal of Economic Literature* 685.

³¹ Cfr. C. MOTTI, *Il mercato come organizzazione*, in *Banca, impr., soc.*, 1991, 473, per il rilievo che «per "organizzazione" non deve intendersi unicamente la predisposizione di una serie di attrezzature e servizi tecnici (c.d. organizzazione di supporto), bensì quel *minimum* di strutture e/o disciplina (di norma, una combinazione di entrambe) necessario per conferire agli scambi un grado di efficienza superiore a quello espresso dal "mercato spontaneo", in ragione della specificità di ciascuna forma di mercato)».

³² Così C. MOTTI, *Il mercato come organizzazione*, cit., (nt. 31), 475.

4. *Le due tipologie di organizzazione della funzione di negoziazione nel mercato finanziario: multilateral, formal, non discretionary v. bilateral, informal e discretionary.*

L'abolizione della *concentration rule*, operata dalla direttiva 2004/39 (MiFID I), ha portato alla previsione regolamentare di un nuovo assetto dell'organizzazione della funzione di negoziazione degli strumenti finanziari, centrata sulla differenziazione, in base della disciplina, delle sedi di negoziazione. 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 mercato³³.

L'assetto regolamentare della funzione di negoziazione disegnato dalla MiFID I ha evidenziato, nella sua sperimentazione fattuale, alcuni profili critici che meritano di essere indagati³⁴.

La liberalizzazione del mercato ha portato alla previsione di una pluralità di sedi di negoziazione, oggetto di disciplina specifica in relazione alle differenti caratteristiche tecniche dell'organizzazione della

³³ Per una analisi delle differenti prospettive di regolamentazione del *dark trading* nei vari paesi IOSCO, *Principles for Dark Liquidity. Report of the Technical Committee of IOSCO* (2011), disponibile su www.iosco.org e FERRARINI-MOLONEY, *Reshaping Order Execution in the EU*, cit., 563 s., in part. 563 ove l'osservazione che il sistema statunitense, noto come *US Regulation NMs*, «takes a different and more interventionist approach to equity trading market regulation than MiFID I». In argomento v. IOSCO, *Task Force on Unregulated Financial Markets and Products. Implementation Report* (2011), disponibile su www.iosco.org

³⁴ In tal senso G. FERRARINI - N. MOLONEY, *Reshaping Order Execution in the EU and the Role of Interest Groups: From MiFID I to MiFID II*, 134 *European Business Organization Law Review* (2012), 561 s.

funzione di negoziazione. Occorre allora verificare se è stato realizzato un *level playing field* tra le varie *trading venues* e se le distinzioni tecniche su cui si basa la differenziazione in punto di disciplina rispondano ad un effettivo diverso modi di eseguire le negoziazioni³⁵.

Due possibili approcci all'organizzazione della funzione di negoziazione.

Un primo approccio formale (rispondente a regole fissate dal legislatore), multilaterale (il gestore consente o facilita l'incontro di interessi multipli di acquisto o di vendita), non discrezionale (il *trading* avviene sulla base di regole definite e il gestore non interviene nel mercato) e *lit-trasparente* (le intenzioni e le negoziazioni sono rese note al mercato). All'interno di un sistema *multilaterale* il gestore agisce come controparte interposta, e senza assunzione di rischi, tra diversi interessi di vendita e di acquisto, che vengono combinati in base a regole prefissate. Il gestore, in definitiva, mette a disposizione una piattaforma (*recte* "sistema"³⁶) per gli intermediari-clienti, all'interno della quale è possibile procedere alle negoziazioni. Le condizioni di accesso al mercato sono stabilite attraverso parametri fissati *ex ante*. Il gestore facilita l'incontro di interessi multipli ma secondo un principio di *non discrezionalità* cui si associa anche il divieto di impegnare capitale proprio. Nella prospettiva funzionale, questa modalità di organizzazione della funzione di negoziazione è *price setting* poiché la comunicazione al mercato degli interessi alla negoziazione incide sul processo di formazione dei prezzi di mercato; e garantisce la liquidità degli strumenti negoziati, fungendo da collettore delle negoziazioni, anche sostenute dagli intermediari che

³⁵ In argomento si rinvia a N. MOLONEY, *EU Financial Market Regulation After the Global Financial Crisis: "More Europe" or More Risks?*, 47 *Common Market Law Review* (2010), 1317.

³⁶ Cfr. C. MOTTI, *Tipologia e disciplina delle trading venues*, in *L'attuazione della direttiva MIFID*, a cura di L. FREDIANI - V. SANTORO, 2009, 41.

fungono da *market maker* sul mercato stesso. Coerentemente il legislatore impone, per questi sistemi, stringenti regole di trasparenza *pre* e *post* negoziazione riguardo al prezzo, al volume e al tempo delle negoziazioni e, guardando al soggetto cui è riconducibile la gestione della funzione di negoziazione, impone regole riguardo l'autorizzazione all'esercizio dell'attività, nonché regole organizzative e sul capitale.

Un secondo approccio informale, bilaterale (le negoziazioni avvengono tra un intermediario e il cliente), discrezionale (l'accesso alla piattaforma e la negoziazione sono a discrezione dell'intermediario) e *dark* (l'interesse alla negoziazione non è comunicato al mercato)³⁷. La logica cui risponde siffatta modalità organizzativa è assai differente rispetto ai sistemi multilaterali e non discrezionali. In questa prospettiva organizzativa, infatti, la negoziazione si inserisce nella relazione contrattuale intermediario cliente e l'impresa di investimento esegue su base bilaterale le negoziazioni, vantando un alto grado di discrezionalità nell'eseguire l'ordine, potendo negoziare in contropartita diretta o incrociare internamente al sistema gli ordini dei vari clienti.

In tema di innovazione finanziaria, la prassi ha sperimentato i sistemi c.d. *Broker Crossing Systems* (BCSs) nei quali l'esecuzione degli ordini è fortemente automatizzata, al punto da comprometterne la distinzione con i sistemi multilaterali e non discrezionali sopra descritti.

La scelta della tipologia di organizzazione delle negoziazioni è dettata dalle caratteristiche dello strumento negoziato. Le sedi di negoziazione multilaterale e non discrezionale tipicamente attraggono strumenti altamente standardizzabili; di contro, i prodotti più complessi,

³⁷ Secondo i dati IOSCO, *Principles for dark trading*, cit., 4, questo tipo di negoziazione ha sempre caratterizzato il mercato *equity* in Europa e a livello internazionale

idonei ad incontrare esigenze personalizzate dell'investitore (c.d. *bespoke*), sono negoziati nelle sedi informali e su base bilaterale.

Il paradigma della regolamentazione europea sulle sedi di negazione è la realizzazione dell'integrità, efficienza e stabilità del mercato ai fini della protezione della liquidità.

L'obiettivo della MiFID I era di promuovere la competizione tra le varie sedi di negoziazione nell'obiettivo di incentivare l'innovazione, la competizione per il miglior prezzo, e l'ampiamiento della scelta per gli investitori, garantendo altresì la trasparenza e l'efficienza nella 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, si assiste ad una diminuzione dell'efficienza nella formazione del prezzo³⁸.

Il contenimento di questi rischi si gioca sul piano regolatorio tramite la predisposizione di regole di trasparenza *pre* e *post* negoziazione³⁹ omogenee per le varie sedi di negoziazione e la fissazione della regola della *best execution* che impone agli intermediari di eseguire la negoziazione nella sede che garantisca il miglior risultato per l'investitore.

³⁸ Così J. MACEY – M. O'HARA, *From Markets to Venues: Securities Regulation in an Evolving World*, 58 *Cornell Law Review* (2205), 563; C. GRESSE, *Multi-Market Trading and Market Quality* (2010), disponibile su www.ssrn.com; G. PETRELLA, *MiFID, Reg. NMS and Competition Across Trading Venues in Europe and the USA*, 18 *Journal of Financial Regulation and Compliance* (2010), 257; K. LANNOO – D. VALIANTE, *The MiFID Metamorphosis and Compliance* (2010), ECMI Policy Brief No 16, disponibile su www.ceps.eu; B. ASSI – D. VALIANTE, *MiFID Implementation in the Midst of the Financial Crisis*, ECMI Research Report No 6 (2011), disponibile su http://aei.pitt.edu/15774/1/ECMI_Survey_on_MiFID.pdf; B. SOLTANI – H. MINH MAI – M. JERBI, *Transparency and Market Quality: An Analysis of the Effect of MiFID on Euronext* (2011), disponibile su www.ssrn.com;

³⁹ In argomento si segnala lo studio di G. FERRARINI e P. SAGUATO, *Reforming Securities and Derivatives Trading in the EU: From EMIR to MIFIR* (2013), cit., (nt. 24), ove l'osservazione che la qualità e l'intensità della regolamentazione di una sede di negoziazione è strettamente correlata ai requisiti di trasparenza imposti.

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 del mercato da intendersi come la capacità del mercato di negoziare un certo volume di strumenti finanziari senza influenzare significativamente i loro prezzi⁴⁰.

Se, in vero, la condivisione tra tutti i partecipanti al mercato delle informazioni riguardanti le condizioni di acquisto o vendita di un determinato strumento finanziario è la condizione necessaria per assicurare il buon funzionamento del processo di formazione dei singoli prezzi, la comunicazione al pubblico dell’interesse alla negoziazione potrebbe comportare, soprattutto in ipotesi di ordini di grandi dimensioni, il rischio che il mercato si muova nella direzione dell’ordine, con conseguenze pesanti sull’aggiustamento del prezzo del prodotto oggetto della transazione, e così sulla liquidità del mercato in questione⁴¹.

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 investitori⁴².

⁴⁰ 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.

⁴¹ Un ordine di vendita di volume ingente potrebbe portare, così, ad un abbassamento del prezzo di mercato.

⁴² Di fatti, 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

Il *trade-off* tra esigenze di trasparenza e protezione della liquidità impatta, così, sulla diversa configurazione dei doveri di trasparenza nei vari mercati.

5. La disciplina delle trading venues nella MiFID I.

In relazione alla differente funzionalità dell'attività di negoziazione, il legislatore europeo, con la regolamentazione MiFID I, ha previsto tre tipologie di discipline applicabili: i mercati regolamentati, i sistemi multilaterali di negoziazione e gli internalizzatori sistematici⁴³.

Un mercato regolamentato consiste in un "sistema multilaterale, amministrato e/o gestito dal gestore del mercato, che consente o facilita l'incontro - al suo interno ed 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 [...]"⁴⁴.

Di contro, un sistema che non opta per la registrazione quale mercato regolamentato, può essere qualificato come sistema multilaterale

ancora aperta (di vendita o di acquisto) altri trader potrebbero approfittare della situazione e creare problemi di liquidità.

⁴³ In argomento si veda M. SEPE, *Mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione e internalizzatori sistematici nel recepimento della direttiva MiFID*, in M. DE POLI (a cura di), *La nuova normativa MiFID*, Padova, 2009, 122; C. MOTTI, *Tipologia e disciplina delle trading venues*, cit., (nt. 36), 89 ss.; ID., *Mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione e internalizzatori sistematici*, in R. D'APICE (a cura di), *L'attuazione in Italia della MiFID*, Bologna, 2010, 675 ss.

⁴⁴ Art. 4, § 1, n. 14, MiFID I. Cfr. la disamina sintetica contenuta in R. PREECE, *The Structure, Regulation, and Transparency of European Equity Markets under MiFID*, 2011, 7 ss., disponibile in cfapubs.org

di negoziazione (MTF). Un MTF è definito come “sistema multilaterale gestito da un'impresa di investimento o da un gestore del mercato che consente l'incontro - al suo interno ed 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 [...]”⁴⁵. Il servizio, che può essere fornito da una impresa di investimento o da un gestore di mercati regolamentati⁴⁶, necessita di una autorizzazione⁴⁷, che ha però connotati differenti rispetto a quella prevista per i mercati regolamentati. Si noti infatti 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 sedi⁴⁸, trattandosi di autorizzazione alla prestazione di un servizio di investimento⁴⁹. In considerazione di questa qualificazione, però alla gestione di un MTF non sono applicabili le regole di condotta, in quanto l'intermediario non negozia direttamente con l'investitore,

⁴⁵ Art. 4, § 1, n. 15, MiFID I. Una sintetica descrizione della fattispecie può essere individuata in FERRARINI - MOLONEY, *Reshaping Order Execution in the EU and the Role of Interest Groups: From MiFID I to MiFID II*, cit., (nt. 34).

⁴⁶ Ai sensi dell'articolo 5, comma 2°, MiFID 2004, gli Stati membri possono autorizzare una società gestore del mercato alla gestione di un MTF, a condizione che detta società rispetti i requisiti previsti per l'autorizzazione alla prestazione dei servizi di investimento, come meglio specificati al Titolo II, Capo I della direttiva MiFID 2004. Cfr. Anche il considerando 56 della direttiva. Cfr. GOMBER - PIERRON, *Mifid - Spirit and Reality*, 10.

⁴⁷ Va sottolineata, tra l'altro, l'opinione secondo la quale la componente dell'autorizzazione costituirebbe parte integrante della fattispecie “mercato regolamentato”, mentre tale requisito non costituirebbe una caratteristica della fattispecie “sistema multilaterale di negoziazione”. Di conseguenza, in assenza di una qualsivoglia autorizzazione, l'illecita gestione di un mercato in difetto di autorizzazione sarebbe da qualificarsi come abusiva gestione di un MTF (e quindi mai di un mercato regolamentato). Cfr. C. 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, 497 e C. MOTTI, *Tipologia e disciplina delle trading venues*, in *L'attuazione della direttiva MiFID*, cit., (nt. 36), 43.

⁴⁸ Cfr. G. FERRARINI - N. MOLONEY, *Reshaping Order Execution in the EU and the Role of Interest Groups: From MiFID I to MiFID II*, cit., (nt. 34), 14.

⁴⁹ Cfr., nella versione italiana del testo, l'articolo 1, comma 5 del Testo unico della finanza e M. FELICI - S. D'IPPOLITO, *I sistemi multilaterali di negoziazione*, in *La MiFID in Italia*, a cura di L. ZITIELLO, 2009, Torino, 771 ss.; Cfr. anche M. LUPI, *Commento sub art. 1, co.5*, in *Il Testo unico della finanza*, a cura di M. FRATINI - G. GASPARRI, Torino, 2012, 45 ss.

limitandosi ad incrociare gli ordini, mentre sono applicabili le regole prudenziali previste per i soggetti vigilati e la regola della *best execution*.

Ai fini di trasparenza, gli artt. 44 e 29 MiFID I impongono ai mercati regolamentati e ai sistemi multilaterali di negoziazione di rendere pubblici i prezzi correnti di acquisto e di vendita e la profondità degli interessi di negoziazione espressi a tali prezzi pubblicizzati tramite i loro sistemi per le azioni ammesse alla negoziazione sui mercati regolamentati. La disciplina della MiFID I di secondo livello, Reg. 1287 del 2006, prevede, agli artt.18-20, quattro differenti casi di deroghe al regime di trasparenza *pre-trade* per i sistemi gestiti da un sistema multilaterale di negoziazione o da un mercato regolamentato, se tali sistemi soddisfano uno dei seguenti criteri: (i) devono essere basati su un metodo di negoziazione nel quale il prezzo è determinato in relazione ad un prezzo di riferimento generato da un altro sistema, quando tale prezzo di riferimento ha un'ampia diffusione ed è generalmente considerato come un prezzo di riferimento affidabile dai partecipanti al mercato; (ii) in ipotesi di operazioni concordate che soddisfino alcuni criteri⁵⁰; (iii) nel caso di 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; e infine (iv) se si tratta di operazioni di dimensioni elevate.

Una terza tipologia di organizzazione della funzione di negoziazione è l'internalizzatore sistematico, in cui "un'impresa di investimento che in modo organizzato, frequente e sistematico negozia

⁵⁰ Le due condizioni riguardano i casi in cui l'operazione i) è effettuata ai valori limite o all'interno dello spread corrente ponderato per il volume risultante dal book di negoziazione o dalle quotazioni dei market maker del mercato regolamentato o del sistema multilaterale di negoziazione che gestiscono quel sistema o, se l'azione non è negoziata in maniera continua, entro una determinata percentuale di un prezzo di riferimento adeguato, percentuale e prezzo di riferimento che sono fissati in precedenza dall'operatore del sistema ovvero ii) è soggetta a condizioni in materia di prezzo diverse dal prezzo corrente di mercato dell'azione.

per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione”⁵¹. 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 clienti⁵², in conseguenza del quale l’ordine non viene trasmesso ad un mercato regolamentato ovvero ad un MTF, bensì internalizzato. L’impresa di investimento che offre il servizio è tenuta ad osservare le regole di condotta per la prestazione dei servizi di investimento.

Il legislatore, in sede di regolamentazione di secondo grado, all’art. 21 del Regolamento 1287/2006, chiarisce i requisiti dell’attività dell’internalizzatore sistematico, fondando, tuttavia, i criteri su parametri che, come si vedrà, hanno favorito l’arbitraggio normativo. Dispone, in particolare, che 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 requisiti: 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.

⁵¹ Art. 4, § 1, n. 7, MiFID I.

⁵² Cfr. R. DAVIES, A. DUFOUR, B. SCOTT- QUINN, *The MiFID: Competition in a new european market regulatory structure*, in G. FERRARINI – E. WYMEERSCH, *Investor Protection in Europe: Corporate Lawmaking, the MiFID and Beyond*, Oxford, 2006, 166.

L'architettura del sistema regolamentare della MiFID I così delineato riflette i compromessi raggiunti in sede politico/istituzionale europea⁵³.

Nell'assetto regolamentare *post-MiFID I*, il *price discovery mechanism* risulta compromesso sotto due profili. Da un lato, la frammentazione degli scambi tra i vari sistemi di negoziazione compromette la liquidità delle singole sedi e, di conseguenza, incide negativamente sul processo di formazione del prezzo nella singola sede e rende complesso, per il partecipante al sistema, il consolidamento dei numerosi dati sui prezzi risultanti dalle differenti *trading venues*. Da l'altro, l'impossibilità di sintetizzare i dati relativi alle contrattazioni *dark*, rende inefficiente il meccanismo di formazione del prezzo dello strumento negoziato.

L'analisi di dati empirici sulla quantità di *dark trading* dovuto a *wavier* nelle negoziazioni RM e MTF e a negoziazioni *OTC*, effettuata durante il processo di revisione della MiFID I, ha evidenziato, in particolare, che la previsione regolamentare degli SI non ha attratto grandi volumi di negoziazioni *OTC*⁵⁴.

La valutazione dell'impatto sul processo di formazione del prezzo della frammentazione della liquidità tra *trading venue* e dell'esistenza di un volume consistente di scambio *OTC*, tuttavia, non è stato univoco⁵⁵.

⁵³ Si leggano, in proposito, le osservazioni di N. MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford, 2014, 438 e J. KÖNDGEN – E. THEISSEN, *Internalization under the MiFID: Regulatory Overreaching or Landmark in Investor Protection*, in G. FERRARINI – E. WYMEERSCH, *Investor protection in Europe. Corporate Law Making, the Mifid and beyond* (2006), 271 ss.

⁵⁴ Per questi dati si rinvia a N. MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, cit., (nt. 53), 443.

⁵⁵ In argomento, per l'opinione che la frammentazione ha impattato sulla qualità del prezzo, spingendo altresì l'investitori a ridurre gli orizzonti temporali di investimento, C. GRESSE, *Multi-Market Trading and Market Quality* (2010), disponibile su www.ssrn.com; *contra* B. SOLTANI – H. MINH MAI – M. JERBI, *Transparency and Market WQuality: An Analysis of the Effect of MiFID on Euronext* (2011), disponibile su www.ssrn.com. Per l'osservazione che le negoziazioni che avvengono fuori dal mercato possono, in vero,

6. *La prospettiva dirigista di regolamentazione del mercato dei derivati nella MiFID II e MiFIR: la previsione degli OTF e la trading obligation a protezione del price discovery mechanism.*

Il processo di revisione, previsto già dall'art. 65 MiFID I, è stato sostenuto dal dibattito congiunto della Commissione e del Parlamento europeo unitamente al CESR ⁵⁶, centrato sull'evidenza che la 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 negoziazioni, poi, 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. Di fatti, il sistema consentiva 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.

La Commissione Europea, nel documento del 2011 *MiFID II/MiFIR Impact Assessment*, ha proposto un censimento delle sedi di negoziazioni esistenti nel mercato europeo, identificando 231 sedi, di cui 139 MTF e 92 mercati regolamentati, oltre a 12 internalizzatori sistematici.

presentare dei benefici per gli investitori da valutarsi nei termini di protezione da oscillazioni del prezzo nel corso dell'esecuzione dell'ordine e possono comportare un risparmio dei costi v. il documento IOSCO, *Securities Markets Risk Outlook, 2013-2014* (2013).
⁵⁶ 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).

Per minimizzare l'arbitraggio normativo, la Commissione propose l'introduzione di una nuova sede di negoziazione, *OTF*, con l'obiettivo di attrarre nella cornice regolamentare tutte le forme di negoziazione *OTC*. La nuova forma organizzativa degli scambi, se condivide con i *RM* e gli *MTF* la caratteristica della neutralità, si differenzia da queste ultime *venues* per il grado di discrezionalità con cui possono essere eseguiti gli ordini, potendo l'*OTF* controllare l'accesso al sistema e veicolare gli ordini ad altre sedi, sebbene sia impedita, all'intermediario che gestisce l'*OTF*, una negoziazione in contropartita diretta.

Il Parlamento europeo, di contro, nel documento, adottato nell'ottobre del 2012, sulla *Resolution on the MiFIR Proposal*, sottolineò l'esigenza di restringere l'ambito di operatività dei sistemi *OTC* ai soli strumenti *non-equity* (obbligazioni, prodotti strutturati, certificati di emissione e derivati) ma, contestualmente, nell'obiettivo di restringere il mercato delle negoziazioni *OTC*, propose l'introduzione, all'art. 23 e 28 MiFIR rispettivamente per gli strumenti *equity* e per i derivati, di una *trading obligation* nelle sedi regolamentate, quali *RM*, *MTF* o *SI*, consentendo, in vece, gli scambi fuori delle sedi di negoziazione nei soli casi in cui la transazione, su vasta scala, fosse *ad hoc*, irregolare e tra controparti qualificate o clienti professionali.

Ai sensi dell'art. 4, § 1, n. 23 MIFID II, un *OTF* è «un sistema multilaterale diverso da un mercato regolamentato o sistema multilaterale di negoziazione che consente l'interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a obbligazioni, strumenti finanziari strutturati, quote di emissione e strumenti derivati, in modo da dare luogo a contratti conformemente alle disposizioni del titolo II della presente direttiva». Al pari di un mercato regolamentato o di un *MTF*, un sistema *OTF* consente l'interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a

strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti, ma in modo discrezionale, ai sensi dell'art. 20 MiFID II.

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. Ne consegue che, le norme di comportamento e gli obblighi relativi alla *best execution* 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 esercita la discrezionalità sotto due profili: (i) da un lato, nella decisione di inserire un ordine in un OTF o di ritirarlo una volta inserito; (ii) da l'altro, 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, le regole di condotta e l'obbligo di *best execution*, secondo quanto disposto dall'art. 20, par. 6 e 8, MiFID II⁵⁷.

Tra le norme applicabili a questa *trading venue* risaltano gli obblighi informativi in favore del cliente nonché di valutazione di idoneità ed adeguatezza dell'investimento⁵⁸, normalmente non applicabili alle sedi di negoziazione; come visto, infatti, in un mercato regolamentato o in un MTF il cliente, salve alcune eccezioni, non trasmette gli ordini direttamente ma attraverso un intermediario, il quale adempie agli obblighi di informazione e valutazione sopra indicati. All'interno di un OTF, però, l'accesso dovrebbe essere consentito anche alla clientela *retail*⁵⁹

⁵⁷ Così *considerando* 9 MiFIR.

⁵⁸ Cfr. art. 20 MiFID II, che richiama gli art. 24, 25, 26 e 27.

⁵⁹ Sul punto, cfr. l'art. 20 MiFID II, ove il fa riferimento ai "clienti" e non ad "intermediari".

e quindi, in ultima istanza, dovrà essere proprio il gestore ad adempiere a tali obblighi.

Poiché l'OTF è una piattaforma di negoziazione, il gestore della piattaforma dovrebbe essere neutrale. Ne consegue che 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 (c.d. *proprietary trading*)⁶⁰. Il legislatore giudica, di fatti, negativamente la possibilità che il gestore di un OTF, in un sistema nel quale "interessi multipli" di vendita/acquisto vengono a incrociarsi su base discrezionale, negozi per conto proprio, a ragione di possibili conseguenze distorsive nel meccanismo di formazione del prezzo. Impedisce così anche che l'OTF agisca come internalizzatore sistematico⁶¹.

⁶⁰ Tuttavia, ai sensi del 9 *considerando*, per facilitare l'esecuzione di uno o più ordini dei clienti su obbligazioni, strumenti finanziari strutturati, quote di emissione e strumenti derivati che non sono stati dichiarati soggetti all'obbligo di compensazione a norma dell'articolo 5 del regolamento (UE) n. 648/2012, c.d. EMIR, a un gestore di OTF è consentito ricorrere al *matched principal trading*, definita, ai sensi dell'art. 4, § 1, n. 38 della MiFID II, come una negoziazione in cui l'intermediario si interpone nella transazione tra l'acquirente e il venditore in modo da non essere esposto al rischio di mercato durante l'intera esecuzione delle transazioni e la transazione è conclusa ad un prezzo al quale l'intermediario non realizza né perdite né utili, la condizione richiesta è che il cliente abbia acconsentito a tale procedura. In relazione ai titoli di debito sovrano per i quali non esiste un mercato liquido, le imprese di investimento e i gestori del mercato che gestiscono un OTF dovrebbero poter effettuare una negoziazione per conto proprio diversa dalla negoziazione principale di confronto. Quando si ricorre alla negoziazione principale di confronto, si devono rispettare tutti i requisiti di trasparenza pre- e post- negoziazione e l'obbligo di esecuzione alle condizioni migliori. Il gestore dell'OTF o qualsiasi altra entità che fa parte di un gruppo o persona giuridica al pari dell'impresa di investimento o del gestore del mercato non dovrebbe agire in qualità di internalizzatore sistematico nell'OTF da essi gestito. Inoltre il gestore di un OTF dovrebbe essere soggetto ai medesimi obblighi di un gestore di un sistema multilaterale di negoziazione per quanto riguarda la corretta gestione di eventuali conflitti d'interesse.

⁶¹ Cfr. *considerando* 8, Regolamento MiFIR.

La nuova regolamentazione intende parificare gli oneri di trasparenza *pre* e *post* negoziazione applicabili in tutte le *trading venues*, includendo quindi gli OTF⁶², operazione posta dal legislatore “a sostegno di un’efficiente determinazione dei prezzi”⁶³. In aggiunta, gli OTF, al pari delle altre *trading venues*, saranno soggetti a regole organizzative e di sorveglianza, al pari di mercati regolamentati ed MTF.

Il legislatore europeo mira, inoltre, a ridurre gli scambi di strumenti *OTC*, riconducendoli nelle sedi di negoziazione regolamentate, soggette a obblighi di trasparenza *pre* e *post* negoziazione⁶⁴ e a ridurre gli spazi di arbitraggio normativo. Per garantire che un maggior numero di negoziazioni abbia luogo in sedi di negoziazione regolamentate e su internalizzatori sistematici, il legislatore introduce, all’art. 23 MiFIR, per le imprese di investimento, anche per le transazioni che effettua, per conto proprio o in esecuzione del cliente, su azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato o negoziate in una sede di negoziazione un obbligo di negoziazione in un mercato regolamentato, un sistema multilaterale di negoziazione o su un internalizzatore sistematico.

⁶² Va segnalato, tra l’altro, che l’estensione delle regole di trasparenza costituisce uno degli interventi principali nell’ambito della MiFID II. Nella sistematica delle nuove norme, la differenziazione avverrà non sulla base della *trading venue*, quanto in relazione al tipo di strumento (*e.g.* azioni, obbligazioni, derivati) e in base al tipo di negoziazione (basato su un sistema di ordini - *order book* o di quotazioni - *quote driven system*). Cfr. Relazione alla Proposta di Direttiva, 6 ss., e Relazione alla Proposta di Regolamento, 7 ss..

⁶³ Cfr. Considerando 7, Regolamento MiFIR. La spinta a migliorare il quadro della trasparenza costituisce un *fil rouge* del processo di revisione della MiFID 2004 e trova sostegno nella quasi totalità degli interpreti: cfr. CESR, *Technical Advice 10-394*, (nt. 52), 20 ss.; D. VALIANTE - B. ASSI, *MiFID implementation in the midst of the financial crisis*, ECMI research report n. 6/2010, in *ceps.eu*, 4 ss., P. GOMBER - A. PIERRON, *Mifid - Spirit and Reality*, 60.

⁶⁴ In questo senso si veda il *considerando* 10 della MiFIR, secondo cui « Occorre che la totalità delle negoziazioni organizzate sia condotta in sedi regolamentate e sia interamente tra sparente, sia *pre-* che *post* negoziazione. È dunque opportuno applicare requisiti di trasparenza adeguatamente calibrati a qualsiasi tipo di sedi di negoziazione e alla totalità degli strumenti ivi finanziari negoziati.

In tema di derivati, in particolare, nella prospettiva della razionalità del mercato, la *trading obligation* mira a consentire una processo efficiente di formazione del prezzo dei derivati. L'art. 28 MiFIR impone, di fatti, l'obbligo di negoziazione nei mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione o sistemi organizzati di negoziazione alle controparti finanziari e alle controparti non finanziari qualificate ai fini del regolamento EMIR per la categoria di derivati che, ai sensi dell'art. 32, co. 3, MiFIR, sia «sufficientemente liquida»⁶⁵.

In linea con la filosofia della supervisione burocratica, l'art. 28, par. 2, alinea secondo, MiFIR, riconosce all'ESMA il potere di esercitare un regolare monitoraggio delle attività in derivati che non sono dichiarate soggette all'obbligo di negoziazione onde evitare i casi in cui una particolare classe di contratti potrebbe presentare rischi sistemici; ciò consente, altresì, di prevenire l'arbitraggio tra operazioni su derivati soggette all'obbligo di negoziazione sulle diverse sedi di negoziazione e operazioni su derivati non soggette alla *trading obligation*.

La *trading obligation*⁶⁶ appare, forse, come una (ancorché debole) eco della regola della *concentration rule pre* - MiFID I⁶⁷.

⁶⁵ Come per la EMIR due sono gli approcci per identificare le categorie di deriati. Da un lato, ai sensi dell'art. 32, co. 3, MiFIR, secono il c.d. *bottom up approach*, da valutarsi in base a: (i) la frequenza e alle dimensione medie delle transazioni in una gamma di condizioni di mercato, tenendo conto della natura e del ciclo di vita dei prodotti della categoria di derivati; (ii) il numero e il tipo di partecipanti attivi al mercato, compreso il rapporto tra i partecipanti al mercato e i prodotti/contratti negoziati in un determinato mercato dei prodotti; e (iii) la misura media dei differenziali. Ovvero, secondo il c.d. *top-down approach*, in virtù dell'art. 32, co, 4 MiFIR., ove l'ESMA di propria iniziativa, dopo aver svolto una consultazione pubblica, identifica e comunica alla Commissione le categorie di derivati che dovrebbero essere soggette all'obbligo di negoziazione nelle sedi di cui all'art. 28 per i quali nessuna controparte centrale ha finora ricevuto un'autorizzazione ai sensi EMIR o che non sono stati ammessi alla negoziazione o non sono negoziati in una sede 28 par 1.

⁶⁶ Così *considerando* 11 della MiFIR.

⁶⁷ L'espressione è di N. MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, cit., (nt. 53), 468.

7. Strategie regolatorie per la riduzione delle negoziazioni over the counter: l'ambito di applicazione della disciplina dell'internalizzatore sistematico.

La regolamentazione MiFID II/MiFIR in tema di internalizzatori sistematici mira a restringere le possibilità di arbitraggio normativo che la disciplina MiFID I presentava, operando su due fronti. Da un lato, centrando la fattispecie su criteri prettamente quantitativi; da l'altro, definendo più chiaramente la funzionalità di questa tipologia di organizzazione delle transazioni cui è ancorata una disciplina meno intensa, quanto ai requisiti di trasparenza, rispetto alle altre sedi di negoziazione.

La disciplina dell'internalizzatore sistematico si applica, di fatti, quando un'impresa di investimento in modo organizzato, frequente, sistematico e sostanziale negozia per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato, di un sistema multilaterale di negoziazione o di un sistema organizzato di negoziazione senza gestire un sistema multilaterale.

Il requisito della negoziazione su base "frequente e sistematica" si misura in base al numero di transazioni fuori listino (OTC) su strumenti finanziari effettuate dall'impresa di investimento per proprio conto mediante esecuzione degli ordini dei clienti; l'attributo "sostanziale" si misura sia in relazione alle dimensioni delle negoziazioni OTC effettuate dall'impresa di investimento in relazione al totale delle negoziazioni dell'impresa di investimento sullo strumento finanziario specifico, oppure in base alle dimensioni delle negoziazioni OTC svolte dall'impresa di investimento in relazione al totale delle negoziazioni nell'Unione sullo strumento finanziario specifico. La definizione di internalizzatore

sistematico si applica solamente quando sono superati i limiti quantitativi prefissati in relazione al modo frequente e sistematico e al modo sostanziale o quando un'impresa di investimento sceglie di partecipare al regime degli internalizzatori sistematici.

Quanto al secondo aspetto, operando l'internalizzatore sistematico su base bilaterale e essendo soggetto a disciplina meno intensa rispetto ai RM e MTF, non è consentito di far incontrare gli interessi di acquisto e vendita di terzi. Sicché una piattaforma con negoziatore unico, in cui la negoziazione avviene sempre a fronte di un'unica impresa di investimento, dovrebbe essere considerata un internalizzatore sistematico se rispetta gli obblighi di cui al regolamento MiFIR; mentre, una piattaforma multi-negoziatore, con numerosi negoziatori che interagiscono per il medesimo strumento finanziario, non è considerata un internalizzatore sistematico, ma un MTF⁶⁸.

8. (Segue): *l'armonizzazione della disciplina pre e post-trade transparency al fine di non compromettere la formazione dei prezzi.*

L'informazione gioca un ruolo fondamentale nella regolamentazione dei mercati dei derivati, poiché incide sulla formazione del prezzo e sulla liquidità. La pubblicazione dei prezzi di negoziazione assume un ruolo fondamentale nell'assicurare che i prezzi riflettano effettivamente la domanda e l'offerta e che le sedi di negoziazione siano liquide e efficienti⁶⁹.

⁶⁸ Così il *considerando* 20 della MiFIR.

⁶⁹ La liquidità di mercato è definita come la capacità del mercato di negoziare un certo volume di strumenti finanziari senza influenzare significativamente i loro prezzi. La profondità di mercato, invece, corrisponde al volume delle transazioni. La resilienza di

Con la MiFID II, il legislatore comunitario ha esteso i requisiti di trasparenza fissati dalla MiFID I per i mercati regolamentati azionari a tutti i mercati e a tutti gli strumenti finanziari *non-equity*. Il trasporto del modello di trasparenza potrebbe, tuttavia, rivelarsi non efficiente nella prospettiva della liquidità del mercato, visto il diverso impatto dei doveri di trasparenza nei vari mercati.

Il rischio di liquidità può essere alto soprattutto con riguardo all'informazione *pre-trade*. Dal punto di vista del negoziatore, le regole sulla trasparenza *pre-trade* comportano un rischio di mercato perché il mercato potrebbe muoversi nella direzione dell'ordine (un ordine di vendita di volume ingente potrebbe portare ad un abbassamento del prezzo di mercato). Dal punto di vista delle sedi di negoziazione, i sistemi multilaterali di negoziazione non assumono una posizione di rischio sul mercato poiché si limitano a favorire l'interazione tra i vari ordini di acquisto e vendita; sicché gli obblighi di informazione *pre-trade* non impatta su di loro⁷⁰.

I mercati bilaterali (*SI* e *OTC*), invece, affrontano un rischio maggiore in ipotesi di informazione *pre-trade* obbligatoria perché negoziano in contropartita diretta (*proprietary trading*) e immettendo ordini sul mercato potrebbero influenzare il prezzo e subire perdite. Così i *dealers* potrebbero non essere incentivati alle negoziazioni, con il risultato di probabile contrazione della liquidità.

Diverso è, inoltre, l'impatto dei doveri di trasparenza nei vari comparti. Se, di fatti, i mercati *equity* sono generalmente associati a livelli alti di volumi di *trading* e liquidità, e dunque i rischi di una *full disclosure*

mercato, poi, indica la velocità con la quale i prezzi ritornano al loro livello di equilibrio a seguito di uno *shock* nel flusso delle transazioni.

⁷⁰ Si pone un unico problema: esigenza di consentire le *dark pools* per ordini di grandi dimensioni; al riguardo il legislatore consente esenzioni alla disciplina della trasparenza per questi casi.

in termini di contrazione della liquidità sono minori; il comparto obbligazionario, invece, è meno liquido e la concentrazione delle negoziazioni avviene nei giorni del collocamento.

In conclusione: c'è una *bright-line* tra mercati multilaterali, *lit*, non discrezionali e quelli bilaterali, discrezionali e *dark* come tra *equity* e *non-equity*. Ciò è abbastanza evidente nella difficile gestazione del nuovo sistema *OTF*, che era in origine destinato alle negoziazioni *equity* e *non-equity* ma poi è stato ristretto al *non equity*, tra comparto obbligazionario e derivati.

Guardando ai doveri di informazione *pre - trade*, l'art. art. 8 MiFIR, applicabile ai *RM*, *MTF* e *OTF*, impone ai gestori di mercato e alle imprese di investimento che gestiscano una sede di negoziazione di rendere pubblici i prezzi correnti di acquisto e di vendita e lo spessore degli interessi di negoziazione espressi a tali prezzi che sono pubblicizzati tramite i loro sistemi. Tale requisito si applica anche alle indicazioni di interesse alla negoziazione. I gestori e le imprese di investimento mettono a disposizione del pubblico tali informazioni in modo continuo durante il normale orario delle contrattazioni. Ai fini della trasparenza, rileva la distinzione tra derivati di copertura o speculativi posto che tale obbligo non si applica alle operazioni in derivati effettuate da controparti non finanziarie che comportano una riduzione misurabile in maniera oggettiva dei rischi connessi all'attività commerciale o di finanziamento di tesoreria della controparte non finanziaria o del gruppo interessato⁷¹.

⁷¹ In tema di eccezioni alla *pre-trade transparency*, è disposto che le autorità competenti possono esentare i gestori del mercato e le imprese di investimento che gestiscono una sede negoziazione dall'obbligo di rendere pubbliche le informazioni di cui all'articolo 8, paragrafo 1, per: 1. gli ordini di dimensione elevata in rapporto alle normali dimensioni del mercato e gli ordini conservati in un sistema di gestione degli ordini della sede di negoziazione in attesa della divulgazione; 2. indicazioni eseguibili di interesse alla negoziazione in sistemi di richiesta di quotazioni o di voice trading superiori alla dimensione specifica dello strumento finanziario, che esporrebbe i fornitori di liquidità a rischi indebiti e tiene conto del fatto che i partecipanti rilevanti al mercato sono

L'art. 10 della MiFIR fissa i requisiti di trasparenza *post-negoziazione* per i *RM, MTF e OTF*, relativamente a obbligazioni, strumenti finanziari strutturati, quote di emissione e strumenti derivati, e dispone che i gestori del mercato e le imprese di investimento che gestiscono una sede di negoziazione rendono pubblici il prezzo, il volume e la data delle operazioni eseguite relativamente a obbligazioni, strumenti finanziari strutturati, quote di emissione e strumenti derivati negoziati in una sede di negoziazione. I gestori del mercato e le imprese di investimento che gestiscono una sede di negoziazione rendono pubblici i dettagli di tutte le operazioni in tempo reale, per quanto tecnicamente possibile.

In riferimento alla funzione di negoziazione bilaterale, la disciplina *pre-trade* di cui all'art. 18 MiFIR impone l'obbligo per gli internalizzatori sistematici di rendere pubbliche quotazioni irrevocabili relative a obbligazioni, strumenti finanziari strutturati, quote di emissione e strumenti derivati per i quali esse sono gli internalizzatori sistematici e per i quali esiste un mercato liquido, quando sono soddisfatte le seguenti condizioni: a) un cliente dell'internalizzatore sistematico sollecita una quotazione; b) l'internalizzatore sistematico accetta di pubblicare una quotazione. In relazione ad obbligazioni, strumenti finanziari strutturati, quote di emissione e strumenti derivati negoziati in una sede di negoziazione per i quali non esiste un mercato liquido, gli internalizzatori sistematici comunicano su richiesta le quotazioni alla clientela se accettano di fornire una quotazione. Gli internalizzatori sistematici possono aggiornare le quotazioni in qualsiasi momento. Possono altresì ritirarle, in presenza di condizioni eccezionali di mercato.

investitori al dettaglio o all'ingrosso; 3. strumenti derivati non soggetti all'obbligo di negoziazione specificato all'articolo 28 e altri strumenti per i quali non esiste un mercato liquido.

In riferimento al *post-trade*, l'art. 21 MiFIR si applica alle negoziazioni *OTC* e a quelle effettuate dagli internalizzatori sistematici. In particolare è disposto che le imprese di investimento che concludono, per proprio conto o per conto dei clienti, operazioni in obbligazioni, prodotti finanziari strutturati, quote di emissione e strumenti derivati negoziati in una sede di negoziazione, rendono pubblici il volume e il prezzo delle operazioni e il momento nel quale sono state concluse. Tali informazioni sono pubblicate tramite un dispositivo di pubblicazione autorizzato.

9. Conclusioni.

Come anticipato nel paragrafo introduttivo, in risposta alla crisi finanziaria il legislatore europeo, nella regolamentazione MiFID II e MiFIR, ha ridefinito l'organizzazione della funzione di negoziazione degli strumenti finanziari derivati nella prospettiva non già della protezione del risparmiatore anonimo dal rischio d'impiego bensì della realizzazione di uno scenario regolamentare funzionale alla formazione di un mercato razionale che esprima un prezzo del prodotto, riflesso della quotazione del rischio del sottostante sul mercato.

La regolamentazione MiFID I, nella prospettiva di incentivare la competizione nel mercato finanziario, superando la regola della concentrazione con l'introduzione di differenti *trading venues*, era strutturata in modo (i) da assicurare una omogenea disciplina regolamentare alle forme di organizzazione dell'attività di negoziazione funzionalmente omogenee, e (ii) consentire le transazioni *OTC*, legittimate vuoi dalla disciplina delle esenzioni al regime di trasparenza *pre-negoziazione* per i mercati regolamentati e i sistemi multilaterali di

negoziatore, vuoi dalla possibilità di elusione della disciplina dell'internalizzatore sistematico. In quella sede il legislatore mostrava di far affidamento sui meccanismi della concorrenza per ampliare le scelte degli investitori, riservando alla relazione contrattuale intermediario-cliente la tutela in ipotesi di transazioni effettuate *OTC*.

Con la MIFID II il legislatore europeo mostra un radicale cambio di prospettiva di regolamentazione del mercato dei derivati, improntato ad un approccio decisamente paternalistico/dirigista, che restringe lo spazio di autonomia delle imprese di investimento, ancorando le regole di condotta a canoni più stringenti. In particolare, si mira a ridurre gli scambi di derivati *OTC*, riconducendoli nelle sedi di negoziazione regolamentate soggette a obblighi di trasparenza *pre* e *post* negoziazione⁷² e a limitare gli spazi di arbitraggio normativo, fissando parametri quantitativi, difficilmente eludibili, per attrarre alla disciplina dell'internalizzatore sistematico gli scambi *OTC*. La *trading obligation*⁷³ appare, forse, come una (ancorché debole) eco della regola della *concentration rule pre* - MiFID I⁷⁴.

L'assetto regolatorio finale risulta, così, marcatamente dirigista, lontano dai meccanismi di deregolamentazione fondati sulla logica dell'efficienza del mercato dei capitali. Suonano così quanto mai attuali le osservazioni del grande Maestro Gustavo Minervini secondo cui stiamo passando da un sistema «fondato sulla trasparenza e sulla auto-tutela, che

⁷² In questo senso si veda il *considerando* 10 della MiFIR, secondo cui « Occorre che la totalità delle negoziazioni organizzate sia condotta in sedi regolamentate e sia interamente *pre*, sia *pre*- che *post* negoziazione. È dunque opportuno applicare requisiti di trasparenza adeguatamente calibrati a qualsiasi tipo di sedi di negoziazione e alla totalità degli strumenti ivi finanziari negoziati.

⁷³ Così *considerando* 11 della MiFIR.

⁷⁴ L'espressione è di N. MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, cit., (nt. 53), 468.

esige negli individui vitalità, attitudine selettiva, spirito di iniziativa» a un sistema «paternalistico di etero-tutela, di assistenza generalizzata»⁷⁵.

Il risultato è una complessa regolamentazione della funzione di negoziazione e *post-trading* dei derivati che, in analogia al cervello dell'uomo descritto da Marvin Minsky, uno dei padri delle scienze cognitive⁷⁶, è frutto di stratificazioni successive susseguitesi (più o meno disordinatamente, posto che l'agenda del legislatore vien spesso dettata dalle crisi) nel corso dell'evoluzione del mercato dei derivati. Così come nel cervello le varie stratificazioni negoziano continuamente tra di loro, compito indefesso del giurista è tentare di ricostruire "il sistema" di fronte allo stratificarsi di così numerosi provvedimenti legislativi.

Paola Lucantoni

Ricercatore confermato di Diritto
dei mercati finanziari

ASN 2012 Idoneità Professore associato IUS 05

Università di Roma Tor Vergata

⁷⁵ Così G. MINERVINI, *Il controllo del mercato finanziario. L'alluvione delle leggi.*, cit., (nt. 25), 5. In argomento si veda G. ROSSI, *Trasparenza e vergogna. Le società e la borsa*, Milano, 1982, 140 ss. e 174 ss., ove l'osservazione che la l. 216 del 1974, n. 216, è «un elogio allo scetticismo» in relazione ai due contrapposti orientamenti che manifesta di accogliere: la «filosofia della trasparenza» e la giustapposta «filosofia della supervisione burocratica».

⁷⁶ MARVIN MINSKY, *La società della mente*, Adelphi, Milano, 1989, pag. 20. Secondo l'A. il cervello umano è una vasta società organizzata, composta da molte parti diverse. Dentro il cranio dell'uomo sono stipati centinaia di tipi diversi di motori e organizzazioni, meravigliosi sistemi evolutisi e accumulatisi nel corso di centinaia di milioni di anni. Alcuni di questi sistemi, ad esempio le parti del cervello che ci fanno respirare, funzionano in modo pressoché indipendente. Ma nella maggioranza dei casi queste parti di mente devono convivere con le altre, in un rapporto che è a volte di collaborazione, ma più spesso di conflitto. Ne consegue che le nostre decisioni e azioni non hanno quasi mai spiegazioni semplici e univoche, ma sono in genere il risultato delle attività di grandi società di processi in continuo rapporto di sfida, di contrasto o di sfruttamento reciproco. Le grandi possibilità dell'intelligenza derivano da questa enorme diversità, e non da pochi principi semplici.

Dipartimento di Giurisprudenza