

Settembre 2015

Negoziazione algoritmica e *mirror trading*: dinamiche operative e qualificazioni giuridiche

Avv. Ubaldo Caracino, Partner, Avv. Rodolfo Margaria, Associate, Tonucci & Partners

1. Premessa

Lo sviluppo di sistemi tecnologici sempre più innovativi nell'ambito delle telecomunicazioni e del trattamento delle informazioni, ha determinato una profonda rivisitazione dei meccanismi di funzionamento dei mercati finanziari e della loro interazione con i soggetti che, direttamente od indirettamente, sono ammessi a parteciparvi. Il rapido diffondersi di logiche e processi telematici in combinazione con lo sfruttamento del canale internet hanno reso possibile la nascita ed il progressivo consolidarsi della c.d. *electronic finance*, fenomeno contrassegnato, da un lato, dalla drastica riduzione dei tempi operativi e, dall'altro, dall'abbattimento dei costi di transazione ⁽¹⁾.

In tale contesto, il comparto dell'industria finanziaria che più di altri ha saputo cogliere le opportunità offerte dalla tecnologia informatica e che allo stesso tempo ne è stato maggiormente influenzato, è sicuramente il segmento relativo alle negoziazioni elettroniche di strumenti finanziari, operatività eseguita per il tramite di sistemi e procedure informatiche che, nella prassi, ha preso il nome di "*trading on-line*".

Come rilevato dalla Consob, nella ormai risalente comunicazione n. DI/30396 del 21 aprile 2000, il *trading on-line* non rappresenta un nuovo servizio di investimento rispetto a quelli elencati nell'art. 1, comma 5, lett. b) ed e), del TUF ma soltanto una particolare modalità di esecuzione degli stessi ⁽²⁾. Infatti, diversamente dal tradizionale servizio di esecuzione di ordini per conto dei clienti, la realizzazione di funzionalità di *trading* per il tramite di procedure elettroniche presuppone l'utilizzo di

¹⁾ Cfr. MARTINI, *L'impatto delle tecnologie informatiche sull'industria bancaria e sui mercati finanziari*, in *Economia Italiana*, 1999, n. 2, p. 353 e ss.; CAPRIGLIONE, *Information technology e attività finanziaria*, in *Economia e diritto del terziario*, 2001, n.1, p. 55 e ss.

²⁾ In particolare nella citata comunicazione, la Consob ha stabilito che questa modalità operativa, in considerazione delle peculiari caratteristiche possedute, impone agli intermediari interessati il rispetto di regole specifiche connesse alla particolare natura tecnica del mezzo di contatto utilizzato.

sistemi informatici particolarmente sofisticati ³⁾. L'impiego di tali sistemi consente agli utenti di accedere e di inserire in maniera autonoma, nella piattaforma di *trading* selezionata, gli ordini di investimento da eseguire nelle sedi di negoziazione su cui l'intermediario è abilitato ad operare ⁴⁾.

Questa forma originaria di negoziazione di strumenti finanziari attraverso la rete internet, incentrata sul ruolo operativo e dispositivo del cliente investitore, è stata ben presto affiancata da fenomeni di *trading on-line* più evoluti che, col tempo, hanno reso sempre meno qualificante l'intervento del cliente. Più precisamente, il costante sviluppo dei *software* e delle infrastrutture informatiche per l'operatività *on-line*, ha permesso agli intermediari del settore di elaborare sistemi di negoziazione talmente avanzati da essere in grado di realizzare la completa automazione di tutte le fasi dell'attività di *trading*, dalla definizione dei parametri del singolo ordine, all'esecuzione dello stesso in una sede di negoziazione ⁵⁾.

In questo contesto si collocano quelle tecniche di negoziazione che, attraverso l'utilizzo di algoritmi anche molto complessi, sono in grado di produrre in automatico segnali di *trading* che, sulla base di criteri predeterminati, alimentano le *trading venues* di riferimento.

³⁾ In linea generale, si può affermare che gli intermediari che prestano il servizio di *trading on-line* debbano dotarsi di supporti tecnologici ed informatici in grado di presiedere a tre macro-aree di sviluppo organizzativo: (i) la prima è costituita dal c.d. *web server* ossia l'applicazione *software* che consente al cliente di usufruire materialmente dei servizi informatici erogati dall'intermediario ed in particolare di disporre fisicamente le operazioni di *trading*; (ii) la seconda riguarda lo smistamento degli ordini impartiti dai clienti e la materiale esecuzione degli stessi; (iii) la terza ed ultima attiene al funzionamento delle procedure di controllo interno, che devono attivarsi prima dell'invio o dell'esecuzione dell'ordine investitorio al fine di verificare, ad esempio, la disponibilità in capo al cliente delle somme o dei titoli necessari per procedere al regolamento dell'operazione. Per un'analisi approfondita sulla struttura dei sistemi informatici utilizzati dagli intermediari che prestano i servizi di *trading on-line* si veda: BENEDETTO - MIGLIOLI, *Trading on-line. Guida operativa all'investimento in rete*, Milano, 2000.

⁴⁾ Cfr. TORINO, *La commercializzazione via internet di servizi di investimento e strumenti finanziari e il trading on line*, in *I contratti del mercato finanziario*, 2011, p. 626 e ss. secondo cui la caratteristica principale che distingue il *trading on-line* dalla tradizionale attività di negoziazione risiede proprio nella particolare modalità di svolgimento del servizio e, in particolare, nel fatto che tale attività di investimento sia compiuta essenzialmente su iniziativa dell'investitore il quale, attraverso l'accesso al sistema computerizzato dell'intermediario, è facoltizzato ad impartire ordini di borsa da eseguire attraverso l'automatizzata, ma necessaria, mediazione dell'intermediario. Sul punto si veda in maniera conforme anche D'ETTORE - ORTINO, *Trading on line: la qualificazione giuridica del rapporto tra l'investitore e l'intermediario. L'interazione con i terzi e l'iniziativa individuale dell'investitore*, in *Economia e diritto del terziario*, 14, 2002, p. 814 e ss.

⁵⁾ Secondo gli addetti ai lavori, i vantaggi derivanti dall'automazione nell'esecuzione degli ordini di *trading* sarebbero molteplici. In particolare si ritiene che questa particolare funzionalità consentirebbe di eliminare le variabili legate alla componente emotiva dell'agire investitorio, il quale sarebbe determinato da scelte soggettive e poco razionali. Sul tema della c.d. *behavioural finance* si veda l'esautiva analisi condotta da LINCIANO, *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento - Le indicazioni di policy della finanza comportamentale dei risparmiatori retail*, in *Quaderni di Finanza - Consob*, n. 66, 2010.

2. La nozione di negoziazione algoritmica contenuta nella Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 (c.d. Direttiva MiFID II) e nel parere finale dell'ESMA denominato "Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR" del 19 Dicembre 2014 (ESMA/2014/1569)

Lo sviluppo del *trading* algoritmico se, per un verso, è stato occasionato dalle opportunità offerte dalle innovazioni tecnologiche ed informatiche, per altro verso si può dire che sia stato quasi assecondato dalla riconfigurazione degli scenari normativi e regolamentari che, a livello europeo, hanno caratterizzato i mercati degli strumenti finanziari ed i servizi e le attività di investimento. In particolare, la rimozione dell'obbligo di concentrazione degli scambi azionari sui mercati regolamentati, da un lato, e l'introduzione dell'obbligo di esecuzione degli ordini dei clienti alle migliori condizioni praticabili (c.d. *best execution*), dall'altro, hanno creato i presupposti per la diffusione degli algoritmi di negoziazione tra gli intermediari del settore ⁽⁶⁾.

La tendenza alla frammentazione dei mercati dovuta alla presenza di numerose sedi di negoziazione ha costretto, pertanto, gli operatori a dotarsi di infrastrutture tecnologiche che, sfruttando le potenzialità degli algoritmi, fossero in grado di garantire costantemente ai propri clienti l'accesso al miglior prezzo di contrattazione presente su ciascun mercato. I progressi tecnologici in termini di potenza dei sistemi *hardware* e di sofisticatezza dei programmi di *trading* hanno poi consentito agli sviluppatori informatici di generare algoritmi sempre più evoluti capaci di intervenire anche sul *timing*, sul prezzo, sulla quantità e sulle procedure di trasmissione degli ordini nonché di tenere monitorate le condizioni del mercato di riferimento in maniera continua.

In termini generali l'attività di negoziazione algoritmica può, pertanto, essere definita come quel particolare metodo di *trading* fondato su parametri dispositivi che vengono determinati da uno specifico *set* di regole (contenute, appunto, in un algoritmo) con lo scopo di automatizzare le decisioni di investimento ⁽⁷⁾.

⁶⁾ In particolare, la Direttiva 2004/39/CE (c.d. Direttiva MiFID) non soltanto ha rimosso l'obbligo di concentrazione degli scambi azionari in borsa, ma ha provveduto a dettare una serie di regole di dettaglio applicabili ad alcune sedi di negoziazione (sistemi multilaterali di negoziazione ed internalizzatori sistematici) nonché, in linea generale, ha imposto l'obbligo per ciascuna *trading venue* di rendere accessibili le informazioni sugli ordini (trasparenza *pre-trade*) e sulle transazioni eseguite (trasparenza *post-trade*). Le modifiche del quadro normativo comunitario in tema di sedi di negoziazione e microstruttura dei mercati finanziari - introdotte nella convinzione che la competizione fra *trading venues* potesse sortire effetti positivi per gli investitori - hanno portato ad una riduzione dei costi di transazione delle negoziazioni in strumenti finanziari e, contestualmente, ad un incremento della raccolta di capitali da parte delle società emittenti presso investitori di altri paesi. Per una panoramica completa del quadro normativo e regolamentare introdotto dalla Direttiva MiFID si veda FIORAVANTI - GENTILE, *L'impatto della frammentazione degli scambi azionari sui mercati regolamentati europei*, in *Quaderni di finanza - Consob*, 2011, n. 69.

⁷⁾ Questa è la definizione di *trading* algoritmico accolta nella prassi e richiamata da PUORRO, *High Frequency Trading: una panoramica*, in *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, Banca d'Italia, 2013, n. 198.

Paradossalmente, il crescente successo e la considerevole diffusione di queste innovative tecniche di esecuzione di ordini hanno allarmato gli enti regolatori i quali, in considerazione dei possibili rischi sistemici ad esse riconnessi ⁽⁸⁾, hanno ritenuto di introdurre in sede di revisione della Direttiva MiFID ⁽⁹⁾ una disciplina dedicata per quelle imprese di investimento che effettuano, per l'appunto, negoziazioni mediante l'utilizzo di algoritmi.

In linea di continuità con quanto già previsto dalle ESMA “*Guidelines on systems and controls in an automated trading environment for trading platforms, investment firms and competent authorities*” del 24 Febbraio 2012 (ESMA/2012/122) ⁽¹⁰⁾, il legislatore europeo ha tratteggiato in sede di Direttiva MiFID II i principi e le regole a cui le imprese di investimento che operano in un ambiente di negoziazione automatizzato sono tenute ad uniformarsi. In particolare, gli intermediari che svolgono l'attività di negoziazione algoritmica ovvero che forniscono un accesso elettronico diretto ad una sede di negoziazione (*direct electronic access*) sono chiamati, da un lato, a porre in essere efficaci ed appropriati controlli sui sistemi informatici di negoziazione nonché a monitorare i potenziali rischi ad essi connessi, dall'altro, sono tenuti ad osservare nei confronti dell'autorità di vigilanza precisi obblighi informativi in merito allo svolgimento della predetta attività ⁽¹¹⁾. In tale contesto sono state peraltro introdotte specifiche previsioni finalizzate a delineare il modello comportamentale di quelle

⁸⁾ Si ritiene che lo svolgimento del *trading* algoritmico (in particolare della negoziazione algoritmica ad alta frequenza c.d. *high frequency trading*), se non adeguatamente regolamentato sarebbe potenzialmente in grado, da un lato, di agevolare condotte manipolative e, dall'altro, di consentire la trasmissione degli *shock* che colpiscono un determinato mercato ad altre sedi di negoziazione o comunque di aumentarne il c.d. effetto contagio, nella misura in cui le strategie di investimento utilizzate coinvolgano più piattaforme di *trading*. Per una ricostruzione dell'attività di negoziazione c.d. *high frequency trading* e delle problematiche ad essa connesse si veda l'attenta analisi condotta da LINCiano - TAROLA, *Il trading ad alta frequenza. Effetti e questioni di policy*, in *Bancaria*, 10, 2013, p. 20 e ss.

⁹⁾ Cfr. Considerando (44) della proposta di revisione della Direttiva MiFID (Proposta di Direttiva 2011/0298(COD)) attualmente rifluito nel Considerando (59) della Direttiva MiFID II.

¹⁰⁾ Gli orientamenti pubblicati dall'ESMA - recepiti in Italia attraverso l'emanazione da parte della Consob e della Banca d'Italia della Comunicazione congiunta del 30 aprile 2012 (cfr. anche la precedente Comunicazione Consob n. DME/120270714 del 4 aprile 2012) - perseguono lo scopo di assicurare un'applicazione uniforme e coerente delle disposizioni comunitarie in tema di sistemi e procedure di controllo previsti per le piattaforme di negoziazione e le imprese di investimento in un ambiente di negoziazione automatizzato. Sul punto occorre peraltro evidenziare che di recente, l'ESMA ha pubblicato il documento “*Automated Trading Guidelines - ESMA peer review among National Competent Authorities*” (18 March 2015 - ESMA/2015/592) nel quale sono contenuti gli esiti delle analisi condotte sullo stato di implementazione delle sopra richiamate linee guida da parte delle autorità di vigilanza e controllo di 30 Stati Membri UE e le ulteriori misure necessarie per pervenire ad una più adeguata ed armonizzata vigilanza sul *trading* elettronico ed automatico in ambito europeo.

¹¹⁾ Ai sensi di quanto disposto dall'art. 2 della Direttiva MiFID II le regole da essa stabilite non sarebbero applicabili a quei soggetti che svolgono l'attività di negoziazione per conto proprio e: (i) non sono *market maker*; (ii) non sono membri/partecipanti di una *trading venue* o non usufruiscono del *direct electronic access* ad una *trading venue*; (iii) non impiegano una tecnica di negoziazione algoritmica ad alta frequenza; ovvero (iv) non negoziano in conto proprio eseguendo ordini di clienti.

imprese di investimento che si avvalgono di algoritmi di negoziazione per l'implementazione di strategie di *market making* ⁽¹²⁾.

Per quanto riguarda invece la nozione di negoziazione algoritmica, nel testo finale del provvedimento che rivisita il quadro regolamentare in materia di mercati degli strumenti finanziari, il perimetro di questa attività è stato individuato in maniera molto ampia. Nell'ambito della fattispecie in esame viene ricompreso qualsiasi sistema di negoziazione in cui un algoritmo costruito tramite elaborazioni informatiche sia in grado di determinare in automatico, i parametri individuali degli ordini di investimento (quali ad esempio il momento di immissione dell'ordine, i tempi di esecuzione, il prezzo o la quantità dell'ordine) senza la necessità di alcun tipo di intervento umano da parte del disponente.

Dall'ambito di applicazione della negoziazione algoritmica vengono esplicitamente esclusi: (i) i sistemi telematici la cui finalità sia esclusivamente quella di identificare le *trading venues* a cui indirizzare gli ordini in un'ottica di *best execution*; (ii) i processi elettronici utilizzati per trattare ed inoltrare gli ordini senza che vi sia alcuna determinazione dei parametri che qualificano la singola disposizione operativa; (iii) i protocolli informatici che vengono impiegati per la conferma degli eseguiti delle istruzioni di negoziazione disposte dall'investitore. In altre parole, non rientrano nella nozione di negoziazione algoritmica tutti quegli applicativi e supporti informatici la cui operatività, seppur automatizzata, non è in grado di influire in maniera significativa sul processo di determinazione degli elementi che qualificano gli ordini di *trading*.

Per comprendere appieno il fenomeno di cui si discute occorre però muovere dalla considerazione per cui le tecniche algoritmiche non possono prescindere dalla funzionalità dei sistemi di negoziazione nell'ambito dei quali tali tecniche vengono impiegate. La nozione di "sistema di negoziazione" (c.d. *trading system*) assume quindi una significativa centralità nella comprensione dei tratti caratterizzanti il *trading* algoritmico.

Quest'ultimo, secondo quanto esplicitato dall'ESMA nel *Discussion paper* denominato "MiFID II/MiFIR" del 22 maggio 2014 (ESMA/2014/548) ⁽¹³⁾ avente ad oggetto le misure di implementazione della nuova normativa europea in materia di mercati, servizi e strumenti finanziari, può esplicitarsi in tanto in quanto sfrutti un c.d. "*trading system*"

¹²⁾ A tal proposito, le imprese di investimento che impiegano algoritmi di negoziazione per perseguire strategie di *market making* sono tenute ad esercitare tale attività: (i) in maniera continuativa nel corso di una fascia specifica dell'orario di negoziazione (ad eccezione di condizioni di mercato eccezionali) con il risultato di fornire liquidità su base regolare e prevedibile; (ii) sulla base di un accordo sottoscritto con la sede di negoziazione che delinea gli obblighi negoziali che l'impresa di investimento è tenuta ad assumersi per quanto attiene l'osservanza degli impegni di cui al precedente punto (i); (iii) implementando e mantenendo sistemi e procedure di controllo efficaci per assicurare il rispetto degli obblighi contenuti nell'accordo di cui al precedente punto (ii).

¹³⁾ Gli esiti di questo *Discussion Paper* sono peraltro confluiti nel *Consultation Paper* dell'ESMA "MiFID II/MiFIR" del 19 dicembre 2014 (ESMA/2014/1570).

ossia un ambiente informatizzato costituito da un insieme di regole, infrastrutture *hardware* e *software* e collegamenti elettronici che consentono l'elaborazione di informazioni dal mercato e la conseguente traduzione delle stesse in strategie di negoziazione di strumenti finanziari ⁽¹⁴⁾. E', peraltro, sottointeso che questa infrastruttura tecnologica debba essere condivisa da *trading venues*, membri e partecipanti delle suddette sedi di negoziazione nonché da qualsiasi sistema di esecuzione e gestione di ordini approntato dalle *trading venues* e dagli operatori di mercato ad esse collegati.

Una volta chiarito il contesto su cui si innesta il fenomeno in discussione, l'ESMA si sofferma ad individuare le peculiarità che devono riscontrarsi affinché ai sistemi di *trading* così come sopra qualificati possa associarsi l'appellativo "algoritmico".

La prima connotazione è relativa al grado di automatizzazione che deve necessariamente accompagnare il processo di trattamento, in senso lato, degli ordini del cliente. Secondo quanto emerge dal parere finale dell'ESMA denominato "*Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR*" del 19 dicembre 2014 (ESMA/2014/1569 - di seguito, il "*Technical Advice*"), tale caratteristica deve essere intesa in senso ampio e, quindi, non soltanto come capacità di generare in automatico le istruzioni di *trading* (*automated trading decision*), ma anche come modalità di ottimizzazione del processo di esecuzione degli ordini, generati in maniera automatica o meno (*optimisation of order-execution*). In considerazione di quanto appena esposto, secondo il parere dell'Autorità di vigilanza europea, l'assunzione di precise scelte investitorie da parte dell'utente non sarebbe di per sé in grado di escludere, *prime facie*, la prestazione dell'attività di negoziazione algoritmica.

Come corollario al requisito dell'automatizzazione, il sistema algoritmico non deve richiedere alcun intervento o fattore umano per la sua funzionalità. In particolare, l'ESMA ritiene che il coinvolgimento della persona fisica possa considerarsi limitato o assente qualora il sistema di *trading* sia capace di adottare autonome scelte in ogni fase del processo di esecuzione dell'ordine, sia con riferimento all'avvio, alla trasmissione o alla finalizzazione della disposizione di investimento.

Il *Technical Advice* offre, peraltro, degli spunti interpretativi anche per escludere alcune attività di *trading* automatico che sfruttano il canale *internet*, dalla forza attrattiva del *trading* algoritmico. L'ESMA ha infatti sottolineato che l'utilizzo di algoritmi che abbiano quale scopo esclusivo quello di mostrare all'investitore una particolare situazione di mercato ovvero il raggiungimento di un dato valore di negoziazione, quali

¹⁴⁾ In particolare l'Autorità di vigilanza europea ha evidenziato nel sopra richiamato *Discussion Paper* che "*Algorithmic trading can only take place through trading system*" (cfr. Part 4 - *Microstructural issues* - *Definition of "trading systems"*, p. 201).

ad esempio il “*pop-up trading*” o l’ “*alert trading*”, non rientrano nell’alveo della negoziazione algoritmica (¹⁵).

In tale contesto i c.d. “*Automated Order Routers*”, ossia quei sistemi di trasmissione degli ordini che consentono unicamente di stabilire in maniera automatizzata su quale *trading venue* l’ordine di negoziazione debba transitare, non ricadono nel campo di applicazione della negoziazione algoritmica. Di converso, rientrano nel perimetro applicativo della negoziazione algoritmica i c.d. “*Smart Order Routers*”, la cui funzionalità, nell’ambito del processo di ottimizzazione della fase di esecuzione degli ordini di investimento, consente l’elaborazione in automatico di uno o più parametri di investimento diversi dal semplice luogo di esecuzione (¹⁶).

3. L’equivoco del *mirror trading*

L’analisi e lo sviluppo delle tematiche che abbiamo illustrato per l’innanzi, si intersecano e, per certi versi, si sovrappongono alle annotazioni condotte da coloro che si sono soffermati ad indagare il fenomeno del *mirror trading*.

Secondo gli operatori del mercato, tale tecnica di negoziazione è assimilabile ad una strategia di *trading* passiva il cui scopo è quello di consentire ad investitori che non dispongano di specifiche competenze in materia finanziaria, di replicare in automatico le strategie di investimento e i relativi segnali operativi generati da soggetti terzi e divulgati attraverso *trading system* dedicate.

Il *mirror trading* rappresenta, quindi, il momento di congiunzione tra l’attività di negoziazione a distanza di strumenti finanziari per il tramite di apparecchiature telematiche e il “*social trading*”, ossia quella modalità di interazione con il mercato degli strumenti finanziari che sfrutta le potenzialità divulgative dei canali di comunicazione delle *community on-line* e dei *social network* per fornire ai propri iscritti - attraverso la pubblicazione delle strategie di *trading* elaborate da esperti del settore e delle relative *performance* - informazioni in merito alle decisioni di investimento più opportune da eseguire (¹⁷).

¹⁵) In proposito nel *Technical Advice* in questione l’ESMA afferma testualmente che “*the use of chart software which is programmed to chime or deliver a pop-up message whenever the price of a certain trading instrument intersects with the rolling average, without the automatically making a decision on issuing, amending or cancelling orders, is not seen as algorithmic trading*” (cfr. Part 5. *Micro-structural issues* - 5.1. *Algorithmic and high frequency trading (HFT)* - *Algorithmic trading: further specification of the definition*, p. 323).

¹⁶) Questi sistemi elettronici sono in grado, ad esempio, di frazionare un singolo ordine in più ordini ovvero riescono a determinare le tempistiche di trasmissione e di esecuzione di ciascuno di essi.

¹⁷) Questa particolare metodologia di negoziazione si fonda su due elementi o convincimenti psicologici fondamentali: da un lato il c.d. principio del “valore dell’intelligenza collettiva”, che consente alle varie strategie investitorie concepite e realizzate, di essere condivise e perfezionate da più individui appartenenti alla medesima cerchia collettiva, dall’altro, il principio della c.d. “economia della

La Consob, intervenuta sul tema con la comunicazione n. DIS/DIN/DTC/12062946 del 26 luglio 2012, ha precisato che il *mirror trading* consiste nell'automatica esecuzione di ordini di acquisto/vendita di strumenti finanziari (c.d. segnali di *trading*) proposti da soggetti terzi (c.d. fornitori di segnali) e selezionati dal cliente tra le liste presenti su una piattaforma *web* accessibile al pubblico. Il fruitore del servizio è esentato dal compiere alcuna specifica attività, in fase di trasmissione della decisione di investimento, nei confronti dell'intermediario negoziatore. In particolare, il *mirror trading* si configurerebbe ogniqualvolta l'intermediario raccolga i segnali operativi di esperti del settore selezionati da un cliente e ne assicuri l'esecuzione automatica in virtù di una specifica autorizzazione ad operare rilasciata dal cliente stesso nei confronti del negoziatore prescelto.

Conformandosi all'orientamento espresso dall'ESMA nel documento “*MiFID, Question and Answers - Investor Protection & Intermediaries*” del 22 giugno 2012 ⁽¹⁸⁾, la Consob, nella citata comunicazione del 26 luglio 2012, ha ritenuto che lo svolgimento di tale attività - implicante il potere-dovere del prestatore del servizio di esecuzione di ordini di tradurre i segnali di *trading* forniti da esperti del settore in operazioni dispositive a valere sui conti d'appoggio dei clienti - integri per l'intermediario che esegue in automatico i segnali di *trading*, la prestazione del servizio di gestione su base discrezionale ed individualizzata di portafogli di investimento. Sul punto l'Autorità di Vigilanza ha precisato che la riconducibilità di tale attività al servizio di investimento di gestione di portafogli non viene meno neppure nel caso in cui sia riconosciuta al cliente la possibilità di fissare a priori specifici parametri per le successive negoziazioni ⁽¹⁹⁾.

A parere degli Enti di supervisione sopra menzionati, lo svolgimento dell'attività di esecuzione automatica di segnali di *trading* proposti da soggetti terzi presupporrebbe, innanzitutto - analogamente a quanto avviene per il servizio di gestione di portafogli - il conferimento da parte del cliente di un “mandato” per mezzo del quale l'intermediario

reputazione” secondo cui l'affidabilità di un determinato *trader* cresce o diminuisce nel tempo in base ai risultati concreti che riesce a ottenere sui mercati.

¹⁸⁾ Cfr. ESMA, *MiFID Questions and Answers* (22 June 2012 | ESMA/2012/382) - *Question n. 9 “Automatic execution of trade signals”*. A livello europeo questo orientamento sembra, peraltro, essere stato di recente adottato anche dalla *Financial Conduct Authority* (FCA), l'autorità di vigilanza inglese. In particolare, nel documento “*one minute guide Financial Adviser on Copy trading in the CFD retail market*” - reperibile sul sito <http://www.fca.org.uk> - la predetta autorità di vigilanza ha ritenuto che non integrerebbero lo svolgimento del servizio di gestione di portafogli solamente quelle attività in cui “*the trade signals themselves are fully determined by the client himself who is required to set the detailed parameters for each signal/order/transaction, such as the precise market conditions that will trigger a particular signal (...)*”.

¹⁹⁾ La Consob ha, altresì, chiarito che nel caso in cui non sia prevista l'esecuzione automatica delle proposte di *trading*, la cui finalizzazione rimarrebbe pertanto nella piena discrezionalità del cliente-investitore, il *mirror trading* potrebbe integrare i requisiti propri della prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti ovvero la diffusione di raccomandazioni generalizzate, a seconda delle modalità di realizzazione dell'operatività in questione. Per talune brevi riflessioni sul *mirror trading* si veda GUFFANTI, *I confini del servizio di gestione di portafogli: la gestione con preventivo assenso ed il mirror trading*, in *Le Società*, 6, 2013, p. 683 e ss.

viene abilitato ad eseguire sul conto di negoziazione di riferimento del cliente le politiche di investimento ed i relativi *input* operativi prescelti dal medesimo investitore (ed i cui risultati, sia positivi che negativi, si riverberano direttamente sul patrimonio di quest'ultimo) ⁽²⁰⁾.

Nell'esecuzione del servizio di *mirror trading* sarebbero, altresì, rintracciabili gli elementi che intrinsecamente caratterizzano l'attività di gestione ossia la discrezionalità del gestore e la individualizzazione del servizio. In particolare, il requisito della "individualizzazione" (*rectius* della "personalizzazione") sarebbe rinvenibile nel fatto che il cliente è in grado di definire le peculiarità ed i limiti del "mandato" conferito al negoziatore, predeterminando le singole strategie di *trading* che intende replicare ⁽²¹⁾.

La discrezionalità dell'intermediario nella prestazione del *mirror trading* verrebbe, invece, individuata nel potere attribuito a quest'ultimo di eseguire in maniera automatica gli ordini di investimento generati dalle strategie di *trading* prescelte dal cliente. In altre parole il c.d. potere "discrezionale", tipico della gestione di portafogli, sarebbe insito e si realizzerebbe attraverso l'automaticità dell'esecuzione degli ordini di *trading* assicurata dall'intermediario negoziatore. La discrezionalità del gestore distingue dunque questo servizio di investimento da tutte quelle altre attività investitorie in cui l'esecuzione degli ordini di investimento deve, invece, essere preventivamente autorizzata dal cliente che conserva, conseguentemente, il controllo sull'operato dell'intermediario.

La qualificazione del servizio di *mirror trading* come gestione di portafoglio secondo l'orientamento formulato sia a livello europeo che a livello nazionale dai rispettivi organismi di vigilanza, se comporta il non trascurabile pregio di consentire agli investitori di poter operare in un contesto normativo estremamente orientato alla tutela dell'investitore ⁽²²⁾, pone tuttavia alcuni interrogativi sulla reale natura giuridica del

²⁰⁾ Per quanto attiene al richiamo all'istituto del mandato nella gestione di portafogli, si veda tra gli altri, LUCANTONI, *Nota a Tribunale di Biella, 5 aprile 2007, Banca borsa tit. cred.*, 2009, I, p. 76 secondo cui il mandato gestorio conferito dal cliente rappresenta uno dei presupposti per la prestazione del servizio di gestione di portafogli.

²¹⁾ Nel *mirror trading* il carattere della personalizzazione, risulterebbe comunque attenuato, analogamente a quanto avviene, all'atto pratico, nella maggior parte delle gestioni di portafogli in cui i gestori consentono ai propri clienti di scegliere una "linea di gestione" tra quelle già predefinite, in questo modo equiparando le specificità del singolo investitore a quelle di tutti gli altri soggetti che hanno compiuto la medesima scelta. Tale connotazione non risulta in contrasto con le specificità regolamentari del servizio di gestione di portafogli. Infatti il requisito dell'individualizzazione non deve essere inteso come "unicità" del servizio. Il risultato della "personalizzazione" si ottiene consentendo al cliente di impartire istruzioni specifiche al gestore ovvero di decidere di sostituire la linea di investimento inizialmente prescelta con un'altra. Sul punto si vedano le Comunicazioni Consob n. 98097005/1998 e n. 1027110/2001.

²²⁾ In questo caso trovano, infatti, applicazione le specifiche disposizioni contenute nel TUF e nel Regolamento Consob n. 16190/2007 (Regolamento Intermediari) in tema di adeguatezza, di contenuto minimo del contratto di gestione, di recesso, della facoltà di impartire istruzioni vincolanti e di rendicontazione della gestione.

fenomeno se verificata alla luce delle riflessioni condotte in materia di *trading* algoritmico.

4. Il *mirror trading* quale fenomeno innovativo del servizio di negoziazione di strumenti finanziari

Le riflessioni condotte in tema di *trading* algoritmico hanno evidenziato come questa particolare modalità di negoziazione consenta l'esecuzione degli ordini di investimento senza che sia richiesto alcun tipo di intervento umano da parte del disponente. L'automaticità con cui vengono eseguiti gli ordini di *trading* generati da un algoritmo di negoziazione, in ossequio ad una strategia investitoria predeterminata dal cliente, rappresenta dunque il tratto caratteristico di questa attività.

Sotto questo aspetto si è, però, avuto modo di osservare che la connotazione sopra richiamata non contraddistingue in via esclusiva la sola negoziazione algoritmica ma si rinviene anche come elemento qualificante del *mirror trading*. Infatti, anche in quest'ultimo contesto, attraverso l'esecuzione automatica degli ordini di investimento, ciascun cliente è in grado di replicare, sul proprio conto di negoziazione, i segnali di *trading* generati dai c.d. fornitori di segnali.

Più precisamente, in entrambe le attività oggetto di indagine, il processo di esecuzione degli ordini per la realizzazione della strategia di investimento prescelta non richiede alcun tipo di intervento da parte del cliente il quale, è tenuto semplicemente a stabilire i parametri o le impostazioni di *trading* sulla base dei quali verranno poi generati o replicati i segnali di negoziazione.

Da un punto di vista squisitamente operativo, è dunque evidente che gli schemi di funzionamento che connotano sia il *mirror trading* che il servizio di negoziazione algoritmica, presuppongono la condivisione di logiche e sistemi operativi che siano in grado di elaborare serie storiche o dati di mercato in tempo reale, al fine di generare, in automatico, impulsi ed indicazioni di *trading*. Ne consegue che le infrastrutture e le piattaforme di *mirror trading*, nella misura in cui risultano riconducibili a protocolli algoritmici di funzionamento, debbono essere inevitabilmente attratte nell'ambito del perimetro definitorio della negoziazione algoritmica⁽²³⁾.

Inquadrare l'attività di esecuzione automatica dei segnali di *trading* proposti da soggetti terzi come gestione di portafogli produce, inoltre, l'ulteriore effetto di restringere il campo di esercizio di tale attività solamente a quei soggetti operanti nel mondo del risparmio gestito, in grado di coniugare specifiche competenze in materia di analisi e gestione di portafogli, con attività professionali di supporto alla clientela ad alto valore aggiunto. In altre parole, tale inquadramento consente agli utenti finali di beneficiare della più stringente copertura regolamentare offerta dal servizio di gestione di portafogli e della più articolata organizzazione imprenditoriale dell'operatore abilitato, lasciando campo libero agli utenti nella selezione delle "migliori" strategie di investimento reperibili sul *web*.

²³⁾ Secondo l'angolazione visuale proposta nel testo, il *mirror trading* andrebbe considerato come una particolare tecnica di replica algoritmica di scelte di investimento fatte proprie dall'investitore ed eseguite in automatico a valere sulla piattaforma di negoziazione del *broker* di riferimento.

5. Conclusioni

L'impossibilità di addivenire ad una categorizzazione chiara ed univoca del servizio di *mirroring* associato alla negoziazione elettronica di ordini è causata principalmente dall'ambiguità di fondo che connota la funzionalità del *mirror trading* ma anche ed in via non secondaria dalle modalità operative attraverso le quali trova estrinsecazione il fenomeno oggetto di indagine.

E', infatti, evidente che la completa virtualità ed immediatezza di tutta la procedura di esecuzione degli ordini secondo i protocolli del *mirror trading* se da un lato costituisce il fattore principale di successo di un'attività che consente ai potenziali utenti di sfruttare una sorta di "conoscenza collettiva" delle dinamiche del *trading*, dall'altro abilita ciascun intermediario, in virtù delle tecnologie informatiche utilizzate, a poter offrire il servizio in questione attraverso molteplici schemi operativi.

In altre parole, l'automazione dei processi operativi fa sì che risulti estremamente difficile distinguere e qualificare il concreto apporto che l'intermediario conferisce nella funzionalità di "*mirroring*". In particolare, occorre verificare, caso per caso, se l'esecuzione automatica degli ordini di *trading* sia la diretta conseguenza dell'intervento dell'intermediario nella fase di assunzione delle scelte di investimento ovvero se la selezione delle strategie investitorie venga decisa a "monte" dall'investitore senza che vi sia alcun coinvolgimento da parte dell'intermediario il quale rimane estraneo alle valutazioni sull'operatività assunte dall'investitore ⁽²⁴⁾.

Il *mirror trading* sembra, dunque, muoversi - alla luce delle considerazioni svolte in precedenza - lungo una sottile linea di demarcazione che separa la negoziazione "assistita" o "collettiva", che sfruttando tecniche e sistemi algoritmici sembra sdoganare forme di socializzazione del *trading*, dalla gestione di portafogli vera e propria la quale viene in gioco sulla base di logiche interpretative più orientate a premiare la tutela e la salvaguardia degli interessi dei clienti.

Al di là di ogni sottile disquisizione giuridica sull'esatta identità regolamentare da assegnare al *mirror trading*, è necessario, tuttavia, compiere una valutazione più meditata sull'intrinseca natura di un fenomeno che presenta ambivalenze proprie tanto

²⁴) Quest'ultima conclusione sembrerebbe essere avvalorata dalle prassi operative adottate dai più importanti intermediari del settore i quali si limitano, ad eseguire gli impulsi di negoziazione generati, in maniera autonoma, dai vari sistemi dispositivi selezionati dal cliente. In altre parole, dall'analisi degli schemi operativi degli intermediari che hanno attivato la funzionalità di *mirroring* si evince come questi soggetti non rendano disponibili sul loro sito *internet* né le strategie di *trading* né tantomeno i segnali operativi ma, predispongono semplicemente un collegamento virtuale tra la loro piattaforma di negoziazione ed il sito *internet* terzo dedicato alla raccolta degli *input* di negoziazione. Secondo l'orientamento ESMA, invece, i connotati del *mirror trading* risulterebbero integrati nel caso in cui il fornitore del servizio "*sets up a websites which gives its clients the opportunity to choose one or more third parties that provide trade signals (listed on the websites)*".

del servizio di negoziazione di strumenti finanziari quanto del servizio di gestione di portafogli.

Sotto questo profilo, se focalizziamo l'attenzione sulla disciplina negoziale della relazione cliente/intermediario, il quesito che occorre smarcare è quale sia la concreta operazione economica che l'investitore intende realizzare nel momento in cui entra in contatto con un *broker* autorizzato al quale richiede l'attivazione del servizio di *mirroring* ⁽²⁵⁾. Tale indagine riveste un'importanza non secondaria.

Infatti, nel caso in cui l'intera operazione economica voluta dal cliente nell'abilitare il servizio di *mirror trading* consista nel beneficiare di un servizio di consulenza inscindibilmente connesso ed abbinato a quello di esecuzione degli ordini di negoziazione, è chiaro che tale attività, unitariamente intesa, assumerà – conformemente all'interpretazione fornita dalla Corte di Giustizia Europea – i connotati tipici del servizio di gestione di portafogli classicamente inteso e come tale dovrà essere formalizzato l'accordo cliente/intermediario ⁽²⁶⁾.

Viceversa, qualora l'interesse concreto che il cliente intende conseguire con la conclusione dell'"affare" è quello di beneficiare di sistemi e applicativi per la replica

²⁵⁾ Il discorso si ricollega inevitabilmente alla tematica della causa del contrattato ed, in particolare, al dibattito sorto in dottrina ed in giurisprudenza sull'evoluzione del concetto tradizionale di causa intesa come la "funzione economico sociale" da molti studiosi ritenuta ormai in crisi: tra i tanti SICCHIERO, *Tramonto della causa del contratto?*, in *Contr. impr.*, 2003, p. 106 e ss.; SACCO, *Il contratto*, tomo 1, in *Trattato*, Sacco, Torino, Utet, 1993, p. 635 e ss.

Sul punto ci si limita a ricordare come l'emersione della teoria della "causa in concreto" (*rectius* causa intesa come "funzione economico individuale" del contratto) consente all'interprete di cogliere la complessità delle operazioni poste in essere dai privati quando queste superino la ristretta dimensione rappresentata dal singolo atto e, conseguentemente, di poter dare rilevanza a tutti quegli interessi diversi tra loro che pur facendo parte della ragione sostanziale dell'affare vengono esclusi dal modello legale tipico prescelto dalle parti.

Questo risultato è reso possibile solamente attraverso l'esame della c.d. "operazione economica" sottostante al contratto, intesa quale categoria concettuale sovraordinata alla qualificazione negoziale attribuita all'atto di autonomia dai contraenti, che identifica una sequenza unitaria e composita che comprende al proprio interno il regolamento contrattuale, tutti i comportamenti che con esso si collegano per il conseguimento dei risultati voluti e la situazione oggettiva nella quale il complesso delle regole e gli altri comportamenti si collocano. Sulla correlazione e le interferenze tra il concetto giuridico di contratto e la nozione di operazione economica si veda, in particolare, GABRIELLI, *L'operazione economica nella teoria del contratto*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, fasc. 3, 2009, 905 e ss.; ROPPO, *Il contratto*, in *Trattato di dir. priv.*, a cura di Iudica-Zatti, 2001, p. 73 e ss.; BIANCA, *Diritto civile. Il contratto*, 3, Milano, Giuffrè, 2000, p. 425 e ss.

²⁶⁾ In particolare, con la sentenza n. C-44/11 del 19 luglio 2012, reperibile su www.dirittobancario.it, la Corte di Giustizia Europea, ha affermato che il servizio di gestione di portafogli risulta essere costituito da due distinte attività, la consulenza finanziaria associata alla custodia del patrimonio del cliente, da un lato, e l'acquisto e la vendita di titoli, dall'altra, che sono "a tal punto strettamente connessi da formare oggettivamente una sola prestazione economica la cui scomposizione avrebbe carattere artificiale". A parere della Corte, seppur questi due servizi di investimento possano essere forniti separatamente, "il cliente investitore medio, nell'ambito di una prestazione di gestione di portafoglio (...) ricerca proprio la combinazione di questi due elementi".

algoritmica di strategie di *trading*, è nell'ambito dei servizi esecutivi che l'operazione in questione dovrà collocarsi e, conseguentemente, il rapporto con l'intermediario di riferimento dovrà assumere la veste di un contratto di negoziazione a tutti gli effetti.

Se, dunque, il risultato perseguito dal cliente è quello di abilitare la propria piattaforma dispositiva per l'esecuzione di operazioni di negoziazione *on-line* con funzionalità di "*mirror trading*", appare poco congruente sotto il profilo dello schema causale del rapporto con l'intermediario, procedere ad una riqualificazione tipologica del servizio che tramuti l'attività puramente esecutiva effettivamente prestata in un servizio ad alto valore aggiunto quale la gestione di portafogli.

In conclusione, alla luce delle riflessioni condotte in precedenza, l'approccio che appare preferibile adottare nel tentativo di ricostruzione qualificatoria di fenomeni innovativi e dinamici del mercato finanziario, quali il *mirror trading*, è di rifuggire dall'ansia di ricondurre simili realtà operative all'interno di categorie giuridiche rigide e classificazioni statiche. Questo allo scopo di evitare di incorrere nell'errore di prospettiva di non cogliere appieno la mutevolezza del contesto economico-giuridico in cui queste attività si sono sviluppate e, conseguentemente, di non apprezzarne l'effettiva dimensione operativa ed i relativi risvolti di carattere giuridico.