

Position papers

DIVISIONE MERCATI

Ufficio Vigilanza Infrastrutture di Mercato

Isadora Tarola, Barbara Leoni, Monica Giliberti, Pietro Rizzo,
Martina Mosco, Donato Ivano Pace, Paola Ciccaglioni,
Francesca Tempestini, Francesco Amato, Rosanna Giammarile

Mappatura delle infrastrutture di negoziazione in Italia



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

L'attività di ricerca e analisi della Consob intende promuovere la riflessione e stimolare il dibattito su temi relativi all'economia e alla regolamentazione del sistema finanziario.

I **Quaderni di finanza** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di economia e finanza.

I **Discussion papers** ospitano analisi di carattere generale sulle dinamiche del sistema finanziario rilevanti per l'attività istituzionale.

I **Quaderni giuridici** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di diritto.

I **Position papers** sono documenti di consultazione su ipotesi di modifiche del quadro regolamentare o degli approcci di vigilanza.

Comitato di Redazione

Giovanni Siciliano (coordinatore), Francesco Adria, Simone Alvaro, Valeria Caivano, Monica Gentile, Nadia Linciano, Valerio Novembre, Paola Possenti, Isadora Tarola

Segreteria di Redazione

Eugenia Della Libera

Progetto Grafico

Studio Ruggieri Poggi

Consob

00198 Roma

Via G.B. Martini, 3

t 06.8477.1

f 06.8477612

e studi_analisi@consob.it

DIVISIONE MERCATI
Ufficio Vigilanza Infrastrutture di Mercato

Isadora Tarola, Barbara Leoni, Monica Giliberti, Pietro Rizzo,
Martina Mosco, Donato Ivano Pace, Paola Ciccaglioni,
Francesca Tempestini, Francesco Amato, Rosanna Giammarile

Mappatura delle infrastrutture di negoziazione in Italia

5

giugno 2014



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Indice

Premessa

Sezione I – Il contesto normativo di riferimento e l'evoluzione della *exchange industry* in Italia

Premessa

1. Mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione
2. I tratti distintivi dell'internalizzatore sistematico

Sezione II – Gli strumenti finanziari ammessi a negoziazione nelle diverse piattaforme di negoziazione

Sezione III – L'accesso ai mercati

1. Il contesto di riferimento e il quadro normativo e di vigilanza
2. I requisiti di ammissione e permanenza degli operatori sui mercati/sistemi
3. Il *direct market access* e l'accesso sponsorizzato

Sezione IV – Le modalità di negoziazione, la tipologia di ordini e i *market making scheme*

1. Le modalità di negoziazione e la tipologia di ordini
2. I *market making scheme* adottati dai mercati regolamentati e MTF italiani

Sezione V – Il regime di trasparenza pre e post-negoziazione

Premessa

1. La trasparenza pre-negoziazione
2. La trasparenza post-negoziazione

Sezione VI – I sistemi di controllo delle negoziazioni

Sezione VII – Le *fee structure*

Premessa

L'obiettivo del presente Rapporto è di delineare un quadro di sintesi unitario delle principali caratteristiche delle *trading venue* italiane, funzionale ad una mappatura delle stesse, al fine anche di effettuare una prima valutazione dell'impatto, a livello domestico, delle disposizioni contenute nella *Review* della Direttiva MiFID (MiFID II). Le aree di interesse sono state quindi individuate, da un lato, sulla base delle funzioni e delle attività svolte dalle *trading venue* ritenute rilevanti ai fini degli obiettivi di ordinato svolgimento delle negoziazioni, trasparenza e tutela degli investitori e, dall'altro, tenendo conto degli sviluppi che in tali aree si registreranno nel quadro della prossima MiFID II.

La mappatura ha avuto ad oggetto le *trading venue* italiane soggette – in tutto o in parte¹ – alla vigilanza della Consob. In particolare:

- ✓ **9 mercati regolamentati**, dei quali 6 gestiti da Borsa Italiana SpA e 3 gestiti da MTS SpA.

Tabella 1 – Mercati regolamentati

Mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana SpA	Mercati regolamentati gestiti da MTS SpA
1. Mercato Telematico Azionario ("MTA"); 2. Mercato telematico degli OICR aperti ed ETC ("ETFplus"); 3. Mercato telematico delle obbligazioni ("MOT"); 4. Mercato telematico dei <i>securitised derivatives</i> ("SeDeX"); 5. Mercato telematico degli <i>investment vehicles</i> ("MIV"); 6. Mercato degli strumenti derivati ("IDEM") per la negoziazione degli strumenti finanziari previsti dall'art. 1, comma 2, lettere f) e i), del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58.	1. Mercato Telematico all'ingrosso dei Titoli di Stato ("MTS"); 2. Mercato BondVision per la negoziazione via internet all'ingrosso di Titoli di Stato; 3. Mercato all'ingrosso delle obbligazioni non governative e dei titoli emessi da Organismi Internazionali partecipati da Stati ("MTS Corporate").

- ✓ **9 sistemi multilaterali di negoziazione (MTF)**, dei quali 3 gestiti da Borsa Italiana SpA, 1 da MTS SpA, 1 da EuroTLX Sim SpA, 2 da HI-MTF Sim SpA e 2 da E-MID Sim S.p.A.

Tabella 2 – Sistemi multilaterali di negoziazione (MTF)

MTF gestiti da Borsa Italiana SpA	MTF gestiti da MTS SpA	MTF gestiti da EuroTLX Sim SpA	MTF gestiti da HI-MTF Sim SpA	MTF gestiti da E-MID Sim S.p.A.
1. AIM Italia - Mercato Alternativo del Capitale 2. Extramot 3. Borsa Italiana Trading After Hours (TAH)	BondVision MTF	EuroTLX	1. Hi-Mtf Order driven 2. Hi-Mtf Quote driven	1. E-MIDER 2. E-MID Repo

¹ In particolare, occorre tenere presente le diverse disposizioni che nel TUF, di volta in volta facendo riferimento al soggetto gestore ovvero all'attività di gestione del mercato, assegnano diverse competenze di vigilanza:

- a) l'art. 74, 1° co., TUF laddove «la CONSOB vigila sui mercati regolamentati»;
- b) l'art. 76, 1° co., TUF nel quale viene indicato che «la Banca d'Italia vigila sui mercati all'ingrosso dei titoli di Stato»;
- c) l'art. 76, 2° co., TUF secondo il quale «la Banca d'Italia vigila sulle società di gestione dei mercati all'ingrosso dei titoli di Stato»;
- d) l'art. 63, 2° co., TUF laddove «la CONSOB approva le modificazioni del regolamento del mercato»;
- e) l'art. 63, 3° co., TUF secondo il quale l'approvazione delle modifiche al regolamento del mercato spetta alla «CONSOB, sentita la Banca d'Italia, per i mercati nei quali sono negoziati all'ingrosso titoli obbligazionari privati e pubblici, diversi dai titoli di Stato, nonché per i mercati nei quali sono negoziati gli strumenti previsti dall'articolo 1, comma 2, lettera b), e gli strumenti finanziari derivati su titoli pubblici, tassi di interesse e valute»;
- f) l'art. 7, 3° co., d.m. 22.12.2009, n. 216, secondo il quale è il Ministero dell'economia e delle finanze che, sentite la CONSOB e la Banca d'Italia, approva le modifiche al regolamento dei mercati all'ingrosso dei titoli di Stato. Nel complesso, appare emergere una tripartizione fra: 1) mercati al dettaglio, indipendentemente dagli strumenti finanziari negoziati; 2) mercati all'ingrosso di titoli di Stato; 3) mercati all'ingrosso di titoli obbligazionari privati e pubblici (diversi dai titoli di Stato) e mercati nei quali sono negoziati gli strumenti previsti dall'art. 1, 2° co., lett. b), e strumenti finanziari derivati su titoli pubblici, tassi di interesse e valute.

- ✓ **18 internalizzatori sistematici**, dei quali 17 operano su strumenti finanziari diversi da azioni quotate e 1 su azioni quotate.

Tabella 3 – Internalizzatori sistematici (IS)

Internalizzatori sistematici su strumenti finanziari diversi da azioni ammesse a negoziazione nei mercati regolamentati	Internalizzatori sistematici su azioni
1. Banca Carime Spa ✕ 2. Banca Akros Spa 3. Banca delle Marche Spa 4. Banca di Valle Camonica Spa✕ 5. Banca Imi Spa 6. Banca Mediolanum Spa 7. Banca Popolare Commercio e Industria Spa✕ 8. Banca Popolare dell'Emilia Romagna Sc 9. Banca Popolare di Ancona Spa✕ 10. Banca Popolare di Bergamo Spa✕ 11. Banca Regionale Europea Spa✕ 12. Banco di Brescia Spa✕ 13. Cassa di Risparmio di Loreto Spa 14. Invest Banca Spa 15. MPS Capital Services Banca per le imprese Spa 16. Ubi Banca Private Investment Spa✕ 17. Unipol Banca Spa	1. Fineco Bank Spa

✕ Gruppo UBI

Il complesso delle informazioni utilizzate nel presente Rapporto è il risultato di un'analisi condotta nel maggio 2013 attraverso anche le informazioni fornite direttamente dai gestori delle *trading venue* sopra indicate attraverso la compilazione di apposite schede informative². Nel dettaglio, le informazioni richieste ai gestori dei mercati regolamentati e ai sistemi multilaterali di negoziazione (in breve MTF) hanno avuto ad oggetto le seguenti aree di interesse: i) gli strumenti finanziari ammessi a negoziazione; ii) i partecipanti al mercato/sistema; iii) le condizioni e modalità di svolgimento delle negoziazioni; iv) la trasparenza pre e post-negoziazione; v) i sistemi di controllo delle negoziazioni; vi) i ricavi commissionali; vii) le *fee structure*. Le informazioni richieste ai gestori di sistemi di internalizzazione sistematica hanno riguardato le aree di cui ai punti sub i)-v).

La ricezione delle informazioni ha consentito di effettuare una prima sintesi e comparazione delle microstrutture esistenti e delle regole di cui i gestori si sono dotati, al fine di evidenziare gli elementi comuni a più *trading venue* e, allo stesso tempo, le peculiarità dei singoli sistemi.

Il presente Rapporto è organizzato come segue. Ad una preliminare rappresentazione del contesto normativo di riferimento della disciplina delle *trading venue* e dell'evoluzione della cosiddetta *exchange industry* negli ultimi anni (Sezione I), segue una panoramica degli strumenti finanziari ammessi a negoziazione nelle diverse piattaforme di negoziazione (categorie di strumenti finanziari, numero di titoli negoziati/numero di contratti/controllore negli anni 2012 e 2013 e nel primo trimestre 2014) (Sezione II). La Sezione III affronta il tema dell'accesso ai mercati, individuando le principali categorie dei partecipanti ai mercati nonché i requisiti di ammissione, permanenza e le regole di condotta adottate dai gestori delle *trading venue* in materia. La Sezione IV ripercorre le principali modalità di negoziazione, la tipologia di ordini e i *market making scheme* implementati dalle diverse *trading venue*. La Sezione V illustra i regimi di trasparenza pre-negoziazione e post-negoziazione (e le relative deroghe) concretamente implementati dalle piattaforme di

² Le informazioni contenute nel presente Rapporto fotografano le *trading venue* al maggio 2013. Taluni aspetti microstrutturali, pertanto, potrebbero aver subito dei cambiamenti per effetto delle modifiche intervenute alla regolamentazione adottata dalle *trading venue*, cui si rinvia per completezza informativa. I dati per le categorie di strumenti finanziari ammessi a negoziazione nelle diverse *trading venue* sono aggiornato al primo trimestre del 2014.

negoziiazione sia nel mondo delle azioni sia in quello degli strumenti finanziari diversi dalle azioni. La Sezione VI descrive i sistemi di controllo delle negoziazioni, con particolare riferimento ai meccanismi di sospensione automatica delle negoziazioni, alle *error trade policies* e ai presidi e controlli implementati nel rispetto delle Linee Guida ESMA in tema di *trading* automatizzato. Infine, la Sezione VII riporta le informazioni raccolte relativamente alle strutture commissionali (*fee structure*) adottate delle infrastrutture di negoziazione.

L'ottica del presente Rapporto è quella dell'analisi della microstruttura dei mercati così come definita nei regolamenti delle infrastrutture di negoziazione, quale risultato dell'attribuzione di poteri di autoregolamentazione al gestore del mercato. Le ragioni per tale attribuzione vengono tradizionalmente ricondotte: (a) all'aspettativa che la società-mercato produca regole migliori in quanto gli operatori coinvolti nella loro determinazione hanno la necessaria esperienza, (b) alla consapevolezza che i membri più facilmente rispettino le regole che loro stessi hanno contribuito a determinare; e (c) alla circostanza che i membri condividono i rischi finanziari e di reputazione che derivano dal fallimento della regolamentazione. La preoccupazione maggiore per un *regulator* è che l'obiettivo di massimizzazione del profitto esasperi i conflitti di interesse fra azionisti, emittenti, intermediari.

Appare opportuno osservare che l'approccio adottato nell'attività di vigilanza vede evidentemente la valutazione e la verifica dell'adempimento degli obblighi da parte dei soggetti vigilati. Tale attività non vuole di per sé essere guidata da finalità repressive in presenza di inadempimenti (ponendo, quindi, l'accento sull'efficacia di interventi *ex-post*) bensì essa vuole in via prioritaria prevenire il verificarsi di situazioni in grado di compromettere il raggiungimento degli obiettivi di trasparenza, ordinato svolgimento delle negoziazioni e tutela degli investitori. Pertanto, l'attività di vigilanza esplicita – pur mantenendo le caratteristiche rivenienti da precisi obblighi di controllo del puntuale e corretto adempimento degli obblighi previsti dall'ordinamento a carico dei soggetti vigilati – intende anche essere caratterizzata da un'importante funzione di orientamento, indirizzo e correzione dei comportamenti.

Sezione I – Il contesto normativo di riferimento e l'evoluzione della *exchange industry* in Italia

Premessa

La MiFID impone oggi ai mercati regolamentati e agli MTF una serie di obblighi in termini di organizzazione e gestione delle piattaforme di negoziazione. La direttiva amplia e rafforza la disciplina di tali sedi di negoziazione, caratterizzandosi per un maggior grado di dettaglio non solo nelle materie già a suo tempo affrontate dalla direttiva 93/22/CE (ISD) ma anche nelle aree soggette per la prima volta a regolamentazione comunitaria.

La gestione di un sistema multilaterale di negoziazione, pur compresa nell'elenco dei servizi di investimento, mantiene nei fatti elementi di notevole vicinanza con l'area dei mercati regolamentati. Ciò appare evidente anche dalla presenza di regole di condotta e di organizzazione del gestore di un MTF molto più simili a quelle di un gestore di un mercato regolamentato che non a quelle di un fornitore di servizi di investimento. E' in tale contesto che molteplici sono le disposizioni comunitarie che trovano applicazione, in maniera speculare, tanto ai mercati regolamentati quanto agli MTF. Si fa, in particolare, riferimento:

- a) al regime di trasparenza pre-negoziazione e post-negoziazione;
- b) alla necessaria presenza di regole di funzionamento chiare e trasparenti per consentire una negoziazione corretta ed ordinata;

- c) alla richiesta predisposizione di regole trasparenti, basate su criteri oggettivi, che disciplinano l'ammissione di strumenti finanziari alle negoziazioni e l'accesso degli operatori ai mercati;
- d) alla richiesta attività di controllo delle operazioni effettuate nei sistemi per identificare le condizioni di negoziazione anomale ed i comportamenti integranti abusi di mercato;
- e) alla necessaria predisposizione di dispositivi/procedure efficaci per controllare regolarmente il rispetto delle regole da parte degli utenti.

1. Mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione

La Direttiva MiFID fornisce, come noto le definizioni di “mercato regolamentato” e “sistema multilaterale di negoziazione”. Nonostante la direttiva si ponga quale obiettivo il riconoscimento e lo stimolo alla nascita e alla competizione di luoghi di negoziazione, essa appare contenere alcuni elementi di differenziazione in grado di incidere sul concreto dispiegarsi dell'obiettivo di *level playing field* perseguito dalla direttiva. In primo luogo, si conferma il ruolo privilegiato che i mercati regolamentati svolgono in tema di ammissione a negoziazione, considerando la rilevanza, anche di natura segnaletica, che riveste la richiesta di un'emittente di vedere i propri strumenti finanziari trattati su un mercato regolamentato. Peraltro, lo stesso 49° considerando della MiFID ricorda come l'autorizzazione a gestire un mercato regolamentato comprenda, fra le altre cose, l'attività caratterizzante di ammissione degli strumenti finanziari alle negoziazioni.

Per quanto le definizioni di sistema multilaterale di negoziazione e di mercato regolamentato siano formulate in modo abbastanza ampio, le stesse non riescono a “catturare” tutte le possibili sedi di negoziazione esistenti. In particolare, sfuggono all'ambito di applicazione della direttiva MiFID e, di riflesso, del TUF, quei sistemi di negoziazione che, pur dotati della multilateralità (pluralità di controparti), non incrociano gli ordini secondo regole di *matching* oggettive e predeterminate (come invece richiesto, già a livello di fattispecie, dalla definizione di MTF e di MR³), ma in modo discrezionale (ossia in base all'intervento del relativo gestore che decide di volta in volta come abbinare le proposte di vendita con quelle di acquisto). Rientrano, ad esempio, in tale ipotesi quei sistemi elettronici interni di messa a confronto utilizzati da imprese di investimento che eseguono gli ordini dei clienti a fronte di ordini di altri clienti (“*broker crossing system*”) in base a regole di priorità non prestabilite. E' proprio in tale area che la MiFID II interviene prevedendo la categoria delle *Organised Trading Facility* (OTF). Al riguardo, si rinvia al riquadro sulle prospettive a livello comunitario.

Le definizioni di sistema multilaterale di negoziazione e di mercato regolamentato consentono di tenere ben distinte tali fattispecie dall'attività di mediazione. Mentre, infatti, gli MTF e i mercati regolamentati sono sistemi di “negoziazione” (vale a dire sistemi nei quali gli interessi di vendita e di acquisto di strumenti finanziari si incontrano dando luogo ad un contratto), la mediazione consiste nel “mettere in contatto due o più investitori, rendendo così possibile la conclusione di un'operazione fra di essi”⁴: nella mediazione la conclusione del contratto è, dunque, solo eventuale e avviene al di fuori del servizio. Nonostante le differenze tra i sistemi di negoziazione e l'attività di mediazione siano chiare, la realtà si caratterizza per la presenza di fattispecie “ibride” ovvero che richiedono un utile approfondimento affinché sistemi di facilitazione dell'incontro di interessi di acquisto e di vendita, qualificabili come MTF, non eludano la relativa disciplina. Peraltro, la MiFID II interviene in tale specifico ambito chiarendo che - con riferimento agli strumenti finanziari *equity* e *equity-like* - le imprese di investimento che gestiscono “*an internal*

³ Per “regole non discrezionali”, come precisato nel cons. 6 della direttiva MiFID, si intendono quelle regole che « non lasciano all'impresa di investimento che gestisce un sistema multilaterale di negoziazione alcuna discrezionalità su come possano interagire gli interessi».

⁴ Cfr. considerando 20 della direttiva MiFID art. 1, co. 5-sexies, TUF.

matching system” e che realizzano il *matching* di ordini di clienti con altri ordini dei clienti, dovranno essere autorizzate come MTF.

2. I tratti distintivi dell’internalizzatore sistematico

In via preliminare occorre dar conto degli specifici criteri in concreto adottati dalle imprese di investimento per qualificarsi come internalizzatori sistematici (secondo la definizione dell’art. 1, comma 5-*ter*, TUF, di attuazione dell’art. 4, par. 1, n. 7, MiFID). La questione assume un notevole interesse in quanto, mentre la definizione delle altre *trading venue* (mercato regolamentato e sistema multilaterale di negoziazione) è individuata in modo abbastanza chiaro dalla legge, per gli internalizzatori sistematici i criteri identificativi tracciati dal legislatore europeo e nazionale sono abbastanza generici, in particolare per ciò che riguarda la “sistematicità”, in presenza della quale le imprese di investimento già autorizzate all’esercizio della negoziazione per conto proprio sono sottoposte ad una specifica disciplina, che prevede obblighi di trasparenza, nonché una più intensa vigilanza della Consob.

La problematica non riguarda di per sé la nozione di “internalizzatore” (che è definito, in modo chiaro, come colui che “negozia per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione”), ma dalla “sistematicità” di tale attività che deve avvenire “*in modo organizzato, frequente e sistematico*”. A tal fine l’art. 21, comma 1, del Reg. 1287/2006 (disciplina MiFID di II livello) si preoccupa di fornire i criteri per determinare le caratteristiche di frequenza, organizzazione e sistematicità: in particolare è previsto che l’attività deve:

- a) “*rivestire un ruolo commerciale importante ed essere condotta in base a regole e procedure non discrezionali*”;
- b) “*essere svolta da personale o mediante un sistema tecnico automatizzato destinato a tale attività, indipendentemente dal fatto che il personale o il sistema in questione siano utilizzati esclusivamente a tale scopo*”;
- c) “*essere accessibile ai clienti su base regolare e continua*”.

Gli stessi intermediari che intendono intraprendere l’attività di internalizzazione in modo sistematico sono chiamati a fornire, almeno quindici giorni prima dell’avvio dell’operatività, ogni documento utile dal quale emerga con chiarezza la sussistenza di tali requisiti (cfr. art. 21 Regolamento Consob n. 16191 in materia di mercati).

Nonostante lo sforzo del legislatore europeo, anche i criteri previsti dal Reg. 1287/2006/CE non risultano, tuttavia, sufficientemente stringenti e hanno trovato nella pratica diverse interpretazioni (soprattutto per ciò che riguarda il criterio di “ruolo commerciale importante”).

Sulla base delle informazioni raccolte attraverso le schede informative trasmesse agli internalizzatori sistematici, si rilevano i seguenti profili di interesse.

a) *Ruolo commerciale importante e attività condotta in base a regole e procedure non discrezionali*

La definizione di “ruolo commerciale importante” è il punto sul quale si registrano le maggiori diversità di interpretazioni. I vari criteri adottati dagli intermediari possono essere così individuati:

- *canali di negoziazione dello strumento finanziario*: alcuni intermediari fanno riferimento all'importanza della propria sede di negoziazione in relazione agli altri canali di negoziazione dello strumento finanziario. Per la maggior parte dei casi l'attività degli internalizzatori ha ad oggetto obbligazioni dagli stessi emesse e risultano dunque gli unici negoziatori dello strumento finanziario;
- *volumi di operatività per tipologia di strumento finanziario in relazione all'attività complessiva di negoziazione per conto del cliente svolta dall'intermediario*: alcuni internalizzatori considerano i propri volumi di operatività (numero ordini eseguiti e loro controvalore), per tipologia di strumento finanziario, in rapporto all'attività di esecuzione di ordini per conto dei clienti sulle diverse sedi di negoziazione;
- *volumi di operatività per tipologia di strumento finanziario in relazione all'attività complessiva di internalizzazione svolta dall'intermediario*: alcuni considerano i volumi di operatività i propri volumi di operatività (numero ordini eseguiti e loro controvalore), per tipologia di strumento finanziario, in rapporto all'attività di internalizzazione degli ordini;
- *rapporto di complementarità dell'attività di IS con gli altri servizi di investimento*: altri intermediari valorizzano invece, sotto un profilo qualitativo, il rapporto di complementarità dell'attività di internalizzazione in genere (svincolata da riferimento ad uno specifico strumento finanziario) rispetto agli altri servizi di investimento, in particolare quale strumento per assicurare la *best execution* nella negoziazione degli ordini della clientela (la propria sede di negoziazione entra nella strategia di esecuzione);
- *redditività dell'attività*: altri valorizzano l'importanza dell'attività sotto il profilo della relativa redditività (ricavi commissionali): all'interno di tale criterio c'è chi, però, mette in relazione la redditività dell'attività di IS rispetto ai ricavi dell'attività di una particolare tipologia di attività (es. negoziazione sui mercati) o un ramo di essa (es. negoziazione fuori mercato), chi invece fa un confronto con l'attività complessiva della società.

Una certa disomogeneità si registra anche per ciò che riguarda la presenza di regole e procedure non discrezionali. In primo luogo, si osserva che, alla luce di quanto dichiarato nelle schede pervenute, vi sono alcuni internalizzatori che sembrano ritenere soddisfatto il requisito alla luce della mera esistenza di una procedimentalizzazione dell'attività, altri invece si premurano di specificare anche il contenuto di tali regole, strutturate in modo da elidere la discrezionalità dell'internalizzatore sistematico. In secondo luogo, la disciplina dell'attività è contenuta in documenti che, a seconda dell'internalizzatore sistematico, hanno contenuto, struttura e numero diverso. Così, c'è chi ha raggruppato tutta la regolamentazione in un unico "regolamento", chi invece l'ha suddivisa in più documenti⁵, peraltro secondo criteri non uniformi.

b) Attività svolta da personale o da sistemi automatizzati destinati all'attività di internalizzazione sistematica

E' generalizzato l'utilizzo per lo svolgimento dell'attività di internalizzatori sistematici di specifici sistemi di negoziazione automatizzati, in particolare per ciò che riguarda la quotazione, la ricezione di ordini, il *matching*, la diffusione dell'informativa e, come dichiarato dalla maggior parte degli internalizzatori sistematici, per le procedure di *recovering*. Gli intermediari hanno altresì dichiarato di aver dedicato all'attività di internalizzatore sistematico anche personale in funzione di controllo, o in modo specifico creando appositi Comitati o ruoli ad hoc (o all'interno di strutture già esistenti).

⁵ Un internalizzatore sistematico cita, ad esempio, l'esistenza congiuntamente di un "Regolamento dell'internalizzatore sistematico", un documento su "Criteri di esecuzione degli ordini su titoli negoziati sull'IS", di una "Procedura di ammissione, sospensione ed esclusione dalla negoziazione di titoli...", di un "Processo IS", di una "Procedura di controllo di coerenza dei prezzi...".

c) *Attività accessibile ai clienti su base regolare e continua*

Se ogni internalizzatore sistematico ha dichiarato di prevedere un accesso alla clientela regolare e continuativo, diverse sono le soluzioni in concreto adottate. Di seguito, in sintesi, le regole sulle giornate di operatività e sugli orari di negoziazione:

- *giornate di operatività*: 1) giornate di operatività del sistema TARGET (ma si fa salva la possibilità di diverse disposizioni del Comitato di Mercato); 2) giorni di apertura al pubblico delle filiali; 3) giorni lavorativi; 4) giorni di apertura dei mercati di riferimento sugli strumenti finanziari oggetto di riferimento; 5) calendario specifico individuato dall'IS;
- *orari di negoziazione*: 1) 09⁰⁰-18⁰⁰; 2) 08³⁰-17³⁰; 3) 09⁰⁰-16³⁰ (possibilità di variazione preventivamente comunicate: per giornate prefestive); 4) orari di negoziazione dei mercati di riferimento sugli strumenti finanziari oggetto di riferimento; 5) calendario specifico.

Riquadro 1

Le prospettive a livello comunitario

La MiFID II/MiFIR affronta in chiave innovativa i temi legati al *level playing field* fra mercati regolamentati e MTF, ai sistemi di incrocio degli ordini che non appaiono oggi ricadere nelle tipologie di *trading venue* disegnate dalla MiFID nonché alla definizione dell'attività di internalizzazione sistematica.

Di particolare rilievo in prospettiva:

- a) l'introduzione della "trading obligation" per le azioni. Le imprese di investimento hanno l'obbligo di concludere nei mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione (MTF), internalizzatori sistematici (IS) o *trading venue* di paesi terzi riconosciuti ai sensi della MiFID II le transazioni (in conto proprio ovvero per conto dei clienti) su azioni ammesse a negoziazione su un mercato regolamentato o negoziate su una *trading venue*. Tale obbligo non si applica ove vi siano "ragioni legittime" per lo svolgimento di un'attività di negoziazione al di fuori delle cennate sedi di negoziazione/esecuzione degli ordini. Sono da considerare "ragioni legittime": (i) la natura non sistematica, *ad hoc*, irregolare ed infrequente delle transazioni OTC; (ii) situazioni nelle quali le transazioni sono effettuate fra "*eligible or professional counterparties*" e non contribuiscono al processo di formazione dei prezzi. L'ESMA, attraverso misure di Livello 2, dovrà definire quali operazioni non contribuiscono alla *price formation*. Viene, inoltre, precisato che – con riferimento agli strumenti finanziari *equity* e *equity-like* - le imprese di investimento che gestiscono "*an internal matching system*" e che realizzano il *matching* di ordini di clienti con altri ordini dei clienti, dovranno essere autorizzate come MTF;
- b) l'introduzione di una nuova tipologia di piattaforma di negoziazione, denominata "Organised Trading Facility" (OTF). Tale tipologia dovrebbe "catturare" i sistemi (diversi da un mercato regolamentato e da un MTF) gestiti da imprese di investimento o da società di gestione di mercati regolamentati, nei quali si incontrano molteplici interessi di acquisto e di vendita di terzi su strumenti finanziari. L'obiettivo è quello di regolamentare tutti i possibili sistemi di negoziazione, inclusi quelli che oggi non corrispondono a nessuna delle *trading venue* definite dall'attuale MiFID. Fra gli elementi distintivi di tale nuova piattaforma vi è la circostanza che (al contrario dei mercati regolamentati e degli MTF) gli OTF operano sulla base di un approccio discrezionale nelle modalità di esecuzione delle transazioni. La disciplina prevede l'applicazione del regime degli OTF al solo mondo *non-equity* (obbligazioni, prodotti di finanza strutturata, *emission allowances*, derivati), il divieto per il gestore di un OTF di operare in conto proprio (fatta salva l'operatività su titoli del debito sovrano) e l'apertura ad

un'operatività “*matched principal trading*”⁶ limitatamente a obbligazioni, prodotti di finanza strutturata, quote di emissioni nonché alcuni tipi di derivati e sia eseguito solo in presenza del consenso del cliente;

- c) l'introduzione di una definizione di maggiore dettaglio per gli internalizzatori sistematici. Attualmente la MiFID definisce un internalizzatore sistematico (IS) come “*un'impresa di investimento che in modo organizzato, frequente e sistematico negozia per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione*”. Il Regolamento di attuazione n. 1287/2006 completa la definizione con una serie di criteri “qualitativi” (es. il ‘*material commercial role*’, regole non discrezionali, personale dedicato etc.). Tale definizione è strumentale poi all'implementazione di uno specifico regime di trasparenza *pre-trade* sulle azioni ammesse a negoziazione nei mercati regolamentati europei. La MiFIR modifica la disciplina sotto due aspetti principali: (I) *Strumenti finanziari che rientrano nell'ambito di applicazione*. Gli IS verranno qualificati in quanto tali rispetto alla loro operatività non solo sulle azioni ammesse a negoziazione nei mercati regolamentati europei ma anche avendo riguardo: (i) agli strumenti *equity-like* e agli strumenti *non-equity*; (ii) agli strumenti finanziari negoziati sugli MTF e, nel caso degli strumenti *non-equity*, anche a quelli negoziati sugli OTF di futura introduzione; (II) *La definizione di internalizzatore sistematico*. L'attuale definizione viene integrata con la previsione di indicatori “quantitativi” per valutare la natura ‘*frequente e sistematica*’ e la ‘*base sostanziale*’ dell'attività di internalizzazione. In particolare, la base ‘*frequente e sistematica*’ verrà misurata in relazione alle transazioni eseguite OTC in conto proprio dall'impresa su uno strumento finanziario; la base ‘*sostanziale*’ verrà misurata sulla base di uno dei due seguenti criteri: (i) la dimensione delle negoziazioni OTC eseguite in conto proprio dall'impresa rispetto al totale delle negoziazioni che la stessa ha eseguito su uno strumento finanziario; (ii) il trading OTC eseguito dall'impresa rispetto al *trading* totale eseguito sullo strumento finanziario nell'Unione Europea. Peraltro, è stata prevista un'opzione di *opt-in*, sulla base della quale un'impresa di investimento può decidere su base volontaria di sottoporsi alla disciplina degli IS, anche se non soddisfa tutti o nessuno dei requisiti quantitativi individuati.

Le disposizioni comunitarie nelle aree sopra menzionate saranno oggetto di ulteriore specificazione nell'ambito delle misure di Livello 2 (*advice* dell'ESMA alla CE ovvero l'emanazione da parte dell'ESMA stessa di *regulatory/implementing technical standards*).

Sezione II – Gli strumenti finanziari ammessi a negoziazione nelle diverse piattaforme di negoziazione

Le informazioni raccolte permettono di avere un quadro di sintesi della natura e del numero di strumenti finanziari negoziati, del numero di contratti conclusi e del controvalore negoziato sulle *trading venue* italiane. Le Tabelle 1 e 2 forniscono un quadro di tali grandezze con riferimento, rispettivamente, agli scambi conclusi nei mercati regolamentati e negli MTF nonché sugli internalizzatori sistematici sulla base delle informazioni raccolte attraverso le cennate schede informative compilate dalle *trading venue*.

L'analisi dei dati forniti dalle *trading venue* per le diverse categorie di strumenti finanziari (e relativi alle negoziazioni concluse su mercati regolamentati e MTF nel primo trimestre 2014, quelli complessivi del 2012

⁶ Transazione che si realizza con l'interposizione, fra l'acquirente e il venditore, di un “facilitatore”, il quale conclude la transazione senza risultare esposto al rischio di mercato e ricevendo soltanto una commissione o riconoscimento di altro tipo, quindi senza lucrare un profitto/subire una perdita.

e del 2013) evidenziano, da un lato, una diminuzione degli scambi delle obbligazioni convertibili e dei Futures su azioni e, dall'altro, un tendenziale aumento delle negoziazioni di obbligazioni dei mercati emergenti, ETF e ETC, certificati e opzioni su indice.

Tabella 4 – Mercati regolamentati e MTF

Categorie strumenti finanziari	Numero strumenti finanziari	Numero contratti *			Controvalore		
	al 31 marzo 2014	2012	2013	Gen - Mar 2014	2012	2013	Gen - Mar 2014
Azioni	583	58.568.129	57.120.281	18.120.460	509.698,6	543.718,38	183.398,41
Obbligazioni bancarie	4.135	2.612.742	2.463.864	605.864	49.601,7	48.128,93	12.623,9
Obbligazioni corporate	2.253	761.557	607.030	167.107	30.681	18.519,26	6.042,77
Obbligazioni finanziarie	2.533	287.427	261.703	58.685	13.317,6	14.791,55	3.065,89
Obbligazioni sovranazionali/agency	916	131.615	153.965	55.704	4,084	9.020,17	2.338,67
Obbligazioni mercati emergenti	81	6.564	16.971	16.813	182,7	328,6	185,8
Obbligazioni convertibili	8	95.257	38.185	5.111	1.206	602,7	87,34
Titoli di Stato	1.156	7.043.831	6.326.925	1.491.046	1.574.899,1	2.073.781	808.638,7
ETF e ETC	1.120	2.810.215	2.786.718	824.998	60.489,3	66.374,59	19.823,68
Certificati	737	55.869	158.531	58.206	910,3	2.272,80	837,3
Fondi chiusi	26	52.316	56.648	24.763	126,1	150,56	105,68
Warrant	30	158.965	62.048	32.206	100,2	50,24	33,05
Diritti	2	680.798	142.407	61.637	10.667	54,00	121,32
Futures su indice + Futures su FTSE MIB Dividend	/	5.943.504	6.537.910	1.959.719	442.989,7	553.625,52	197.863,87
MiniFutures su indice + MiniFutures su FTSE 100	/	2.881.040	2.785.314	907.763	42.738,5	47.553,77	18.269,81
Futures su azioni + Futures su azioni paneuropee	87	5.536.687	927.542	152.656	13.563	2.685,52	249,49
Futures su energia	/	MWH 13.819.807	MWH 30.549.933	MWH 4.546.368	1.021	1.911,84	259,98
Futures su grano duro	/	/	15.050 ton.	1.050 ton.	/	4,2	0,28
Opzione su indice	/	2.857.034	3.274.234	1.057.317	107.231,6	139.277,81	53.225,43
Opzioni su azioni	57	19.732.822	18.965.858	6.493.447	41.004,1	45.950,34	17.386,02

* Contratti standard nel caso di strumenti finanziari negoziati sul mercato IDEM

I dati forniti dagli internalizzatori sistematici con riferimento al primo trimestre 2014 mostrano, al contrario di quanto rilevato per i mercati regolamentati e gli MTF, una maggiore differenziazione con i volumi relativi all'anno precedente. Gli strumenti finanziari maggiormente scambiati in tale sede rimangono le obbligazioni bancarie e, in particolare, le obbligazioni emesse da Società del Gruppo di appartenenza. Con riferimento ai trend rilevabili dal confronto tra i dati relativi al 2012, al 2013 e al primo trimestre del 2014 riferiti all'attività condotta sui sistemi di internalizzazione sistematica si segnalano, soprattutto, il deciso aumento degli scambi aventi ad oggetto ETF/ETC, derivati e derivati OTC.

Tabella 5 - Internalizzatori sistematici

Categorie strumenti finanziari	Numero strumenti finanziari	Numero contratti			Controvalore		
	Gen - Mar 2014	2012	2013	Gen - Mar 2014	2012	2013	Gen - Mar 2014
Azioni	44	3.684.245	1.997.662	403.855	62.113,24	47.443,52	10.378
Titoli di Stato	481	65.110	54.000	22.518	1.758,37	1.731,57	780,14
Obbligazioni emesse da società del Gruppo di appartenenza	964	251.315	248.970	36.480	359.396	187.853,37	26.576,08
Obbligazioni Bancarie	512	117.583	90.077	18.004	813.443,96	1.519,71	342,40
Obbligazioni corporate	199	9.253	5.225	1.443	214,44	100,62	24,25
Obbligazioni sovranazionali	149	7.352	3.971	1.145	165,37	86,07	25,81
Derivati	21	4.239	16.836	4.460	41,49	170,806	44,47
Derivati OTC	467	464.374	1.981.569	691.126	3.047	11.063	5.701
ETF/ETC	0	3.176	39.849	7.853	39,11	493,55	100,8

In termini di frammentazione degli scambi, sulla base di analisi condotte sui dati trasmessi periodicamente dalle *trading venue*, si osserva un sufficiente - e nel tempo crescente - grado di frammentazione degli scambi sugli strumenti obbligazionari (*corporate* e titoli di stato) nel mercato domestico. Il mercato azionario risulta ancora caratterizzato da un elevato grado di concentrazione degli scambi sul mercato regolamentato MTA. La frammentazione degli scambi riguarda principalmente i titoli negoziati su mercati regolamentati e sistemi

multilaterali di negoziazione, laddove vi è un maggiore grado di concentrazione degli scambi sui titoli negoziati sugli internalizzatori sistematici, a conferma che la maggior parte di quest'ultimi fornisce liquidità sul mercato secondario per le obbligazioni emesse dai gruppi ai quali appartengono.

Un'analisi della natura e del numero di titoli ammessi a negoziazione nei sistemi di internalizzazione sistematica pone in evidenza il peso significativo del numero di strumenti finanziari appartenenti alle società del gruppo dell'internalizzatore sistematico rispetto al totale degli strumenti finanziari. In media, gli internalizzatori sistematici vedono una quota dell'86% di strumenti finanziari del gruppo rispetto al totale degli strumenti finanziari trattati sul sistema, con un unico internalizzatore con una quota di circa il 10% e un numero significativo di internalizzatori vicino al 100%.

Sezione III – L'accesso ai mercati

1. Il contesto di riferimento e il quadro normativo e di vigilanza

Il rapporto che lega gli intermediari ai gestori delle piattaforme di negoziazione è un rapporto di tipo privatistico che, tuttavia, essendo strumentale all'investimento del risparmio, assume connotati di interesse pubblicistico.

Fra le novità introdotte a suo tempo dalla MiFID, si segnala la possibilità data ai gestori di piattaforme di negoziazione di ammettere ai sistemi gestiti dei soggetti diversi dagli intermediari autorizzati (non finanziari e/o extra-comunitari) nel rispetto di alcune condizioni di carattere generale individuate dalla stessa direttiva⁷. La materia riveste grande importanza non solo per le opportunità che offre ai gestori delle piattaforme di negoziazione ma anche per i potenziali effetti negativi che, in presenza di una mancata chiarezza delle disposizioni regolamentari, una politica eccessivamente "flessibile" in materia potrebbe determinare. Si segnala, inoltre, la previsione in base alla quale ciascuno Stato membro, senza imporre ulteriori obblighi amministrativi o di legge, consente ai mercati regolamentati degli altri Stati membri di dotarsi nel suo territorio di dispositivi appropriati per facilitare l'accesso e la negoziazione degli operatori nazionali. Il TUF ha recepito le menzionate previsioni (vedi articoli 25 e 67), disciplinando quindi anche le ipotesi di adesione di operatori extracomunitari ai mercati italiani e di estensione dell'operatività di un mercato regolamentato italiano in Stati extracomunitari. A fronte delle più ampie possibilità di accesso ai mercati, introdotte dalla direttiva MiFID, l'art. 67, comma 5-*quater*, del TUF, ha tuttavia previsto che i partecipanti comunitari in via remota siano assoggettati, al pari dei soggetti abilitati, ai poteri informativi ed ispettivi della Consob (o, in base alle relative competenze, della Banca d'Italia)⁸.

⁷ Tale novità è stata recepita nell'ambito dell'art. 25 TUF in materia di accesso degli operatori ai mercati regolamentati. Secondo quanto previsto dall'art. 25, comma 2, TUF «possono accedere ai mercati regolamentati, tenuto conto delle regole adottate dalla società di gestione ai sensi dell'art. 62, comma 2, soggetti diversi da quelli di cui al comma 1 del presente articolo, alle seguenti condizioni: a) soddisfano i requisiti di onorabilità e professionalità; b) dispongono di un livello sufficiente di competenza e capacità di negoziazione; c) dispongono di adeguati dispositivi organizzativi; d) dispongono di risorse sufficienti per il ruolo che devono svolgere». Il rinvio poi alla disciplina individuata per i mercati regolamentati effettuato dalla MiFID, per quanto attiene alla materia dell'accesso degli operatori ai sistemi multilaterali di negoziazione, ha trovato recepimento nell'ordinamento italiano all'art. 19, comma 1, lett. c), regolamento Consob 16191/07.

⁸ Anche in questo caso, l'intento è quello di assicurare parità di trattamento nei confronti di tutti i partecipanti al mercato e munirsi al contempo di strumenti adeguati a preservare l'integrità dei mercati. In occasione del recepimento della MiFID, è stato in effetti da più parti sottolineato come, con il venir meno della centralità dei mercati, particolare attenzione va prestata al rischio che, in ragione della maggiore sostituibilità fra *trading venue*, si riduca l'interesse degli intermediari a preservare l'integrità del mercato. Nel caso dei partecipanti remoti la Consob, o, a seconda dei casi, la Banca d'Italia, sono tenute a informare dell'esercizio dei suddetti poteri l'autorità competente dello Stato membro d'origine.

L'assetto disegnato dalla vigente disciplina in ambito nazionale è tale per cui la fase dell'autorizzazione/abilitazione degli intermediari e il conseguente accesso alla negoziazione sui mercati, in conto proprio o in conto terzi, è modulata secondo una distinta attribuzione di competenze e di funzioni alle autorità di controllo e alle società di gestione del mercato. L'autorizzazione allo svolgimento dei servizi di investimento richiesti, avviene ad opera dell'Autorità di vigilanza ed è retta dai principi stabiliti nella legge e dalle norme di attuazione contenute nel Regolamento n. 16190/2007 ("Regolamento Intermediari"). La concreta ammissione alle negoziazioni, in conto proprio o conto terzi, avviene invece ad opera del gestore del mercato ed è disciplinata dalle regole adottate dalle trading venue, sottoposte ad approvazione/verifica della Consob.

Anche per quanto attiene alla vigilanza nel continuo, il gestore della *trading venue* essenzialmente verifica il rispetto delle regole da essa poste, mentre l'Autorità vigila sull'attività degli intermediari finanziari onde garantire trasparenza, tutela agli investitori e integrità ai mercati.

La disamina condotta nei successivi paragrafi tiene conto della circostanza per la quale parte della competizione post-MiFID fra *trading venue* avviene anche sul piano della maggiore o minore convenienza offerta agli operatori di negoziare sulle varie piattaforme, al di là delle politiche tariffarie praticate.

Le informazioni raccolte dalle *trading venue* sulla natura dei partecipanti alle negoziazioni, distinti per "status regolamentare" hanno riguardato le quattro categorie di i) banche e SIM italiane ii) banche ed imprese di investimento estere con succursale in Italia,iii) banche ed imprese di investimento estere "remote member" iv) operatori diversi dai soggetti abilitati ammessi alle negoziazioni ai sensi dell'art. 25, comma 2 del TUF.

Tabella 6 - Tipologia dei partecipanti ai principali mercati ed MTF italiani (al 28 febbraio 2014)

Tipologia trading venue	Nome mercato/sistema	Tipologia partecipanti ai mercati/MTF italiani			
		Banche e SIM italiane	Banche ed imprese di investimento estere con succursale in Italia	Banche ed imprese di investimento estere "remote member"	Operatori diversi dai soggetti abilitati
Mercati regolamentati	MTA (BIT)	40%	1%	56%	3%
	MIV (BIT)	43%	2%	55%	-
	DomesticMOT (BIT)	74%	2%	24%	-
	EuroMOT (BIT)	80%	3%	17%	-
	ETFPlus (BIT)	40%	2%	54%	4%
	Sedex (BIT)	60%	3%	37%	-
	IDEM Equity (BIT)	41%	2%	54%	3%
	IDEX (BIT)	20%	-	20%	60%
	AGREX (BIT)	80%	-	-	20%
	MTS Corporate e Mercato Telematico all'Ingrosso dei Titoli di Stato (MTS)	52%	2%	44%	2%
	Mercato BondVision (MTS)	16.50%	0.50%	45%	38%
Sistemi multilaterali di negoziazione	TAH (BIT)	81%	4%	15%	-
	AIM Italia/MAC (BIT)	96%	4%	-	-
	ExtraMOT (BIT)	83%	3%	14%	-
	EuroTLX (EuroTLX Sim)	72%	5%	23%	-
	HI-Mtf Order driven (HI-MTF Sim)	86%	14%	-	-
	HI-Mtf Quote driven (HI-MTF Sim)	100%	-	-	-
	BondVision Corporate (MTS)	16.50%	0.50%	45%	38%

* Le percentuali sono calcolate sul totale dei partecipanti di ciascuna trading venue.

Dalle evidenze ricevute si osserva:

- una significativa presenza di banche ed imprese di investimento estere "*remote member*" nella maggior parte dei segmenti gestiti da uno dei mercati regolamentati ;
- una significativa presenza di operatori diversi dai soggetti abilitati ammessi alla negoziazione nel mercato regolamentato "all'ingrosso" e nel rispettivo sistema multilaterale di negoziazione nonché una significativa presenza anche in uno dei segmenti del mercato regolamentato
- la natura di sistema prevalentemente accessibile ai soli clienti dell'intermediario per quanto riguarda gli internalizzatori sistematici. Solo alcuni internalizzatori registrano l'accesso (peraltro limitato nel numero) al sistema da parte di altri intermediari, con l'unica eccezione di un internalizzatore che ne ha un numero significativo.

2. I requisiti di ammissione e permanenza degli operatori sui mercati/sistemi

2.1 Mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione

I Regolamenti adottati dalle società di gestione di mercati regolamentati disciplinano - ai sensi dell'art. 62, comma 3 del TUF - sia l'accesso degli operatori al sistema (secondo regole trasparenti, non discriminatorie e basate su criteri oggettivi) sia gli obblighi di condotta che derivano dall'ammissione alle negoziazioni. Allo stesso modo, le società di gestione di sistemi multilaterali di negoziazione sono tenute, ai sensi dell'art. 77-*bis* del TUF e dell'art. 19 del Regolamento Consob in materia di mercati, a predisporre regole trasparenti, basate su criteri oggettivi, che disciplinano l'accesso al sistema.

Le *trading venue* italiane dettano i requisiti per l'ammissione degli operatori ai mercati all'interno di ciascun regolamento del mercato distinguendo tra requisiti generali (applicabili alla totalità degli operatori) e requisiti aggiuntivi (dettati per categorie specifiche di soggetti e per chi intenda porsi sul mercato in qualità di *market maker* o *specialist* supportandone la liquidità).

L'analisi fa emergere una sostanziale omogeneità nei requisiti generali. Questi ultimi fanno, in particolare, riferimento:

- a) all'adeguatezza dei dispositivi organizzativi, dei sistemi tecnologici o, più in generale, della capacità professionale, tecnologica e organizzativa⁹;
- b) alla qualificazione professionale degli addetti;

⁹ I Regolamenti di tutti i Mercati gestiti da Borsa Italiana (sia mercati regolamentati sia MTF) prevedono come requisito per l'ammissione "*l'adeguatezza dei sistemi tecnologici utilizzati per lo svolgimento dell'attività di negoziazione e per le attività connesse anche in termini di compatibilità con le strutture del mercato*", specificando che tali sistemi possono essere affidati in *outsourcing* a società terze e/o gestiti tramite un Centro Servizi. Il Regolamento del mercato regolamentato MTS *Corporate*, gestito da MTS, detta il requisito dell'adeguatezza dei dispositivi organizzativi. Il Regolamento del sistema multilaterale EuroTLX stabilisce che gli operatori che chiedono l'ammissione devono possedere adeguata capacità professionale, tecnologica e organizzativa tale da garantire il regolare svolgimento delle funzioni di negoziazione, *brokerage*, liquidazione e controllo. Ulteriori e specifiche misure organizzative e tecnologiche (come, ad esempio, *audit trail*, identificativo ordine) sono richieste per operare con modelli di *client servicing* o *client facilitation on principal basis* o *on riskless principal basis*. HI-MTF stabilisce che gli aderenti al sistema devono possedere capacità professionali, tecnologiche ed organizzative adeguate ad assicurare il corretto e ordinato svolgimento delle negoziazioni e un'efficace gestione dei sistemi di controllo dei prezzi, della frequenza e della quantità delle proposte di negoziazione in acquisto e/o vendita. E-MID dispone che per essere ammessi alle negoziazioni gli operatori devono dimostrare di disporre di adeguati dispositivi organizzativi per lo svolgimento dell'attività di negoziazione nel mercato e di esecuzione dei contratti (e-MID Repo) e di essere dotati delle apparecchiature e di quanto altro occorrente per l'operatività nell'MTF (e-MIDER),

- c) all'implementazione di procedure interne di controllo dell'attività di negoziazione;
- d) alla predisposizione di adeguate procedure di compensazione, garanzia e liquidazione;
- e) all'adesione, diretta o indiretta, ai servizi di liquidazione, compensazione e garanzia delle operazioni;
- f) alla presenza di un referente/*compliance officer*;
- g) alla previsione di un patrimonio netto di vigilanza;

Nella Tabella che segue sono sintetizzati i requisiti di ammissione previsti da alcuni Regolamenti per determinate categorie di operatori e per coloro che richiedono l'ammissione ai mercati in qualità di *market maker* e *specialist*.

Tabella 7 - Requisiti di ammissione stabiliti dai Regolamenti dei Mercati italiani per operatori diversi da soggetti abilitati, *market maker* e *specialist*

MERCATO	OPERATORI	REQUISITI DI AMMISSIONE RICHIESTI
BORSA ITALIANA SPA		
Mercati <i>cash</i>	<p><i>Specialist</i></p> <p>Imprese costituite in forma di società per azioni, società a responsabilità limitata, o forma equivalente</p>	<p>Impegno a sostenere a sostenere la liquidità degli strumenti finanziari per i quali assumono la qualifica di specialista, ovvero ad esporre continuamente sul mercato proposte in acquisto e in vendita a prezzi che non si discostino tra loro di un differenziale superiore a quello stabilito da Borsa Italiana nelle Istruzioni.</p> <p>La presenza dell'operatore specialista è obbligatoria nei seguenti mercati e/o segmenti:</p> <ul style="list-style-type: none"> a. Mercato MTA, segmento Star; b. Mercato MIV, segmento fondi chiusi; c. Mercato SEDEX; d. Mercato ETFplus <p>Requisiti di onorabilità e professionalità in capo ai soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo e ai responsabili dell'attività di negoziazione e della funzione di controllo interno, equivalenti a quelli previsti per gli intermediari su strumenti finanziari.</p> <p>Istituzione di una funzione di revisione interna.</p> <p>Adeguatezza patrimoniale.</p>
Mercati derivati	<p><i>Market Maker</i></p> <p><i>Specialist</i></p>	<p>Impegno ad esporre proposte in acquisto e in vendita per quantitativi minimi di contratti;</p> <p>Impegno ad esporre proposte in acquisto e in vendita per quantitativi minimi di contratti, avvalendosi di un altro soggetto in possesso delle caratteristiche indicate nelle Istruzioni.</p> <p>Comunicazione dell'elenco degli addetti alle attività di market maker/specialista;</p> <p>Attestazione che gli addetti a tale attività, oltre ad essere in possesso dei requisiti indicati per i negozianti, conoscano le regole e le modalità di svolgimento dell'attività stessa e dei relativi strumenti tecnici e abbiano superato lo specifico esame organizzato da Borsa Italiana.</p>

MERCATO	OPERATORI	REQUISITI DI AMMISSIONE RICHIESTI
MTS SPA		
MTS	1. Operatori principali (<i>primary dealers</i>)	<p>Possedere un patrimonio netto di vigilanza pari od equivalente almeno a trentanove milioni di euro;</p> <p>aver svolto, nell'anno solare precedente la presentazione della domanda di ammissione, attività di acquisto e/o di vendita di titoli di Stato delle specie quotate nel Mercato per un valore complessivo non inferiore a trentotto miliardi di euro e per un adeguato numero di dette specie;</p> <p>essere dotati di una struttura organizzativa adeguata che consenta il pieno e corretto adempimento degli obblighi (con particolare riferimento al numero e della qualificazione professionale degli addetti, ai sistemi di collegamento e di trasmissione dati utilizzati, alle strumentazioni hardware e software impiegate).</p>
	2. Soggetti diversi dagli intermediari autorizzati all'attività di negoziazione	Ammissione da parte del Ministero dell'Economia e delle Finanze (ai sensi dell'art. 66, co. 2, TUF)
	3. Autorità monetarie, banche centrali, enti pubblici incaricati della gestione del debito pubblico e altri enti che svolgono funzioni analoghe in paesi comunitari o extracomunitari	Ammissione alle condizioni di cui al Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 25 settembre 2002.
	4. MEF e Banca d'Italia	Ammissione di diritto
MTS Corporate	1. <i>Market Maker</i>	<p>Possedere un patrimonio netto di vigilanza risultante dall'ultimo bilancio certificato almeno pari o equivalente a trentanove milioni di Euro;</p> <p>essere dotati di una struttura organizzativa adeguata ad adempiere gli impegni, eventualmente anche attraverso idonei rapporti contrattuali</p>
	2. Imprese autorizzate alla gestione collettiva del risparmio dall'Autorità competente di uno Stato Comunitario o di uno Stato Extracomunitario	<p>Si tratta di un'ammissione alle negoziazioni, limitata al Segmento Pronti Contro Termine.</p> <p>Oltre il rispetto dei requisiti previsti per i soggetti abilitati, essi sono tenuti a:</p> <p>rispettare gli Orientamenti sui sistemi e controlli in un ambiente automatizzato per imprese di investimento, pubblicati dall'ESMA il 24 febbraio 2012;</p> <p>dichiarare il possesso dei dispositivi organizzativi e delle procedure interne di controllo dell'attività di negoziazione, anche con rispetto alle regole della piattaforma ed alla gestione dei rischi.</p>
	3. Imprese di assicurazione autorizzate all'esercizio dell'attività assicurativa ai sensi delle disposizioni di legge di Stati Comunitari e di Stati Extracomunitari	

MERCATO	OPERATORI	REQUISITI DI AMMISSIONE RICHIESTI
Bondvision (mercato regolamentato e MTF)	<i>Market Maker</i>	Riconoscimento come Market Maker o equivalenti in almeno uno Stato dell'Unione Europea, e/o come Market Maker in uno dei mercati gestiti dalla Società di gestione e/o dalle sue società controllate o collegate ai sensi dell'art. 2359 c.c.;
	Imprese costituite in forma di società per azioni, società a responsabilità limitata, o forma equivalente MEF e Banca d'Italia autorità monetarie, banche centrali, enti pubblici incaricati della gestione del debito pubblico e altri enti che svolgono funzioni analoghe in paesi comunitari, o extracomunitari	Sottoscrizione di un apposito contratto di Market Maker con la Società di gestione Requisiti di onorabilità e professionalità, equivalenti a quelli previsti per gli intermediari su strumenti finanziari in capo ai soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo e ai responsabili dell'attività di negoziazione e della funzione di controllo interno (tale requisito non si applica per le imprese autorizzate dall'Autorità competente di uno Stato Comunitario a uno o più servizi e attività di investimento o alla gestione collettiva del risparmio) Istituzione di una funzione di revisione interna, che non dipenda gerarchicamente da alcun responsabile di aree operative, che svolga verifiche periodiche sull'attività di negoziazione su strumenti finanziari (salva la facoltà di MTS di esentare operatori specifici dall'osservanza del presente requisito, dopo averne valutato le dimensioni, nel rispetto del principio di proporzionalità) Ammissione di diritto
EUROTLX SIM SPA		
EuroTLX	<i>Market Maker A, Market Maker B e Specialist.</i>	Essere banche o imprese di investimento nazionali, comunitarie ed extracomunitarie, autorizzate alla prestazione del servizio di negoziazione per conto proprio Possedere adeguata capacità professionale, tecnologica e organizzativa tale da garantire un regolare svolgimento delle funzioni di negoziazione, market making, liquidazione e controllo, nonché un'efficace gestione degli aspetti tecnologici connessi alla partecipazione al mercato Aderire in via diretta o indiretta ad almeno un sistema di gestione accentrata che caratterizza i segmenti di mercato Mantenere sistemi di controllo dei prezzi, della frequenza e della quantità delle quote.

Avuto riguardo ai requisiti dettati dalle *trading venue* italiane per disciplinare la permanenza degli operatori sui mercati, il panorama risulta ancora una volta omogeneo. I regolamenti fanno riferimento, generalmente, a tre condizioni:

- a) *la permanenza dei requisiti di ammissione*. In particolare, viene richiesto di assicurare la permanenza dei requisiti di ammissione e partecipazione. Nella generalità dei casi, viene previsto un obbligo di dimostrare la permanenza delle condizioni, secondo la periodicità e i modi specificati dai diversi gestori delle piattaforme di negoziazione;

- b) *la comunicazione di eventuali variazioni rispetto alle informazioni fornite all'atto della domanda di ammissione.* In particolare, per quanto attiene a tale profilo, solitamente viene prevista la comunicazione di ogni variazione intervenuta nelle condizioni operative a cui si riferiscono le informazioni fornite all'atto della presentazione di domanda di ammissione;
- c) *l'assenza di situazioni di particolare gravità* essenzialmente riconducibili ai provvedimenti disciplinari, a cause tecniche che possano pregiudicare la regolarità delle contrattazioni e del regolamento delle operazioni eseguite sulla piattaforma, a condizioni di insolvenza, a sospensione o revoca dell'autorizzazione all'esercizio del servizio di investimento da parte dell'autorità competente¹⁰.

Anche i *market maker* e gli *specialist* sono tenuti al rispetto delle medesime regole di permanenza esaminate (conservazione dei requisiti di ammissione e comunicazione delle eventuali variazioni intervenute nel tempo); in aggiunta, Borsa Italiana prevede, per tali soggetti che operano nel mercato IDEM, il rispetto delle norme in materia di obblighi di quotazione specificati nelle Istruzioni al Regolamento e il mantenimento di un adeguato livello di efficienza nello svolgimento dell'attività, misurato secondo criteri oggettivi con riferimento al contributo di liquidità al mercato; EuroTLX stabilisce l'impegno a supportare la liquidità di almeno 250 strumenti finanziari per i *Market Maker A* e di almeno 30 strumenti finanziari per i *Market Maker B*.

Con riferimento alle regole di comportamento/condotta che gli operatori sono tenuti ad osservare sui mercati, l'analisi mostra che tutte le *trading venue*:

- a) definiscono dei principi generali, ispiratori dei comportamenti da tenersi sul mercato, generalmente riconducibili alla correttezza, alla professionalità e alla diligenza nei rapporti con le controparti di mercati, negli adempimenti verso il gestore del mercato e nello svolgimento dell'attività di negoziazione;
- b) indicano il dovere degli operatori di rispettare il regolamento del mercato, le disposizioni di attuazione del regolamento e tutti gli altri atti provenienti dal gestore della piattaforma, ivi inclusi gli Avvisi, i manuali dei servizi e i documenti di carattere tecnico-operativo. L'eventuale condotta tenuta dall'operatore non conforme alle regole previste dal mercato costituisce il presupposto per l'applicazione delle procedure sanzionatorie previste dal gestore della piattaforma ai sensi del proprio Regolamento;
- c) richiedono agli operatori di comunicare in maniera tempestiva ogni circostanza che pregiudichi o possa pregiudicare il rispetto del regolamento o l'ordinato svolgimento delle negoziazioni, con particolare riferimento alle disfunzioni tecniche¹¹;

¹⁰ I casi di sospensione citati sono regolati in maniera analoga dai Regolamenti di tutte le *trading venue*; oltre a questi, Borsa Italiana e MTS (per i mercati regolamentati MTS e BondVision e per l'MTF BondVision), prevedono l'obbligo dell'immediata comunicazione del venir meno dell'adesione al servizio di liquidazione, cui consegue la sospensione dalle negoziazioni; per Borsa Italiana l'obbligo di comunicazione e la sospensione sono previsti anche per il venir meno dell'adesione ai sistemi di compensazione e garanzia. Nei Mercati Regolamentati MTS e MTS Corporate è previsto che la Società di gestione possa sospendere l'operatore nei cui confronti sia stata adottata una misura di sospensione o di esclusione da parte di altre Società di gestione di Mercati regolamentati o MTF. EuroTLX e HI-MTF aggiungono alle cause di sospensione sopra citate, l'esistenza di cause tecniche che possano pregiudicare la regolarità delle contrattazioni e del regolamento delle operazioni eseguite nei rispettivi sistemi; infine, HI-MTF, prevede la possibilità della sospensione a seguito della rilevazione di condotte dell'operatore non conformi al principio di equo ed ordinato svolgimento delle negoziazioni.

¹¹ Borsa Italiana e MTS, per i mercati regolamentati MTS e BondVision nonché per BondVision MTF, richiedono che gli operatori comunichino tempestivamente ogni circostanza, inclusa ogni eventuale disfunzione tecnica dei propri sistemi tecnologici; che pregiudica o potrebbe pregiudicare il rispetto del Regolamento e, in ogni caso, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni. Per MTS Corporate è previsto che la Società di gestione sia tempestivamente

- d) richiedono un impegno ad evitare comportamenti scorretti, operazioni fittizie, diffusione di informazioni false, ovvero, qualsiasi condotta che non sia conforme all'obiettivo della tutela dell'integrità dei mercati¹².

Regole di condotta specifiche sono dettate per *market maker*, *specialist* e *brokers*.

Infine, alcune *trading venue* definiscono espressamente, nell'ambito del proprio regolamento, le responsabilità dirette che sorgono in capo all'operatore a seguito delle condotte tenute sui mercati anche da parte dei dipendenti dei partecipanti ai mercati. In particolare, sia Borsa Italiana sia MTS stabiliscono che gli operatori sono responsabili nei confronti del gestore della piattaforma per i comportamenti dei propri dipendenti e collaboratori nonché per i comportamenti tenuti da chiunque accede al sistema tramite il/i codici d'accesso attribuiti all'operatore. Borsa Italiana dispone, altresì, che gli operatori sono responsabili di tutte le interazioni con i sistemi informatici e telematici di supporto predisposti da Borsa Italiana per il funzionamento dei mercati e devono avvalersi in via continuativa di sistemi, procedure e controlli per prevenire l'immissione di proposte anomale in termini di prezzo, quantità e numero, anche in relazione alle proposte inoltrate al mercato tramite interconnessione.

2.2 Internalizzatori sistematici

Le informazioni fornite dagli internalizzatori sistematici nelle schede informative si focalizzano sul contenuto dei contratti stipulati con i propri clienti: in tali atti sono, infatti, contenute le regole di condotta che gli aderenti sono tenuti ad osservare e al cui rispetto è subordinata la permanenza all'interno dei sistemi. Gli internalizzatori sistematici che hanno disciplinato in maniera più puntuale i requisiti e obblighi di condotta si sono concentrati, soprattutto, sui doveri di trasparenza cui i soggetti aderenti sono tenuti nei loro confronti e sulle responsabilità specifiche che gravano su di essi per le comunicazioni inserite nel sistema e le operazioni ivi concluse. Generalmente gli altri requisiti di ammissione previsti riguardano la disponibilità da parte degli operatori di sistemi tecnologici compatibili e adeguati alle strutture informatiche predisposte dall'internalizzatore e delle specifiche modalità di connessione richieste. Alcune volte, infine, è richiesto il deposito degli strumenti finanziari oggetto di negoziazione presso lo stesso internalizzatore, tramite la stipula di un contratto di custodia e amministrazione.

informata di qualsiasi interruzione delle negoziazioni dovuta ad impossibilità di funzionamento del collegamento telematico.

¹² Sotto tale profilo, Borsa Italiana e MTS (per tutti i mercati regolamentati e per l'MTF BondVision) stabiliscono che gli operatori si impegnano ad astenersi dal compiere atti che possano creare impressioni false o ingannevoli negli altri partecipanti al Mercato, atti che possano ostacolare i Market Maker nell'adempimento degli impegni assunti. Essi inoltre hanno l'obbligo di non porre in essere operazioni fittizie o porre in essere, anche per interposta persona, operazioni che siano effettuate in esecuzione di un accordo preliminare avente a oggetto lo storno, mediante compensazione, delle operazioni stesse. Per MTS e MTS Corporate, i Regolamenti affermano, anche, che gli operatori si impegnano a non diffondere i dati di mercato forniti o desumibili dal Sistema in quanto di proprietà esclusiva della Società di Gestione ed utilizzabili esclusivamente ai fini di negoziazione sul Sistema. Borsa Italiana s.p.a. prevede, inoltre, che gli operatori debbano rispettare i limiti tecnici all'immissione delle proposte fissate in via generale, al fine di preservare il buon funzionamento tecnico e l'utilizzo efficiente dei sistemi di negoziazione e debbano dotarsi di efficaci forme di controllo al fine di monitorare le posizioni contrattuali assunte sul mercato e attuare precise strategie al fine di assicurare il regolamento dei contratti. EuroTLX prescrive l'astensione da: 1. attività di *market making* abusivo (individuando come tali i seguenti comportamenti a) la ripetuta immissione e cancellazione di ordini in acquisto e/o in vendita sul book di uno strumento finanziario con una frequenza costante o similare a quella dei Liquidity Provider sullo strumento; b) la ripetuta immissione e cancellazione di ordini in acquisto e/o in vendita sul book di uno strumento finanziario con continuazione della medesima condotta anche nel caso di conclusione di contratti per i quantitativi degli ordini in precedenza esposti); 2. attività abusive lesive delle condizioni di liquidità del mercato; 3. condotte di sospetta natura manipolativa.

3. Il *direct market access* e l'accesso sponsorizzato

Il presente paragrafo affronta il tema dell'interconnessione, quale modalità di accesso diretto dei clienti degli intermediari negoziatori ai mercati.

Come noto, l'interconnessione rappresenta una funzionalità che consente ai clienti di immettere le proprie proposte di negoziazione direttamente nella piattaforma di mercato, con il codice identificativo attribuito al negoziatore utilizzato e avvalendosi delle infrastrutture dedicate messe a disposizione da questi (*direct market access*). Ciò avviene sulla base delle restrizioni e nel rispetto dei requisiti previsti nell'ambito delle regole adottate dalle società di gestione dei mercati. A tale funzionalità si affianca quella dello *sponsored access* che prevede, analogamente al *direct market access*, l'utilizzo del codice identificativo attribuito al negoziatore senza tuttavia prevedere l'utilizzo dell'infrastruttura dedicate messe a disposizione degli utenti diretti.

Una prima questione attiene alla capacità del gestore del mercato di incidere sui comportamenti tenuti dai clienti dei negoziatori. Questi ultimi, infatti, sono soggetti non legati alla società da un rapporto contrattuale diretto bensì mediato dal negoziatore di riferimento. Le regole imposte ai negoziatori dovrebbero essere tali da incentivare costoro a vincolare, anche contrattualmente, i clienti al rispetto di determinate regole che consentano poi al negoziatore di corrispondere, a sua volta, agli obblighi nei confronti della società di gestione del mercato.

In Italia si è assistito ad una crescita esponenziale degli ordini che arrivano ai mercati mediante la modalità dell'interconnessione. Tale tipo di accesso al mercato, tradizionalmente offerto dalle banche nell'ambito di un ampio *set* di servizi *on-line* messi a disposizione della clientela, ha subito forte impulso soprattutto con l'affacciarsi, nel panorama dell'intermediazione finanziaria, di intermediari altamente specializzati in tale modalità di negoziazione.

Solo di recente il tema è stato oggetto di apposita disciplina nell'ambito degli Orientamenti ESMA in materia di trading automatizzato. Nel ricordare che gli Orientamenti non intendono introdurre nuovi obblighi nel quadro della normativa primaria e secondaria di attuazione della direttiva 2004/39/CE (MiFID), si osserva che essi rappresentano una specificazione di regole già previste nel tessuto normativo vigente, al fine di tenere in adeguata e specifica considerazione l'operatività in ambienti di negoziazione altamente automatizzati e i fenomeni del *direct market access* (DMA) e dello *sponsored access* (SA). Il *focus* degli Orientamenti in tale area prevedono che:

- le piattaforme di negoziazione che consentono ai partecipanti al mercato di offrire i servizi di accesso diretto al mercato (ovvero ritrasmissione automatica al mercato degli ordini inviati dai clienti ai sistemi dei partecipanti al mercato stesso) o di accesso sponsorizzato (ovvero trasmissione elettronica e diretta degli ordini al mercato mediante l'identificativo di negoziazione del partecipante al mercato) devono disporre di regole e procedure volte a garantire la compatibilità di tali servizi con l'equo e ordinato svolgimento delle negoziazioni. Ad esempio, devono essere in grado di intervenire (ad es. sospendere) direttamente sull'operatività effettuata in modalità SA;
- i partecipanti al mercato, che rimangono responsabili di tutti i messaggi inviati mediante il loro codice identificativo, ivi incluso in DMA/SA, devono effettuare la *due diligence* nei confronti dei clienti ai quali concedono tali servizi. In particolare, è vietato offrire l'accesso sponsorizzato '*naked*', ovvero privo di controlli pre-negoziazione da parte del partecipante al mercato¹³.

¹³ Gli Orientamenti sono entrati in vigore il 1° maggio 2012, data a partire dalla quale le piattaforme di negoziazione e le imprese di investimento devono essere in grado di rispettare le relative disposizioni. La Comunicazione CONSOB di recepimento degli Orientamenti ha richiesto ai soggetti vigilati di effettuare un'autovalutazione in merito al rispetto degli Orientamenti per comunicarne i risultati alla Consob (e alla Banca d'Italia) secondo le rispettive competenze.

Attualmente il DMA è consentito da un mercato regolamento e da 5 sistemi multilaterali di negoziazione: di questi solo un MTF ha incluso tale previsione nell'ambito dei singoli accordi contrattuali tra la società e i soggetti partecipanti al sistema stesso, mentre le altre *trading venue* hanno disciplinato il servizio di DMA all'interno dei rispettivi regolamenti di funzionamento.

Il servizio di SA è invece potenzialmente consentito allo stato da una sola *trading venue*.

Le evidenze raccolte attraverso il *self-assessment* sugli Orientamenti ESMA prodotti dagli intermediari mostrano come circa l'82% delle imprese di investimento in esame offre ai clienti il servizio di accesso diretto al mercato mediante interconnessione, ovvero *direct market access*. Circa la metà di tali imprese offrono il DMA esclusivamente ad investitori professionali e controparti qualificate che, nella maggior parte dei casi, sono intermediari autorizzati al servizio di ricezione e trasmissione (ad es. le banche appartenenti al medesimo gruppo), ovvero a soggetti sottoposti alla vigilanza di Autorità comunitarie. Inoltre 6 imprese hanno dichiarato di offrire il DMA anche a clienti che utilizzano algoritmi di generazione automatica di ordini. Peraltro, si tratta di clienti professionali o controparti qualificate.

Tabella 8

OFFERTA SERVIZI DMA/SA	NUMERO INVESTMENT FIRMS
Totale soggetti che offrono DMA/SA	23
di cui: solo clientela professionale	12
di cui: sia clientela retail sia professionale	5
di cui: anche a clientela che utilizza algoritmi di negoziazione/sistemi di generazione automatica degli ordini	6

Le ragioni per un'attenta vigilanza in materia risiedono nel rischio che l'attuale livello di prescrittività delle disposizioni dei gestori delle *trading venue* risulti non sufficiente, dato che le stesse potrebbero limitarsi a delle dichiarazioni di principio e demandare sostanzialmente agli intermediari la definizione dei sistemi di monitoraggio. Peraltro, ciascuna *trading venue* non ha incentivi ad imporre misure stringenti in materia, essendo esposta alla concorrenza. Inoltre, il gestore presenta un interesse in conflitto rispetto ad una rigorosa selezione degli ordini inviati al mercato, posto che, in linea generale, un maggiore numero di proposte nel *book* di negoziazione contribuisce allo spessore del mercato e, quindi, alla robustezza dei prezzi che in esso si formano.

Richiamando le considerazioni inerenti al nuovo scenario competitivo fronteggiato dai gestori dei mercati e intermediari, occorre tuttavia anche sottolineare il ruolo giocato dal rischio reputazionale della *trading venue* nel caso in cui un approccio poco attento determini situazioni di *disorderly trading*.

Il tema dell'accesso ai mercati da parte di soggetti diversi dagli intermediari autorizzati e nella forma del *direct market access* rappresentano certamente aree di regolamentazione e vigilanza cui destinare particolare attenzione. Le piattaforme di negoziazione sono impegnate da tempo nella ricerca ed implementazione delle migliori tecnologie volte a contenere i tempi di trasmissione ed esecuzione degli ordini di negoziazione e di informativa di *feed-back* ai negozianti. Il problema della *latency* è avvertito con grande importanza dagli operatori, soprattutto nel caso di *algorithmic trading*. La velocità di inoltro delle proposte al mercato, per cercare di contenere quanto più possibile i tempi di esecuzione è divenuta, quindi, un fattore cruciale di competitività a livello di mercati, ma anche a livello di intermediari. In conseguenza di ciò, stringenti misure di filtro e validazione preventive imposte dal mercato agli intermediari costituirebbero uno svantaggio competitivo per quel mercato rispetto ai potenziali concorrenti. Analogamente, un oneroso sistema di controlli preventivi richiesto dall'intermediario ai propri clienti rappresenterebbe uno svantaggio competitivo del primo rispetto ad altri intermediari che concedono l'accesso diretto ai mercati.

Le prospettive a livello comunitario

La MiFID II/MiFIR affronta in chiave innovativa i temi legati:

- a) alla definizione di *algo-trading* e *high frequency trading* (HFT) e le necessarie autorizzazioni per operare sulle *trading venue*. Il processo di revisione della MiFID annovera fra gli elementi di maggiore novità la disciplina dei fenomeni del trading algoritmico e dell'*high frequency trading* (HFT). Il tema poi della definizione di *high frequency algorithmic trading technique* assume particolare rilevanza poiché da essa discende l'obbligo di assumere lo status di impresa di investimento e, quindi, di rispettare il complesso delle norme previste dalla direttiva. L'accordo raggiunto prevede una definizione di trading algoritmico che fa riferimento ad una negoziazione basata su algoritmi che determinano automaticamente (senza o con limitato intervento umano) i singoli parametri di un ordine di negoziazione (quando immettere un ordine, caratteristiche di prezzo e quantità, eventuali modifiche dei parametri)¹⁴. L'*high frequency algorithmic trading technique* rappresenta una sotto-categoria del *trading* algoritmico e l'accordo raggiunto prevede che rientrino nella categoria dei soggetti che impiegano tecniche di *trading* algoritmico ad alta frequenza coloro che soddisfano simultaneamente le seguenti condizioni: a) utilizzo di infrastrutture volte a ridurre la *latency*, ivi incluse la *co-location*, la *proximity hosting* e il *direct electronic access*; b) utilizzo di sistemi di negoziazione che determinano quando generare, inviare ed eseguire gli ordini; c) elevato tasso di generazione giornaliera di messaggi (invio, modifica e cancellazione ordini);
- b) ai sistemi e controlli che devono essere implementati dalle *trading venue* e dai partecipanti ai mercati quando viene offerto il servizio di DMA o *sponsored access*. In linea di continuità con quanto già previsto dalle ESMA Guidelines in tema di trading automatizzato, l'accordo raggiunto mantiene la disciplina del trading algoritmico e dei sistemi e controlli che sia le imprese di investimento sia le *trading venue* devono implementare in un ambiente di *trading* altamente automatizzato per assicurare l'ordinato ed equo svolgimento delle negoziazioni e prevenire possibili abusi di mercato, anche in relazione alle diverse modalità di accesso ai mercati (*direct electronic access*). Inoltre, occorre tenere presente quanto indicato dall'art. 2 MiFID II (regime delle esenzioni), secondo cui la direttiva non si applica ai soggetti che negoziano in conto proprio, a meno che: i) non siano *market maker*; ii) non siano membri/partecipanti di una *trading venue* (mercato regolamentato o MTF) o usufruiscano del *direct electronic access* ad una *trading venue*; iii) non impieghino una *high frequency algorithmic trading technique*; iv) non negozino in conto proprio eseguendo ordini di clienti.

Le disposizioni comunitarie nelle aree sub a) e b) sopra citate sono oggetto di ulteriore specificazione nell'ambito delle misure di Livello 2 (advice dell'ESMA alla CE ovvero l'emanazione da parte dell'ESMA stessa di *regulatory/implementing technical standards*).

¹⁴ Vengono esplicitamente esclusi dalla definizione:

- i sistemi di *smart order routing* ovvero quei sistemi/algoritmi finalizzati ad individuare la *trading venue* cui indirizzare gli ordini in un'ottica di *best execution* dinamica;
- i sistemi utilizzati per processare gli ordini senza che vi sia alcuna determinazione dei parametri caratterizzanti l'ordine;
- i sistemi utilizzati per ricevere o dare conferma degli ordini.

La materia dell'accesso al mercato presenta elementi di significativa importanza rispetto alle seguenti tematiche:

- a) la verifica *ongoing* (e non solo in sede di ammissione alle negoziazioni) da parte delle *trading venue* del rispetto dei requisiti di ammissione e permanenza alle negoziazioni degli operatori, con particolare riguardo ai partecipanti diversi da soggetti abilitati;
- b) il monitoraggio da parte delle *trading venue* dei soggetti che offrono il servizio di DMA;
- c) l'adeguatezza dei filtri pre e post-negoziazione posti in essere dalle *trading venue* sul flusso di ordini, soprattutto quando riveniente da soggetti che offrono il servizio di DMA.

In tale quadro, appare centrale il ruolo delle *trading venue* nello svolgimento di un ruolo attivo nella verifica dell'adozione, da parte dei partecipanti ai mercati, di sistemi e controlli adeguati. In tale quadro, accanto ad una verifica del rispetto formale delle procedure adottate in materia, particolare rilevanza assume la pianificazione, su base annuale, di un'attività di controllo (eventualmente a campione) presso gli operatori del mercato.

Sezione IV – Le modalità di negoziazione, la tipologia di ordini e i *market making scheme*

1. Le modalità di negoziazione e la tipologia di ordini

1.1 Mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione

La microstruttura dei mercati e, in particolare le modalità di negoziazione e le tipologie di ordini rappresentano un'area di grande rilevanza ai fini dell'ordinato svolgimento delle negoziazioni, della trasparenza e della tutela degli investitori. Secondo quanto indicato nel TUF, le società di gestione (e analogamente i gestori dei sistemi multilaterali di negoziazione) *“si dotano di regole e procedure trasparenti e non discrezionali che garantiscono una negoziazione corretta e ordinata nonché di criteri obiettivi che consentono l'esecuzione efficiente degli ordini. In ogni caso il regolamento del mercato determina: a) le condizioni e le modalità di ammissione, di esclusione e di sospensione degli operatori e degli strumenti finanziari dalle negoziazioni; b) le condizioni e le modalità per lo svolgimento delle negoziazioni e gli eventuali obblighi degli operatori e degli emittenti; c) le modalità di accertamento, pubblicazione e diffusione dei prezzi; d) i tipi di contratti ammessi alle negoziazioni, nonché i criteri per la determinazione dei quantitativi minimi negoziabili; d-bis) le condizioni e le modalità per la compensazione, liquidazione e garanzia delle operazioni concluse sui mercati”*.

La CONSOB approva le modifiche al regolamento delle società di gestione dei mercati regolamentati e analogamente verifica le disposizioni regolamentari adottate dai sistemi multilaterali di negoziazione per valutarne la conformità al dettato comunitario. La Consob vigila affinché la regolamentazione del mercato sia idonea ad assicurare l'effettivo conseguimento della trasparenza del mercato, dell'ordinato svolgimento delle negoziazioni e della tutela degli investitori.

Pertanto, l'attività di vigilanza della Consob coinvolge tutte le “regolamentazioni” emanate dalla società di gestione (ivi incluse le disposizioni di attuazione e le eventuali guide operative) che contribuiscono a definire l'assetto dei mercati e che, in qualche misura, possono impattare sul conseguimento delle finalità di trasparenza, ordinato svolgimento delle negoziazioni e tutela degli investitori. Appare chiaro che qualsiasi decisione della società di gestione – che trova poi espressione, anche procedurale, nella documentazione predisposta per la gestione del mercato – può avere, e normalmente ha, un impatto sui servizi e sulla

microstruttura dei mercati, pertanto incidendo anche sulle finalità di trasparenza, ordinato svolgimento delle negoziazioni e tutela dell'investitore.

Ciò premesso, l'analisi delle informazioni raccolte dalle *trading venue* italiane pone in evidenza come le negoziazioni si svolgano in via generale secondo le modalità di asta e di negoziazione continua.

Per i mercati che prevedono modalità di negoziazione secondo la fase di asta e di negoziazione in continua, gli ordini/proposte di negoziazione (PDN) appaiono ricadere in via generale nelle categorie indicate nella seguente tabella.

Tabella 9 – Principali tipologie di ordini

TIPOLOGIE DI ORDINI	MTA MIV AIM-MAC	EXTRAMOT	SEDEX	ETFPLUS	Hi-Mtf QD Hi-Mtf OD	EUROTLX
<p>PDN con limite di prezzo (<i>limit order</i>)</p> <p>PDN che possono essere eseguite ad un prezzo uguale o migliorativo rispetto al proprio prezzo limite, nella fase di pre-asta e di negoziazione continua</p>	SI	SI	SI	SI	SI	SI
<p>PDN senza limite di prezzo (<i>market order</i>)</p> <p>PDN eseguibili a qualsiasi prezzo che hanno sempre la priorità di esecuzione rispetto alle proposte con limite di prezzo, nella fase di pre-asta e nella negoziazione continua (per MTA International limitatamente alla fase di negoziazione continua)</p>	SI	SI	NO	SI	SI	SI
<p>PDN "<i>stop limit order</i>"</p> <p>PDN con limite di prezzo che sono attivate nella fase di negoziazione continua al raggiungimento di un determinato livello di prezzo dell'ultimo contratto concluso (Stop Price), nella fase di pre-asta e di negoziazione</p>	SI	NO	NO	NO	NO	NO
<p>PDN "<i>stop order</i>"</p> <p>PDN senza limite di prezzo che sono attivate nella fase di negoziazione continua al raggiungimento di un determinato livello di prezzo dell'ultimo contratto concluso (Stop Price), nella fase di pre-asta e di negoziazione</p>	SI	NO	NO	NO	NO	NO
<p>PDN "<i>market to limit</i>"</p> <p>Nella fase di pre-asta, PDN che partecipano alla fase di asta come market order e possono essere eseguite al prezzo d'asta; per l'eventuale parte residua sono trasferite alla negoziazione continua come limit order</p>	SI	SI	NO	SI	NO	NO
<p><i>Iceberg order</i></p> <p>Nella fase di negoziazione continua, PDN immesse con limite di prezzo e visualizzazione parziale della quantità</p>	SI	SI	SI	SI	NO	NO

1.2 Internalizzatori sistematici

Avuto riguardo agli internalizzatori sistematici, si ricorda che questi ultimi sono soggetti che in modo organizzato, frequente e sistematico negoziano per conto proprio, eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione, garantendo la liquidità dei titoli in esso negoziati e ponendosi come controparte del cliente che intende vendere o acquistare titoli.

Relativamente agli internalizzatori sistematici su strumenti finanziari diversi dalle azioni ammesse a negoziazione nei mercati regolamentati, alcuni prevedono l'applicazione diretta delle quote esposte sul sistema e con prezzi denaro-lettera fermi per tutta la giornata di negoziazione (salvo i casi di sospensione previsti dai regolamenti dei sistemi). Eventuali ordini aventi ad oggetto un quantitativo di strumenti inferiore al lotto minimo non sono accettati, né inseribili in procedura. Gli ordini conferiti dalla clientela possono essere con limite di prezzo o al meglio (*limit order* o *market order*), sono incrociati dalla procedura con le quotazioni esposte e vengono pertanto eseguiti se compatibili con le quantità disponibili nel sistema. Un gestore di un internalizzatore sistematico, oltre a ribadire come per gli altri sistemi che si tratta di un sistema *quote driven* con modalità di negoziazione continua e PDN che possono essere inserite al meglio o a prezzo limitato, precisa che gli ordini immessi sul sistema sono validi esclusivamente nell'ambito della giornata d'immissione. Conseguentemente, al termine della seduta di negoziazione, il sistema procede alla cancellazione degli ordini ineseguiti, notificando l'evento all'aderente.

Avuto riguardo all'internalizzatore sistematico su azioni ammesse a negoziazione nei mercati regolamentati europei, esso prevede una politica di selezione degli ordini sulla base dei seguenti parametri: i) ammontare dell'ordine: gli ordini di controvalore superiore a quello massimo stabilito sono inviati al mercato; ii) massima posizione detenibile dalla banca (in termini di controvalore di mercato) sia per singolo titolo che complessiva (raggiunta la posizione massima prevista solo gli ordini che comportano una riduzione di tale posizione vengono internalizzati, mentre gli altri sono inviati al mercato); iii) raggiungimento di determinati livelli di profitto/perdita sia in relazione al singolo titolo che complessiva (se viene raggiunta la soglia di perdita/profitto prefissata su un determinato titolo, gli ordini ricevuti dai clienti non vengono più internalizzati fino alla chiusura della posizione sulla quale la perdita/profitto è maturata).

Le modalità di negoziazione sono sia ad asta che in continua, con attività di *market maker* da parte dell'intermediario che espone prezzi *bid-ask* irrevocabili durante la seduta di negoziazione. L'intermediario si riserva in ogni caso di aggiornare le proprie quotazioni in qualsiasi momento e di ritirarle in caso di condizioni eccezionali di mercato quali, ad esempio la sospensione del titolo dalle negoziazioni sul mercato di riferimento. L'intermediario decide in merito al quantitativo delle proprie quotazioni.

2. I *market making scheme* adottati dai mercati regolamentati e dagli MTF italiani

Al fine di garantire la liquidità dei titoli negoziati sui mercati regolamentati e sui sistemi multilaterali di negoziazione è prevista la presenza di soggetti (*market maker*, *specialist*, *liquidity provider*) che si pongono come controparte nei confronti dei soggetti che intendono acquistare o vendere tali strumenti finanziari. Diversa la terminologia utilizzata dalle *trading venue* e diversi i ruoli e gli obblighi associati allo svolgimento di un'attività di sostegno della liquidità del titolo.

La Tabella che segue sintetizza gli obblighi a carico dei soggetti sopra citati come stabiliti nei Regolamenti delle *trading venue*.

Tabella 10 – Obblighi previsti dai regolamenti delle *trading venue* per i *market maker*, *specialist*, *liquidity provider*

MERCATO/SISTEMA	DEFINIZIONI SPECIALIST, MARKET MAKER, LIQUIDTY PROVIDER
BORSA ITALIANA SpA	
MTA (Segmento Star)	<p>Operatore “specialista” ammesso alle negoziazioni nominato dall’emittente al fine di far acquisire alle azioni la qualifica di azione quotata sul segmento Star dell’MTA; l’emittente deve conferire l’incarico di specialista ad un operatore che non appartenga al gruppo cui l’emittente fa parte o che fa capo all’emittente. L’operatore specialista si impegna a svolgere le seguenti funzioni:</p> <ul style="list-style-type: none"> • esporre continuativamente sul mercato proposte in acquisto e vendita a prezzi che non si discostino tra loro di una percentuale superiore a quella stabilita nelle Istruzioni da Borsa Italiana per un quantitativo giornaliero fissato nelle medesime Istruzioni; • produrre o far produrre a proprio nome almeno due ricerche (come definite nell’articolo 65 del Regolamento approvato con delibera Consob n. 11971) all’anno concernenti l’emittente, da redigersi tempestivamente e secondo i migliori standard in occasione della pubblicazione dei risultati di esercizio e dei dati semestrali. Le ricerche devono essere diffuse al pubblico secondo le modalità e la tempistica stabilite nelle Istruzioni; • organizzare almeno due volte all’anno un incontro tra il management della società e gli investitori professionali, presenziando agli incontri medesimi.
MTA SEDEX MIV ETFPlus MOT	<p>Operatore “specialista” ammesso alle negoziazioni che si impegna a sostenere la liquidità degli strumenti finanziari per i quali assume la qualifica di specialista. E’ tenuto a esporre continuativamente sul mercato proposte in acquisto e in vendita a prezzi che non si discostino tra loro di un differenziale superiore a quello stabilito da Borsa Italiana nelle Istruzioni. Per ciascun mercato e/o segmento e/o categoria di strumenti, Borsa Italiana stabilisce nelle Istruzioni gli obblighi degli operatori specialisti, specificando uno o più dei seguenti elementi:</p> <ul style="list-style-type: none"> • il quantitativo minimo, lo spread, i tempi e le modalità di immissione delle proposte in acquisto e in vendita a prezzi che non si discostino tra loro di un differenziale superiore a quello stabilito da Borsa Italiana nelle Istruzioni, e qualora prevista, la durata minima dell’impegno; • il quantitativo giornaliero per il quale l’operatore specialista è tenuto ad operare; • la possibilità di esporre proposte solo in acquisto e le relative condizioni operative; • i casi di esonero temporaneo dagli obblighi e/o di modifica degli stessi; • i rapporti con l’emittente.
IDEM	<p>Operatore “specialista”, diverso dal <i>market maker</i>, che si impegna a sostenere la liquidità degli strumenti finanziari negoziati nel mercato dei derivati, esponendo proposte in acquisto e in vendita per quantitativi minimi di contratti. Borsa Italiana disciplina nelle Istruzioni l’attività di specialista sull’IDEM in relazione alla tipologia di obblighi di quotazione cui sono assoggettati, specificando i termini di tali obblighi e le modalità di verifica, anche in considerazione della diversa natura dei contratti negoziati. Borsa Italiana istituisce e tiene l’elenco degli operatori specialisti, articolato in più sezioni corrispondenti ai diversi contratti negoziati e alla tipologia di obblighi a carico dello specialista, secondo le modalità stabilite nelle Istruzioni. L’elenco è articolato nelle seguenti sottosezioni: “<i>Primary Specialist</i>” (specialisti assoggettati a obblighi di quotazione continuativa), “<i>Specialist</i>” (specialisti assoggettati a obblighi di rispondere a richieste di quotazione), “<i>Liquidity Provider Specialist</i>” (specialisti assoggettati a obblighi di quotazione continuativa sulle prime quattro scadenze consecutive per le opzioni MIBO e le opzioni su azioni e gli specialisti assoggettati a obblighi di quotazione continuativa per periodi ridotti per i contratti futures su grano duro), “<i>Designated Specialist</i>” (specialisti assoggettati a obblighi di quotazione continuativa sulle opzioni MIBO settimanali).</p> <p>Borsa Italiana può prevedere la presenza di operatori “<i>market maker</i>” che si impegnino ad esporre proposte in acquisto e in vendita per quantitativi minimi di contratti. Gli operatori <i>market makers</i> sono iscritti nell’“Elenco degli operatori <i>market maker</i> su strumenti derivati”. L’elenco è articolato in sezioni corrispondenti ai diversi contratti negoziati e in sotto-sezioni in relazione alla tipologia di obblighi di quotazione a carico del <i>market maker</i>. L’elenco è articolato nelle seguenti sottosezioni: “<i>Primary Market Maker</i>” (market maker assoggettati a obblighi di quotazione continuativa), “<i>Market Maker</i>” (market maker assoggettati a obblighi di rispondere a richieste di quotazione), “<i>Liquidity Provider</i>” (market maker assoggettati a obblighi di quotazione continuativa sulle prime quattro scadenze consecutive per le opzioni MIBO e le opzioni su azioni e i <i>market maker</i> assoggettati a obblighi di quotazione continuativa per periodi ridotti per i contratti <i>futures</i> su grano duro) e “<i>Designated Market Maker</i>” (market maker assoggettati a obblighi di quotazione continuativa sulle opzioni MIBO settimanali).</p>

MERCATO/SISTEMA	DEFINIZIONI SPECIALIST, MARKET MAKER, LIQUIDTY PROVIDER
AIM Italia/MAC	Operatore “specialista” che, su incarico dell’emittente, si impegna a sostenere la liquidità degli strumenti finanziari. L’emittente deve conferire l’incarico di specialista ad un operatore che non appartenga al gruppo cui l’emittente fa parte o che fa capo all’emittente. La presenza dello specialista è obbligatoria.
ExtraMOT	Operatore “specialista” che si impegna a sostenere la liquidità degli strumenti finanziari. Le negoziazioni nel mercato possono svolgersi con l’intervento di un operatore specialista (presenza facoltativa). Relativamente agli strumenti finanziari ExtraMOT per i quali si impegna a sostenere la liquidità l’operatore specialista sul mercato ExtraMOT è tenuto a rispettare gli obblighi dell’operatore specialista contenuti nelle linee guida.
TAH	Operatore “specialista” che si impegna a sostenere la liquidità degli strumenti finanziari. Le negoziazioni nel mercato possono svolgersi con l’intervento di un operatore specialista (presenza facoltativa). Relativamente agli strumenti finanziari per i quali si impegna a sostenere la liquidità l’operatore specialista sul mercato è tenuto a rispettare gli obblighi dell’operatore specialista contenuti nelle linee guida.
MTS SpA	
MTS	<p>L’Operatore principale deve:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. impegnarsi a formulare in via continuativa, nell’orario e con le modalità stabilite dalla Società di gestione, proposte di acquisto e di vendita in ordine alle specie di strumenti finanziari verranno assegnate dalla Società di gestione; 2. mantenere condizioni competitive di prezzo e svolgere scambi quantitativamente e qualitativamente significativi; 3. dimostrare una presenza costante sul mercato pronti contro termine con una quota di attività globale mensile non inferiore a quella dei primi 35 Operatori; 4. dimostrare periodicamente la permanenza delle condizioni; 5. comunicare alla Società di gestione, senza ritardo, ogni variazione rilevante delle informazioni fornite e della documentazione presentata al momento dell’ammissione.
MTS Corporate	<p>Operatore “<i>market maker</i>” che assume l’impegno di inserire nel mercato, in via continuativa, nell’orario e con le modalità stabilite dalla Società di gestione nelle Disposizioni, proposte di acquisto e di vendita sugli strumenti finanziari che verranno assegnati a ciascun market maker dalla Società di gestione stessa. Il market maker deve:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. impegnarsi a rispondere alle richieste di quotazione, esponendo quotazioni eseguibili; 2. esporre indicazioni di prezzo per un numero significativo di strumenti finanziari; 3. mantenere condizioni competitive di prezzo e svolgere scambi in linea con le condizioni generali del mercato e coerenti con l’andamento dei prezzi degli strumenti finanziari oggetto di richiesta di quotazione.
MTS BondVision Corporate	<p>Operatore “<i>market maker</i>” che espone quotazioni in risposta a una richiesta di un <i>End User</i> (indica un Partecipante abilitato a effettuare richieste di quotazione) di acquistare o vendere uno strumento finanziario attraverso uno dei tipi di contratto ammessi alla negoziazione , indicando il prezzo o il rendimento. Il <i>market maker</i> deve:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. impegnarsi a sostenere tutte le funzionalità di mercato secondo quanto specificato nelle Istruzioni; 2. esporre indicazioni di prezzo per un numero significativo di strumenti finanziari; 3. mantenere condizioni competitive di prezzo e svolgere scambi in linea con le condizioni generali del mercato e coerenti con l’andamento dei prezzi degli strumenti finanziari oggetto di richiesta di quotazione.

MERCATO/SISTEMA	DEFINIZIONI SPECIALIST, MARKET MAKER, LIQUIDTY PROVIDER
EUROTLX SIM SpA	
EuroTLX	<p>Operatore “<i>market maker</i>” (<i>Market Maker A</i> o <i>Market Maker B</i>) che si impegna a rispettare gli obblighi di liquidità stabiliti dal mercato EuroTLX con riferimento a strumenti finanziari diversi dalle obbligazioni bancarie non Eurobond, dai <i>certificate</i> e dai <i>covered warrant</i>. I Market Maker hanno l’obbligo di esporre, in via continuativa, sugli strumenti finanziari per i quali supportano la liquidità, proposte di negoziazione, in acquisto e in vendita, a prezzi significativi, generate dalla medesima quota durante l’orario di negoziazione continua, per quantità almeno pari a quelle minime comunicate da EuroTLX SIM S.p.A. (obblighi di quotazione). Il Market Maker A si impegna ad assumere obblighi di liquidità su almeno 250 strumenti finanziari. Il Market Maker B si impegna a supportare la liquidità di almeno 30 strumenti finanziari.</p> <p>Operatore “<i>Specialist</i>” indica l’Aderente a EuroTLX che si impegna a rispettare gli obblighi di liquidità stabiliti dal mercato EuroTLX, con riferimento ai <i>certificate</i> e/o ai <i>covered warrant</i> e/o alle obbligazioni bancarie non Eurobond e/o altre obbligazioni e/o agli altri titoli di debito.</p> <p>Operatore “<i>Liquidity Provider</i>” indica il <i>Market Maker</i> e/o lo <i>specialist</i>.</p> <p>I <i>market maker</i> e gli <i>specialist</i> hanno:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. divieto di comportamenti lesivi dell’integrità, dell’interesse e dell’immagine di EuroTLX; 2. divieto di creare impressioni false o ingannevoli negli altri Aderenti ad EuroTLX; 3. divieto di impedire o distorcere lo svolgimento dell’attività degli altri Aderenti; 4. divieto di porre in essere operazioni simulate in via diretta o per interposta persona; 5. divieto di operare in conto proprio su strumenti finanziari per i quali non hanno obbligo di supportare la liquidità; 6. obbligo di predisporre e mantenere processi di formazione del prezzo indipendenti ed autonomi da quelli di altri <i>Market Maker/Specialist</i> operanti sul medesimo strumento finanziario.
HI-MTF SIM SpA	
HI-Mtf Order driven	<p>Operatore “<i>Specialist</i>” che si impegna, per ciascuno degli strumenti finanziari sui quali interviene garantendo la liquidità, ad esporre continuamente sul Mercato proposte di negoziazione in acquisto e in vendita, durante l’orario di negoziazione continua, per quantità almeno pari a quelle minime comunicate da Hi-Mtf Sim S.p.A, rispettando i differenziali massimi di prezzo definiti per ciascuno strumento finanziario ammesso a quotazione.</p> <p>Gli <i>specialist</i> devono:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. impegnarsi ad assicurare il corretto regolamento delle operazioni concluse sul Mercato; 2. porre in essere tutte le misure organizzative e tecnologiche al fine di salvaguardare l’ordinato ed equo svolgimento delle negoziazioni.
HI-Mtf Quote driven	<p>Operatore “<i>market maker</i>” con l’obbligo di esporre, in via continuativa, sugli strumenti finanziari per i quali garantisce la liquidità, proposte di negoziazione in acquisto e in vendita durante l’orario di negoziazione continua, per quantità almeno pari a quelle minime comunicate da Hi-Mtf Sim S.p.A. (obblighi di quotazione). Le quantità minime sono stabilite da Hi-Mtf Sim S.p.A. in modo da rendere omogenei e non discriminanti gli obblighi dei <i>Market Maker</i>.</p> <p>I <i>market maker</i> devono:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. impegnarsi ad assicurare il corretto regolamento delle operazioni concluse sul Mercato; 2. porre in essere tutte le misure organizzative e tecnologiche al fine di salvaguardare l’ordinato ed equo svolgimento delle negoziazioni.

Nel MTA per le azioni appartenenti al segmento STAR, nel MIV relativamente alle azioni di fondi chiusi, nel SEDEX e per l'AIM-MAC è prevista la presenza obbligatoria dell'operatore specialista, che sulla base del controvalore medio giornaliero degli scambi dell'azione, prevede obblighi di spread, obblighi di dimensione minima delle proposte e presenza obbligatoria sino alla soddisfazione di un quantitativo minimo giornaliero (es. MTA STAR) o per tutta la durata delle negoziazioni (azioni FTSE MIB o MTA International).

Nell'MTA per le azioni appartenenti all'indice FTSE MIB, e per il segmento MTA International, nel MIV relativamente alle azioni di *real estate companies* e di SIV, nel MOT, nell'Extra-MOT e nel TAH la presenza dell'operatore specialista è facoltativa. Nell>IDEM è prevista la presenza di *market maker* e *specialist*.

In EuroTLX l'ammissione di ciascun strumento finanziario è subordinata all'esistenza di un Market Maker di tipo A o B (con obblighi di quotazione in via continuativa a prezzi significativi) o di uno *Specialist* (che può chiedere di essere abilitato a quotare su determinati strumenti finanziari con i relativi obblighi) che ne supporti la liquidità. In Hi-Mtf *Quote driven* e per Bondvision MTS, essendo mercati *Quote driven* puri vi sono i *market maker* che assumono i relativi obblighi per garantire la liquidità degli strumenti finanziari. In Hi-MTF *Order Driven* operano gli *Specialist* che garantiscono liquidità su alcuni strumenti finanziari durante la negoziazione continua e per quantitativi minimi pari a quelli comunicati dalla SIM (obblighi di quotazione), mantenendo un differenziale massimo di prezzo *bid-ask* (obbligo di *spread*).

In MTS Corporate operano i *Market Maker* che si impegnano a quotare prezzi denaro lettera su tutte le emissioni assegnate da MTS a ciascun *Market Maker*. I *Market Maker* devono:

- a) mantenere condizioni competitive di prezzo;
- b) essere presenti in modo continuativo nella giornata operativa attraverso quotazioni in acquisto ed in vendita su tutti gli strumenti finanziari loro assegnati, con prezzi e per importi coerenti con le condizioni generali del mercato e con le caratteristiche specifiche dei singoli strumenti;
- c) rispettare le condizioni di operatività che siano specificate nelle Istruzioni.

In MTS BondVision la presenza dei *Market Maker* garantisce liquidità sugli strumenti finanziari ivi negoziati e la competitività dei prezzi¹⁵.

¹⁵ Le negoziazioni si svolgono attraverso connessioni al Sistema che consente l'inserimento di Richieste di Quotazione, Ordini Eseguibili e FAS da parte degli Operatori, l'esposizione di Quotazioni da parte dei *Market Maker* e la comunicazione agli Operatori di informazioni relative all'operatività del mercato.

Le prospettive a livello comunitario

Al fine di tenere conto dell'operatività di talune imprese di investimento che impiegano algoritmi di negoziazione volti all'implementazione di strategie di *market making* senza tuttavia essere sottoposte agli obblighi di quotazione/presenza sul mercato previsti dalle *trading venue*, la MiFID II delinea un set di previsioni finalizzate a regolamentare la presenza sul mercato di tali soggetti. In tale ambito, un'impresa di investimento che impieghi algoritmi di negoziazione si ritiene stia implementando strategie di *market making* quando – in qualità di partecipante ad una o più *trading venue* e operando in conto proprio – mette in atto una strategia che vede l'esposizione di quotazioni ferme su entrambi i lati del *book* di negoziazione a prezzi competitivi su uno o più strumenti finanziari, con l'effetto di fornire liquidità su base regolare e frequente. In tale quadro, è previsto che le imprese di investimento che impiegano algoritmi di negoziazione volti all'implementazione di strategie di *market making*:

- a) svolgano tale attività di *market making* in maniera continuativa nel corso di una “*specified proportion of the trading venue's trading hours*” (ad eccezione di condizioni di mercato eccezionali) con il risultato di fornire liquidità su base regolare e prevedibile;
- b) svolgano tale attività di *market making* sottoscrivendo un *agreement* scritto vincolante con la *trading venue*;
- c) implementino e mantengano sistemi e controlli efficaci per assicurare il rispetto degli obblighi previsti nell'*agreement* di cui al punto b).

A complemento della sopra delineata disciplina, la MiFID II richiede alle *trading venue* di:

- (i) porre in essere *agreement* con tutte le imprese di investimento che implementano una strategia di *market making* sul proprio mercato;
- (ii) delineare *market making schemes* tali da assicurare che un sufficiente numero di imprese di investimento vi aderiscano, tenendo conto della natura e dimensione del mercato gestito;
- (iii) delineare *agreement* che prevedano gli obblighi in relazione al contributo alla liquidità del mercato nonché ogni altro obbligo che possa scaturire dalla partecipazione al *market making scheme*;
- (iv) delineare *agreement* nei quali vengano specificati gli eventuali incentivi o diritti (anche nella forma di *rebate*) offerti dalla *trading venue* all'impresa di investimento affinché quest'ultima fornisca liquidità al mercato su base regolare e prevedibile;
- (v) monitorare e svolgere attività di *enforcement* nei confronti delle imprese di investimento in relazione al rispetto dei *market making schemes*;
- (vi) fornire un'informativa all'autorità competente sul contenuto degli *agreement*;
- (vii) fornire, su richiesta, all'autorità competente ogni informazione utile per consentire una valutazione del rispetto delle disposizioni sub (i)-(vi) da parte della *trading venue*.

Le disposizioni comunitarie nelle aree sopra citate sono oggetto di ulteriore specificazione nell'ambito delle misure di Livello 2 (emanazione da parte dell'ESMA stessa di *regulatory/implementing technical standards*).

La microstruttura del mercato riveste carattere cruciale. In tale prospettiva, particolare attenzione deve essere prestata ai rischi che eventuali interventi di microstruttura dei mercati possano nei fatti:

- a) “favorire” particolari categorie di operatori a svantaggio di altre (*non discriminatory rules*);
- b) favorire comportamenti potenzialmente riconducibili ad abusi di mercato;
- c) significare un peggioramento dei livelli di trasparenza delle negoziazioni ovvero porre a rischio il principio di priorità prezzo/tempo nella gestione degli ordini sul sistema di negoziazione.

In tale quadro, la presenza di adeguati e tempestivi processi di consultazione con l’industria assumono rilevanza cruciale, affinché le istanze degli operatori (intermediari ed emittenti) siano prese in attenta considerazione in via preventiva all’adozione di specifiche disposizioni regolamentari.

Particolare attenzione deve inoltre essere prestata all’operato dei *market making scheme* in quanto:

- a) inducono una ragionevole aspettativa di maggiore liquidità del mercato;
- b) implicano nella gran parte dei casi particolari vantaggi per gli operatori che vi aderiscono, in ragione del particolare ruolo (e dei connessi rischi) svolto dagli stessi sul mercato.

In tale ottica, ferma restando la possibilità per i gestori dei mercati di “disegnare” tali schemi in autonomia e comunque nell’ambito di quanto stabilito a livello comunitario, l’adozione da parte del gestore di un approccio non discriminatorio nel quadro degli “oneri e onori” assegnati ai soggetti che possono aderire agli schemi nonché l’attività di effettivo monitoraggio degli obblighi imposti dallo schema di *market making* rappresentano elementi già oggi di fondamentale importanza e la cui rilevanza è destinata a crescere in prospettiva nel quadro delle nuove disposizioni MiFID II.

Sezione V – Il regime di trasparenza pre e post-negoziazione

Premessa

Un’importante caratteristica dei mercati finanziari è rappresentata dal loro livello di trasparenza, ovvero dalla capacità degli operatori di assumere informazioni in merito al processo di scambio che interessa un determinato strumento finanziario. Le informazioni a cui si fa riferimento sono rappresentate dalle quotazioni, dai prezzi e dai volumi di scambio, dalle motivazioni sottostanti gli scambi nonché dalla direzione, dimensione e squilibrio del flusso di ordini. La materia della trasparenza delle negoziazioni è solitamente affrontata assumendo, quale distinzione concettuale fondamentale, quella fra trasparenza “pre-negoziazione” e trasparenza “post-negoziazione”: con la prima si indicano le informazioni a disposizione degli investitori in merito alle intenzioni/interessi negoziali dei partecipanti al mercato, e con la seconda le informazioni relative alle transazioni effettivamente concluse.

Il livello di trasparenza del mercato dipende in larga misura dalla sua microstruttura ed è spesso uno dei temi maggiormente dibattuti e controversi. Da un lato, vi è infatti il generale convincimento che la trasparenza rappresenti un fattore fondamentale per migliorare le capacità allocative di un mercato in quanto in grado di influire sulla valenza informativa degli ordini e sull’efficienza del processo di formazione dei prezzi; dall’altro lato, una crescente attenzione è rivolta agli effetti negativi di un eccessivo livello di trasparenza, in termini soprattutto di potenziale riduzione degli incentivi alla partecipazione degli operatori che forniscono liquidità alle negoziazioni.

Le disposizioni in materia di trasparenza del mercato (o delle negoziazioni) rappresentano, congiuntamente a quelle volte ad accrescere la concorrenza tra le diverse *trading venue* e a quelle finalizzate a rafforzare il corretto operare del principio della *best execution*, i pilastri sui quali la MiFID ha fatto affidamento per realizzare un'efficiente mercato dei capitali in Europa. Il congiunto operare di questi tre concetti dovrebbe accrescere l'efficienza degli scambi, ridurre i costi delle negoziazioni, tutelare gli investitori e, in ultima analisi, salvaguardare l'integrità dei mercati.

Nell'analisi del tema della trasparenza l'attenzione viene tradizionalmente rivolta al mercato azionario per le maggiori implicazioni che gli abusi di mercato possono avere sull'ordinato svolgimento delle negoziazioni. Va però osservato che i casi di *default* su emissioni obbligazionarie di grande importanza da una parte e le forti perdite sul valore nominale di alcuni prodotti strutturati registrate negli ultimi anni hanno contribuito a generare una maggiore attenzione sulla trasparenza delle negoziazioni anche per gli strumenti finanziari diversi dalle azioni.

I benefici derivanti da un elevato livello di trasparenza delle negoziazioni sono numerosi ed evidenti. Un maggior livello di trasparenza delle informazioni sulle contrattazioni:

- favorisce il processo di *price discovery*, contribuendo ad un'efficiente allocazione delle risorse e migliorando la gestione dei rischi (di credito, di mercato, di controparte) da parte degli operatori;
- favorisce l'accesso al mercato di un maggior numero di investitori, riducendo in questo modo i costi di ricerca della controparte, e accresce l'eterogeneità dei partecipanti con possibili benefici in termini di riduzione della volatilità dei prezzi;
- riduce le segmentazioni tra diversi soggetti (grandi e piccoli) ponendo tutti sullo stesso livello, stimola l'attività di negoziazione con un possibile aumento della liquidità dei singoli strumenti finanziari;
- grazie alla maggior facilità con cui è possibile applicare (*ex-ante*) e verificare (*ex-post*) la *best execution*, favorisce la competizione tra gli intermediari e consente agli investitori di valutare meglio la loro attività di contrattazione, accrescendo, in definitiva, la qualità del mercato.

Ciò detto, allo stato attuale il regime di trasparenza previsto dalla MiFID trova applicazione al solo mondo delle azioni ammesse a negoziazione nei mercati regolamentati dell'Unione Europea. Viene predisposto un regime di trasparenza per tutte le operazioni su azioni, indipendentemente dal fatto che esse vengano eseguite da un'impresa di investimento su base bilaterale o nei mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione. La MiFID ha poi lasciato agli Stati membri margini di flessibilità in tale area prevedendo esplicitamente la possibilità per uno Stato membro di applicare i requisiti di trasparenza pre-negoziazione e post-negoziazione a strumenti finanziari diverse dalle azioni ammesse a negoziazione nei mercati regolamentati dell'Unione Europea. Opzione quest'ultima esercitata dall'Italia nell'ambito dell'art. 79, commi 2 e 2bis TUF. In attuazione di tale norma, sia il Regolamento della Consob in materia di mercati che il nuovo decreto del Ministero dell'Economia e delle finanze sulle negoziazioni all'ingrosso dei titoli di Stato hanno introdotto obblighi di trasparenza pre-negoziazione e post-negoziazione su strumenti finanziari diversi dalle azioni ammesse a negoziazione nei mercati regolamentati. In considerazione della scelta "isolata" dell'Italia in materia, trattasi di un approccio basato sull'autoregolamentazione, non prescrivendo per le sedi di negoziazione una tempistica precisa e un determinato contenuto per le informazioni da rendere pubbliche e chiedendo di valutarle in base alla diversa microstruttura del mercato. La disciplina nazionale lascia infatti ai mercati regolamentati, ai sistemi multilaterali di negoziazione e agli internalizzatori sistematici l'individuazione di adeguati requisiti di trasparenza pre-negoziazione e post-negoziazione, tenendo conto delle caratteristiche strutturali del mercato, del tipo di strumento finanziario negoziato, delle dimensioni delle

operazioni e del tipo di operatori, con particolare riguardo alla quota di partecipazione al mercato degli investitori al dettaglio¹⁶.

Il tema della trasparenza è oggi oggetto di una nuova disciplina nella MiFID II/MiFIR, dove ad un chiarimento sul regime delle esenzioni alla trasparenza per le azioni si aggiunge un nuovo regime di trasparenza pre e post-negoziato per gli strumenti finanziari *equity-like* e *non-equity*.

1. La trasparenza pre-negoziato

1.1 Mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione

La MiFID introduce alcuni principi di carattere generale in materia di trasparenza sulle azioni stabilendo che, relativamente a quella pre-negoziato, gli Stati membri prescrivono quanto meno che i gestori di mercati regolamentati e i sistemi multilaterali di negoziazione rendano pubblici, per le azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato, i prezzi correnti di acquisto e di vendita e lo spessore degli interessi di negoziazione espressi a tali prezzi pubblicizzati tramite i loro sistemi. Tali informazioni devono essere messe a disposizione del pubblico a condizioni commerciali ragionevoli e in modo continuo durante il normale orario di contrattazione. Viene altresì prevista la possibilità per le autorità competenti di esentare i gestori dei mercati regolamentati e dei sistemi multilaterali di negoziazione dall'obbligo di pubblicare le informazioni in base al modello di mercato o al tipo e alle dimensioni degli ordini e, in particolare, le operazioni riguardanti volumi che, per le azioni o categorie di azioni negoziate, sono elevati se raffrontati alle dimensioni normali del mercato.

Come detto, per gli strumenti finanziari *non-equity*, la disciplina italiana lascia alle *trading venue* l'individuazione di adeguati requisiti di trasparenza pre-negoziato e post-negoziato, tenendo conto delle caratteristiche strutturali del mercato, del tipo di strumento finanziario negoziato, delle dimensioni delle operazioni e del tipo di operatori, con particolare riguardo alla quota di partecipazione al mercato degli investitori al dettaglio.

a) Le informazioni al pubblico e ai partecipanti

Nei mercati regolamentati e nei sistemi multilaterali di negoziazione che prevedono fasi di asta, durante la fase di pre-asta di apertura gli operatori dispongono di informazioni aggiornate in tempo reale relative ai prezzi teorici di apertura che si vengono a determinare e ai quantitativi complessivamente negoziabili a detti prezzi.

In via generale, nei mercati regolamentati e nei sistemi multilaterali di negoziazione che prevedono fasi di asta, durante la fase di pre-asta di apertura viene prevista la diffusione tempestiva al pubblico delle informazioni riguardanti le operazioni effettuate per singoli strumenti finanziari, tra cui il prezzo teorico di apertura e la relativa quantità negoziabile, i prezzi e le quantità delle cinque migliori proposte in acquisto e in vendita nonché le quantità presenti in acquisto e in vendita per almeno i cinque migliori livelli di prezzo. Durante l'intera seduta di mercato in negoziazione in continua, le informazioni disponibili al pubblico e ai partecipanti sono sinteticamente riportate nella Tabella che segue.

¹⁶ Nel presente documento non si affronta il tema della trasparenza applicabile all'operatività OTC degli intermediari e alla relativa vigilanza sugli obblighi.

Tabella 11 - Informazioni disponibili al pubblico

TRADING VENUE	INFORMAZIONI AI PARTECIPANTI	INFORMAZIONI AL PUBBLICO
MTA, MIV, MOT, Sedex, TAH, AIM-MAC, ExtraMOT	<ul style="list-style-type: none"> • book di negoziazione contenente tutte le singole proposte in acquisto e in vendita, con indicazione delle quantità e condizioni di prezzo • sintesi delle condizioni di negoziazione per ogni strumento finanziario, contenente i parametri di negoziazione, la fase di mercato, i prezzi di apertura, ultimo migliore in acquisto, migliore in vendita e il volume cumulato degli scambi • situazione delle proprie proposte attive sul book di negoziazione e dei propri contratti conclusi 	<ul style="list-style-type: none"> • prezzi e quantità delle cinque migliori proposte in acquisto e in vendita • quantità degli ordini aggregati presenti in acquisto e in vendita per almeno i cinque migliori livelli di prezzo
IDEM	<ul style="list-style-type: none"> • durante la fase di pre-asta di apertura gli operatori dispongono, per il tramite dell'infrastruttura di mercato, di informazioni aggiornate in tempo reale relative ai prezzi teorici di apertura che si vengono a determinare e ai quantitativi complessivamente negoziabili a detti prezzi • nella fase di negoziazione continua gli operatori dispongono, per ogni serie, delle informazioni relative ai singoli livelli di prezzo presenti sul book con l'indicazione della corrispondente quantità complessiva delle proposte 	<ul style="list-style-type: none"> • durante la fase di asta sono disponibili al pubblico in tempo reale, per ciascuna serie negoziata, le informazioni relative ai prezzi teorici di apertura e relative quantità aggregate • Durante la negoziazione continua sono disponibili al pubblico, per ciascuna serie negoziata, le seguenti informazioni: <ul style="list-style-type: none"> – almeno i primi cinque livelli di prezzo in acquisto e in vendita e relativi ordini e quantità aggregate – prezzi minimo e massimo registrati fino al momento della rilevazione, esclusi i prezzi dei contratti block trades conclusi per le proposte combinate FLEXCO; – prezzo di chiusura della seduta precedente e primo prezzo della seduta corrente.
EUROTLX	<ul style="list-style-type: none"> • book di negoziazione aggregato per i primi 5 livelli • prezzi e quantità presenti in acquisto ed in vendita per i 5 migliori livelli di prezzo • Prezzo Minimo e Massimo intraday 	<ul style="list-style-type: none"> • book di negoziazione aggregato per i primi i 5 livelli • prezzi e quantità presenti in acquisto ed in vendita per i 5 migliori livelli di prezzo • Prezzo Minimo e Massimo intraday
HI-MTF QUOTE DRIVEN	<ul style="list-style-type: none"> • ai market maker, informazioni relative al book di negoziazione contenente le singole quote, l'indicazione delle rispettive quantità e i codici identificativi dei market maker e degli aderenti diretti • agli aderenti diretti, le informazioni relative al book di negoziazione anonimo e aggregato per prezzo e quantità 	<ul style="list-style-type: none"> • le quote (quantità e prezzo), in acquisto e in vendita, contribute dai Market Maker
HI-MTF ORDER DRIVEN	<ul style="list-style-type: none"> • book di Negoziazione degli ordini in fase continua, disaggregato fino a 5 livelli con l'indicazione delle rispettive quantità e i codici identificativi degli aderenti diretti forniti solo a questi ultimi • situazione degli ordini e delle negoziazioni concluse degli aderenti diretti (fornite solo a questi ultimi) • il prezzo teorico d'asta, la quantità teorica scambiata, il book degli ordini in fase di pre-asta, disaggregato fino a 5 livelli 	<ul style="list-style-type: none"> • Book di Negoziazione anonimo per livello di prezzi (fino a 5) • gli ordini (quantità e prezzo) in acquisto e in vendita • il prezzo teorico d'asta, in fase di pre-asta
MTS CORPORATE	<ul style="list-style-type: none"> • prezzi e quantità aggregate delle cinque migliori proposte in acquisto ed in vendita • stato corrente di tutte le proposte immesse dall'Operatore e dettaglio dei contratti dallo stesso conclusi 	<ul style="list-style-type: none"> • per ciascun titolo i prezzi e quantità delle 5 migliori proposte in acquisto e in vendita aggregate • prezzo e quantità dell'ultimo Contratto
E-MIDER	<ul style="list-style-type: none"> • per ogni specie di contratto le migliori proposte aggregate per tasso e le proposte "in denaro" ed "in lettera" inserite dall'Operatore per ogni scadenza negoziale (best) • per ogni specie di contratto i dieci "aggregati di prezzo" per tutto il Mercato ed i cinque migliori negoziabili dall'operatore e le proposte "in denaro" ed "in lettera" inserite dall'Operatore per ogni scadenza negoziale (book) 	

b) *Le deroghe alla trasparenza pre-negoziazione*

La MiFID prevede – con riferimento agli strumenti azionari - la possibilità per le autorità competenti (e, quindi, la Consob) di esentare i gestori dei mercati regolamentati e dei sistemi multilaterali di negoziazione dall'obbligo di pubblicare le informazioni in base al modello di mercato o al tipo e alle dimensioni degli ordini e, in particolare, le operazioni riguardanti volumi che, per le azioni o categorie di azioni negoziate, sono elevati se raffrontati alle dimensioni normali del mercato. Tali aspetti sono affrontati nel dettaglio nell'ambito del regolamento comunitario n. 1287/2006/CE. Nella sostanza, la MiFID affronta il tema della trasparenza anche sotto il profilo delle deroghe (*waiver*) alla pubblicazione delle informazioni che le autorità competenti possono prevedere e autorizzare. Le deroghe alla trasparenza costituiscono un elemento importante della nuova disciplina. Esse attengono al più generale principio di flessibilità configurando nei fatti un innovativo meccanismo di “flessibilità regolata” atta a ben coniugare la necessaria esigenza di armonizzazione con le caratteristiche microstrutturali del mercato.

Le condizioni in base alle quali gli Stati membri possono derogare ai requisiti di trasparenza pre-negoziazione fanno riferimento al modello di mercato e al tipo di ordine (metodo di negoziazione nel quale il prezzo è determinato in relazione ad un prezzo di riferimento generato da altro sistema ovvero operazioni concordate) nonché alle operazioni di dimensioni elevate. L'articolo 19 del citato Regolamento comunitario fornisce al riguardo una definizione piuttosto dettagliata di operazioni concordate¹⁷. Avuto riguardo alla deroga concessa in relazione alla dimensione dell'ordine, la Tabella 2 dell'Allegato II del Regolamento comunitario fornisce i necessari dettagli, indicando gli ordini di dimensioni elevate rispetto alle normali dimensioni del mercato. In particolare, vengono individuate¹⁸ cinque categorie in termini di controvalore medio giornaliero degli scambi (CMG) e le corrispondenti dimensioni minime degli ordini oltre le quali è concesso di non effettuare trasparenza *pre-trade* (dimensioni elevate rispetto alle normali dimensioni del mercato)¹⁹.

Nel complesso, le *trading venue* italiane hanno finora fatto scarso ricorso alle deroghe alla trasparenza pre-negoziazione. Borsa Italiana, a seguito del passaggio al sistema di negoziazione MillenniumIT, ha previsto l'introduzione di nuove funzionalità e tipologie di ordini. In tale ambito, ha pertanto richiesto alla Consob l'autorizzazione all'esercizio di alcune deroghe alla trasparenza *pre-trade* applicabili ai mercati azionari MTA, MIV, AIM-MAC e TAH.

Tali deroghe sono state oggetto di specifiche procedure di verifica in ambito ESMA, così come previsto per le deroghe alla trasparenza *pre-trade* per le quali i gestori delle piattaforme di negoziazione possono chiedere l'autorizzazione. Da tempo, un sottogruppo dell'ESMA (al quale la Consob partecipa) gestisce, sulla base di un protocollo, una procedura da adottarsi nel caso un'autorità si trovi ad autorizzare un'esenzione alla trasparenza pre-negoziazione per verificarne la *compliance* con la MiFID. Il protocollo identifica i principali *step* e la relativa tempistica che il gruppo ESMA e, quindi, le autorità competenti devono rispettare per segnalare la propria posizione in merito all'opportunità di concedere o meno la deroga alla trasparenza pre-negoziazione.

¹⁷ Con “operazioni concordate” si intendono quelle operazioni negoziate privatamente fra partecipanti ad un mercato regolamentato o ad un sistema multilaterale di negoziazione, eseguita nell'ambito dello stesso mercato o del sistema multilaterale di negoziazione, e dove i partecipanti ricoprono uno dei seguenti compiti: i) negozia per conto proprio con un altro membro che agisce per conto di un cliente; ii) negozia con un altro membro ed entrambe eseguono ordini per conto proprio; iii) agisce per conto sia del venditore sia dell'acquirente; v) agisce per conto dell'acquirente ed un altro membro agisce per conto del venditore; vi) negozia per conto proprio a fronte di un ordine di un cliente. Trattasi evidentemente di un elenco che ben rappresenta le diverse tipologie di operatività e, pertanto, da ritenersi esaustivo.

¹⁸ Sulla base dei calcoli effettuati annualmente dalle autorità competenti compresa la Consob.

¹⁹ Ad esempio, un ordine – su un'azione caratterizzata da un CMG compreso fra i 500.000 e 1 milione di euro – può beneficiare della deroga se ha un controvalore superiore ai 100.000 euro.

Per completezza si precisa che, successivamente, le tipologie di ordini “*Cross order*”, “*Block Trades*”, “*Iceberg order*” sono state estese anche ai mercati *non-equity* MOT, SEDEX e ExtraMOT.

Tabella 12 – Deroghe alla pre-trade di Borsa Italiana

TIPOLOGIA DEROGHE/NATURA DELL'ORDINE	DESCRIZIONE
<p><i>Deroga Operazioni concordate:</i></p> <p><u>Cross order</u></p>	<p>Le proposte della tipologia <i>cross</i> sono finalizzate alla conclusione di contratti in cui le controparti sono predeterminate (<i>committed cross</i>) o in cui la controparte sia costituita dallo stesso operatore che ha immesso la proposta (<i>internal cross</i>)²⁰. Le suddette proposte possono essere eseguite solo ad un prezzo compreso tra la migliore proposta in acquisto e la migliore proposta in vendita presenti sul <i>book</i> di negoziazione, inclusi gli estremi di tale intervallo.</p>
<p><i>Deroga Large in Scale:</i></p> <p><u>Block Trades</u></p>	<p>Proposte con quantità oggetto del contratto uguale o superiore a determinati valori e per cui il prezzo di esecuzione può discostarsi di una determinata percentuale dal bid-ask presente sul <i>book</i> di negoziazione.</p>
<p><i>Deroga basata sul tipo di ordine:</i></p> <p><u>Stop limit / Stop order</u></p>	<p>Lo “<i>stop order</i>” e lo “<i>stop limit order</i>” rappresentano proposte rispettivamente senza limite di prezzo e con limite di prezzo, che, sebbene inviate alla piattaforma, restano inattive nel <i>book</i> di negoziazione e sono attivate nella fase di negoziazione continua solo al raggiungimento di un determinato livello del prezzo dell'ultimo contratto concluso (cd. “<i>stop price</i>”).</p>
<p><i>Deroga basata sul tipo di ordine:</i></p> <p><u>Iceberg order</u>²¹</p>	<p>Rispetto al “tradizionale” <i>iceberg order</i> già previsto da Borsa Italiana, qualora tutte le quantità visualizzate degli <i>iceberg order</i> con il medesimo prezzo siano eseguite da una medesima proposta, di segno opposto e quantitativo eccedente la sommatoria delle quantità visualizzate degli <i>iceberg order</i>, gli eventuali quantitativi rimanenti non visualizzati sono eseguiti dalla stessa proposta proporzionalmente alla quantità rimanente non visualizzata di ciascun <i>iceberg order</i>.</p>

1.2 Gli internalizzatori sistematici

Un regime particolare è previsto per gli internalizzatori sistematici in ragione delle peculiari caratteristiche di tali operatori che, da un lato, vengono assimilati alle *trading venue* e, dall'altro, ricoprono la natura di intermediari che operano in conto proprio eseguendo ordini di clienti. I requisiti di trasparenza pre-negoziazione per le imprese di investimento si applicano alle operazioni sulle azioni ammesse alla negoziazione nei mercati regolamentati per le quali esiste un mercato liquido ed esse rivestono la natura di internalizzatori sistematici e, comunque, per quantitativi fino alla dimensione standard di mercato. Vi è, quindi, l'esplicita considerazione, in presenza di determinate condizioni, delle imprese di investimento quali piattaforme di negoziazione e, in quanto tali, destinatarie di una disciplina specifica che attiene soprattutto alla trasparenza e alla gestione degli ordini dei clienti.

Si ricorda che nel contesto italiano gli internalizzatori sistematici sono tutti operativi su strumenti finanziari diversi dalle azioni ammesse a negoziazione nei mercati regolamentati europei (in assenza quindi di un

²⁰ È esclusa l'esecuzione di contratti *internal cross* nei quali la controparte in acquisto e in vendita sia l'operatore stesso in conto proprio (contratto con se stesso).

²¹ Gli *iceberg order* sono proposte di negoziazione che possono essere immesse durante la fase di negoziazione continua e che presentano limite di prezzo e visualizzazione parziale della quantità sul *book* di negoziazione. Si ricorda che l'esecuzione dell'intera quantità visualizzata genera automaticamente una nuova proposta, che, a sua volta, viene esposta nel mercato con la medesima quantità parziale visualizzata o l'eventuale residuo rispetto al quantitativo totale, con il prezzo della proposta originaria e con la priorità temporale coincidente con l'orario della generazione della nuova proposta.

regime di trasparenza armonizzato a livello comunitario) ad eccezione di un internalizzatore sistematico che opera solo su azioni.

Le informazioni al pubblico e ai partecipanti

L'analisi dei Regolamenti degli internalizzatori sistematici evidenzia come nella gran parte dei casi gli intermediari provvedono a fornire della clientela le informazioni relative al miglior prezzo in acquisto e in vendita con le relative quantità nominali e il dettaglio dell'ultimo contratto concluso (prezzo, quantità, data, ora). Tali informazioni sono nella gran parte dei casi anche pubblicate e consultabili dal sito web dell'intermediario gestore del sistema di internalizzazione sistematica e sono accessibili durante l'orario di funzionamento del sistema.

Anche nel caso delle informazioni fornite al pubblico, la gran parte degli intermediari provvedono a fornire - tramite la consultazione dell'apposita sezione dedicata sul sito internet - le informazioni relative alla data di operatività, i riferimenti degli strumenti finanziari, il prezzo di vendita al cliente, la relativa quantità disponibile, il prezzo di acquisto dal cliente, la relativa quantità disponibile.

2. La trasparenza post-negoziazione

La MiFID ed il relativo regolamento comunitario di attuazione provvedono a definire un regime di trasparenza *post-trade* affatto generale, valido per i sistemi multilaterali di negoziazione e i mercati regolamentati, nonché per le imprese di investimento, a prescindere dalla loro natura o meno di internalizzatori sistematici e per le operazioni concluse al di fuori dei mercati regolamentati e dei sistemi multilaterali di negoziazione. La MiFID richiede agli Stati membri di prevedere che le imprese di investimento e i gestori di mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione rendano pubblici, per le azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato, almeno il prezzo, il volume e il momento di esecuzione delle operazioni concluse nell'ambito dei sistemi²². Anche in tal caso, i dati di tali operazioni devono essere resi pubblici a condizioni commerciali ragionevoli e per quanto possibile in tempo reale, prevedendo che solo in casi eccezionali, quando i sistemi non permettono un periodo più breve di pubblicazione, la possibilità di provvedere alla pubblicazione entro il termine massimo di tre minuti.

2.1 Mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione

a) Le informazioni al pubblico e ai partecipanti

La Tabella che segue riporta sinteticamente le informazioni rese disponibili al pubblico e ai partecipanti ai mercati dalle *trading venue* multilaterali italiane.

²² Pur non introducendo novità di rilievo, il regolamento comunitario n. 1287/2006 precisa più in dettaglio il contenuto delle informazioni obbligatorie, richiedendo:

- il giorno di negoziazione;
- l'ora di negoziazione;
- l'identificativo dello strumento finanziario;
- il prezzo unitario (al netto delle commissioni);
- la valuta in cui è espresso il prezzo;
- il quantitativo;
- il codice identificativo della sede di negoziazione.

Tabella 13 - Le informazioni post-negoziatore ai partecipanti al mercato

TRADING VENUE/MERCATO	INFORMAZIONI AI PARTECIPANTI	INFORMAZIONI AL PUBBLICO
MTA, MIV, MOT, Sedex, TAH, AIM-MAC, ExtraMOT	<ul style="list-style-type: none"> • l'ultimo contratto negoziato • il volume cumulato degli scambi • il riepilogo dei contratti conclusi nel mercato per ogni strumento finanziario, contenente l'orario, la quantità e il prezzo di esecuzione. 	<ul style="list-style-type: none"> • il prezzo, giorno, orario di conclusione del contratto • quantità dell'ultimo contratto concluso • identificativo dello strumento finanziario, quantità e controvalore negoziati cumulati • prezzi minimi, massimi, medi ponderati • i contratti conclusi con modalità cross o btf²³
<p style="text-align: center;">IDEM</p>	<ul style="list-style-type: none"> • il prezzo e la quantità dell'ultimo contratto concluso • la quantità complessivamente negoziata 	<ul style="list-style-type: none"> • le operazioni effettuate per singoli strumenti finanziari, tra cui: <ul style="list-style-type: none"> – prezzo, giorno e orario di conclusione, quantità dell'ultimo contratto concluso nonché identificativo dello strumento finanziario; – numero di contratti conclusi. • Al termine della seduta sono immediatamente disponibili al pubblico, per ciascuna serie negoziata, il prezzo di chiusura; prezzi minimo e massimo registrati durante la seduta, esclusi i prezzi dei contratti block trades conclusi e per le proposte combinate; numero di contratti conclusi; numero di posizioni aperte ("open interest"); per i contratti di opzione, le volatilità implicite relative ai prezzi di chiusura. • al termine delle negoziazioni, Borsa Italiana provvede a diffondere mediante supporto informatico il Listino ufficiale, che riporta, per ciascuno strumento finanziario, almeno le seguenti informazioni: <ul style="list-style-type: none"> a) numero di contratti conclusi con separata evidenza dei contratti <i>block trades</i>; b) controvalore nozionale dei contratti negoziati con separata evidenza dei contratti <i>block trades</i>.
<p style="text-align: center;">EuroTLX</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Dati relativi al contratto concluso diffusi real time attraverso la piattaforma del mercato; • File per la riconciliazione giornaliera per Aderente di tutti i contratti conclusi, giornalmente sui siti dedicati. 	<ul style="list-style-type: none"> • numero di contratti conclusi; • quantità totale negoziata e relativo controvalore; • prezzi minimo e massimo; • prezzo di chiusura e prezzo dell'ultimo contratto.

²³ Cross order e block trade facilities (btf).

TRADING VENUE/MERCATO	INFORMAZIONI AI PARTECIPANTI	INFORMAZIONI AL PUBBLICO
<p>Hi-Mtf Quote-Driven</p>	<p>Ai market maker:</p> <ul style="list-style-type: none"> • parametri di negoziazione • ultimo contratto • prezzo migliore in acquisto e in vendita • volume degli scambi • propria situazione quote e negoziazioni concluse • totale negoziazioni per ciascun strumento finanziario con l'indicazione dell'ora, della quantità e del prezzo di esecuzione. <p>All'aderente diretto:</p> <ul style="list-style-type: none"> • propria situazione ordini e negoziazioni concluse; • totale negoziazioni per ciascun strumento finanziario con l'indicazione dell'ora, della quantità e del prezzo di esecuzione 	<p>Durante la giornata di negoziazione:</p> <ul style="list-style-type: none"> • il prezzo, la quantità, la data e l'ora dell'ultimo contratto concluso; e progressivamente: • il numero di contratti conclusi; le quantità e il controvalore complessivamente scambiati; il prezzo dell'ultimo contratto concluso per ogni strumento finanziario; il prezzo minimo e il prezzo massimo delle negoziazioni eseguite; il prezzo medio ponderato. <p>Ogni mese: il numero delle negoziazioni eseguite; le quantità complessivamente negoziate ed il controvalore scambiato; il prezzo minimo e il prezzo massimo delle negoziazioni eseguite; il prezzo medio ponderato relativo alle negoziazioni eseguite.</p>
<p>Hi-Mtf Order Driven</p>	<p>Le informazioni <i>post-trade</i> relative all'aderente diretto nel segmento <i>Quote Driven</i> sono le medesime fornite nel segmento <i>Order Driven</i>.</p>	<p>Durante la giornata di negoziazione: il prezzo, la quantità, la data e l'ora dell'ultimo contratto concluso; gli ordini in acquisto ed in vendita; il prezzo teorico d'asta in fase di pre-asta e progressivamente: il numero di contratti conclusi; le quantità e il controvalore complessivamente scambiati; il prezzo dell'ultimo contratto concluso per ogni strumento finanziario; il prezzo minimo e il prezzo massimo delle negoziazioni eseguite; il prezzo medio ponderato.</p> <p>Ogni mese: il numero delle negoziazioni eseguite; le quantità complessivamente negoziate ed il controvalore scambiato; il prezzo minimo e il prezzo massimo delle negoziazioni eseguite; il prezzo medio ponderato relativo alle negoziazioni eseguite.</p>
<p>MTS Corporate</p>	<ul style="list-style-type: none"> • prezzo, quantità ed orario dell'ultimo contratto concluso • prezzo minimo, massimo e medio ponderato, nonché quantità negoziate, calcolati con riferimento ai contratti conclusi in un periodo di funzionamento del mercato stabilito dalle Istruzioni • stato corrente di tutte le proposte immesse dall'operatore e dettaglio dei contratti dallo stesso conclusi. 	<p>La Società di Gestione al termine di ogni giornata di mercato aperto rende pubblico un listino, redatto secondo quanto previsto nelle Istruzioni, nel quale vengono riportate, per ciascuno Strumento Finanziario scambiato nella medesima giornata sul Sistema, almeno le informazioni relative al prezzo minimo, massimo e medio ponderato, nonché alle quantità totali negoziate, calcolati con riferimento ai contratti conclusi nell'arco dell'intera giornata</p>

TRADING VENUE/MERCATO	INFORMAZIONI AI PARTECIPANTI	INFORMAZIONI AL PUBBLICO
E-MIDER	<ul style="list-style-type: none"> • per ciascun comparto in cui operano e per ciascuna specie negoziale, le statistiche riepilogative della giornata precedente riportanti il prezzo massimo, minimo e medio ponderato, nonché i volumi negoziati; • per ciascuna specie negoziale che l'operatore può trattare: <ul style="list-style-type: none"> a) prezzo massimo, minimo e medio ponderato, e relativi volumi, calcolati con riferimento ai contratti conclusi nel corso della giornata fino all'istante dell'ultima rilevazione; b) prezzo, quantitativo ed ora dell'ultimo contratto concluso. • riservatamente a ciascun operatore sono messe a disposizione <ul style="list-style-type: none"> a) elenco delle quotazioni, delle RfQ (<i>request for quote</i>), degli ordini e dei RfQ Order immessi nella stessa giornata; non sono visibili le quotazioni cancellate o modificate; b) elenco dei contratti conclusi nella giornata; c) elenco dei contratti conclusi da regolare; d) elenco dei contratti da eseguire nella giornata; e) informazioni di <i>set-up</i>. 	<p>Al termine di ogni giornata lavorativa: per ciascun comparto e per ciascuna specie negoziale trattata, almeno le informazioni relative al prezzo massimo, minimo e medio ponderato, e relativi volumi, calcolati con riferimento ai contratti conclusi nel mercato nel corso della stessa giornata.</p>

2.2 Gli internalizzatori sistematici

a) Le informazioni al pubblico e ai partecipanti

La maggioranza degli internalizzatori sistematici provvede a fornire alla clientela - entro l'inizio della giornata successiva di negoziazione e con riferimento alla giornata precedente - per ciascuno strumento finanziario, le informazioni relative a:

- numero dei contratti conclusi; quantità nominali e controvalori scambiati;
- prezzo dell'ultimo contratto concluso;
- prezzo minimo e massimo.

Entro il terzo giorno lavorativo di ogni mese, con riferimento al mese precedente e per ciascuno strumento finanziario pubblicano inoltre il numero dei contratti conclusi, le quantità nominali e controvalori scambiati, il prezzo minimo e massimo, il prezzo medio ponderato relativo ai contratti conclusi in acquisto ed in vendita, il prezzo, la quantità e la data dell'ultimo contratto concluso.

Anche nel caso delle informazioni al pubblico, la maggioranza degli internalizzatori sistematici rende disponibili le informazioni post-negoziazione presso tutte le filiali delle banche rete e tramite la consultazione dell'apposita sezione dedicata sul sito internet di ognuna di esse. Le informazioni pubblicate attengono principalmente al numero di contratti conclusi alle quantità e al controvalore complessivamente scambiati, al prezzo dell'ultimo contratto concluso, al prezzo minimo e massimo registrati.

Le prospettive a livello comunitario

La MiFID II/MiFIR affronta in chiave innovativa i temi legati alla trasparenza delle negoziazioni. Fra le novità di maggior rilievo nel mondo *equity* e *equity-like*:

- a) l'estensione del regime di trasparenza anche agli strumenti *equity-like* (*depository receipt*, ETF e *certificate*);
- b) l'estensione del regime di trasparenza alle azioni e agli strumenti *equity-like* negoziati sugli MTF;
- c) l'obbligo dei mercati regolamentati e degli MTF di rendere disponibili le informazioni pre e *post-trade* separatamente (*unbundling*) e gratuitamente dopo 15 minuti dalla pubblicazione;
- d) una specifica procedura per le autorità competenti e per l'ESMA per l'autorizzazione di ogni specifica deroga alla trasparenza *pre-trade* nonché per il monitoraggio continuo da parte dell'ESMA sull'applicazione e l'utilizzo delle deroghe (cui si aggiunge un report annuale alla CE)²⁴;
- e) una restrizione alla portata delle deroghe (*waiver*) attualmente in uso. In particolare:
 - con riferimento al “*reference price waiver*”: il prezzo assunto a riferimento sarà limitato a quello che si forma sul mercato rilevante (definito nella normativa di Livello 2) o sul mercato di prima ammissione e potrà essere il *mid-point* fra il *best bid* e *best offer* ovvero il prezzo di apertura/chiusura se le negoziazioni hanno luogo in una fase diversa da quella di negoziazione continua;
 - con riferimento al “*negotiated price waiver*”: la concessione della deroga alla trasparenza *pre-trade* sarà soggetta a specifiche limitazioni. In particolare: (i) le operazioni concordate che sono eseguite su mercati liquidi e che dipendono dal *current market price* dovranno essere concluse ad un prezzo *within* (e non più *at or within*, come nell'attuale regime MiFID) *the volume weighted spread* secondo le regole adottate dal mercato; (ii) le operazioni concordate eseguite su mercati illiquidi e che dipendono dal *current market price* dovranno essere concluse *within a percentage of a suitable reference price* (dove la percentuale ed il prezzo di riferimento dovranno essere stabiliti dal gestore della *trading venue*); (iii) le operazioni concordate che dipendono da condizioni diverse dal *current market price* (che saranno individuate dall'ESMA nella normativa di Livello 2) potranno essere eseguite senza condizioni sul prezzo;
- f) con riferimento alle deroghe sub e), al fine di evitarne un loro eccessivo ed indiscriminato utilizzo tale da compromettere una corretta formazione del prezzo, la MiFIR prevede che: (i) non più del 4% del controvalore complessivo negoziato su uno strumento finanziario su una *trading venue* nei 12 mesi precedenti può essere negoziato utilizzando dette deroghe; (ii) non più dell'8% (soglia definita a livello EU per ciascuno strumento finanziario) del controvalore negoziato nei 12 mesi precedenti può essere negoziato su tutte le *trading venue* utilizzando le cennate deroghe. Al superamento della soglia di cui alla lettera (i), l'Autorità competente dovrà sospendere l'utilizzo delle *waiver* sulla *trading venue* per un periodo di 6 mesi; al superamento della soglia di cui alla lettera (ii), tutte le Autorità competenti sospenderanno l'uso delle *waiver* su tutte le *trading venue* per un periodo di 6 mesi. Inoltre, ai fini del monitoraggio dell'uso di tali *waiver*, l'ESMA pubblicherà ogni mese il volume totale negoziato per ciascuno strumento finanziario; nonché dei *report* aggiuntivi quando i controvalori negoziati con l'utilizzo delle *waiver* superano rispettivamente il 3,75% del volume negoziato su una *trading venue* ed il 7,75% del volume negoziato in EU.

²⁴ Come sopra anticipato, già oggi è prevista una specifica procedura per le autorità competenti e per l'ESMA, che include l'obbligo delle Autorità competenti di notificare all'ESMA e alle altre autorità la ricezione della richiesta di autorizzazione all'utilizzo di una deroga e di illustrarne le principali caratteristiche. L'ESMA dovrebbe quindi pubblicare la propria posizione in merito al caso specifico. Qualora dovesse discostarsi dalla posizione assunta dall'ESMA, l'autorità competente sarebbe chiamata a rappresentare pubblicamente le ragioni di tale diversità di opinioni.

Avuto riguardo al mondo *non-equity*, la MiFIR prevede ora obblighi di trasparenza *pre-trade* per i gestori di mercati regolamentati e per le imprese di investimento che gestiscono MTF e OTF e, secondo criteri specifici, per gli internalizzatori sistematici. Gli obblighi di trasparenza *post-trade* si applicheranno, oltre che ai soggetti sopra menzionati, anche alle imprese di investimento che effettuano transazioni OTC sugli strumenti *non-equity* che rientrano nell'ambito di applicazione del nuovo regime. La nuova disciplina prevede:

- a) l'introduzione di un regime di trasparenza pre-negoziazione e post-negoziazione che si applica alle obbligazioni, *structured finance products*, derivati e diritti di emissione (*'emission allowances'*) ammessi a negoziazione sulle *trading venue* (mercati regolamentati, MTF e OTF). I requisiti di trasparenza *pre-trade* saranno calibrati in funzione del tipo di sistema di negoziazione (inclusi i sistemi *order-book*, *quote-driven*, *Request-For Quote* (RFQ), *voice trading* e ibridi);
- b) in analogia con quanto previsto per i mercati *equity*, la possibilità di introdurre deroghe alla trasparenza pre-negoziazione (*waiver*) e di differire la pubblicazione dell'informativa post-negoziazione (*deferred publication*). In particolare, le deroghe riguardano: (i) gli ordini e le transazioni *large in scale* rispetto ad una *normal market size*; (ii) gli ordini e le transazioni riguardanti gli strumenti finanziari o le classi di strumenti finanziari per i quali non vi è un mercato liquido, sulla base di una complessa definizione fornita nel MiFIR; (iii) le *actionable indications of interest*²⁵; (iv) particolari tipologie di ordini gestiti nei sistemi di negoziazione ("*orders held in an order management facility of the trading venue pending disclosure*", ad es. ordini *iceberg*). In tali aree viene prevista l'autorizzazione per ogni specifica deroga alla trasparenza *pre-trade* nonché un monitoraggio continuo da parte dell'ESMA sull'applicazione e l'utilizzo delle deroghe (cui si aggiunge un report annuale alla CE)²⁶;
- c) la messa a disposizione – da parte delle *trading venue* - delle informazioni pre e *post-trade* separatamente (*unbundling*) e gratuitamente dopo 15 minuti dalla pubblicazione;
- d) la possibilità di un "*extended time period of deferral*" durante il quale può essere omessa la pubblicazione del volume di una singola transazione. Nel caso del debito sovrano, è prevista altresì la possibilità di pubblicare un'informativa in forma aggregata riguardante più transazioni con un periodo di deferimento potenzialmente indefinito;
- e) la possibilità per l'Autorità competente di sospendere gli obblighi di trasparenza (sia *pre-trade* sia *post-trade*) qualora la liquidità della classe di uno strumento finanziario scenda al di sotto di una soglia prefissata, che dovrà essere stabilita dall'ESMA, attraverso specifiche misure di Livello 2. Le disposizioni comunitarie nelle aree sub a) e b) sopra citate sono oggetto di ulteriore specificazione nell'ambito delle misure di Livello 2 (advice dell'ESMA alla CE ovvero l'emanazione da parte dell'ESMA stessa di *regulatory/implementing technical standards*). In particolare:

Di particolare rilevanza in tale contesto le misure di Livello 2 dell'ESMA:

- 1) con riferimento al regime di trasparenza per gli strumenti *equity* ed *equity-like*, l'ESMA avrà il compito di specificare:
 - (i) il contenuto dell'informativa pubblica *pre-* e *post-trade*, ivi inclusi gli identificativi di diversi tipi di transazioni per distinguere quelle eseguite sulla base di fattori diversi dalla valutazione dello strumento finanziario (ad es. le operazioni il cui prezzo è calcolato sulla base di un *benchmark*);
 - (ii) i criteri sulla base dei quali gli ordini e le transazioni sono qualificabili come *large in scale*;

²⁵ Immesse in un sistema di negoziazione *request for quote* o di tipo *voice trading* e le transazioni, ove siano "*above a size specific to the instrument which would expose liquidity provider to undue risk and takes into account whether the relevant market participants are retail or wholesale investors*".

²⁶ In analogia a quanto già avviene oggi per le deroghe alla trasparenza *pre-trade* per le azioni. Cfr. Nota a pie di pagina 7.

(iii) le condizioni per autorizzare la pubblicazione differita dell'informativa *post-trade*.

Inoltre, ove fossero mantenute le tipologie di *waiver* diverse da quella per gli ordini *large in scale*, l'ESMA dovrà definire:

- (i) le caratteristiche delle operazioni concordate;
- (ii) il tipo e la dimensione minima degli ordini conservati in un sistema di gestione degli ordini (*order management facilities*) in attesa di essere divulgati al mercato (es. *iceberg order*, *stop order*);
- (iii) cosa costituisce '*a sufficient proportion of the daily trading volume in relation to overall trading volume of a financial instrument*' nei modelli di mercato dove il prezzo è derivato da una diversa *trading venue* (*reference price*), al fine di considerare affidabile il prezzo che si forma su detta *venue* e concedere il *waiver* alla trasparenza *pre-trade* sul mercato che lo utilizza passivamente.

2) con riferimento al regime di trasparenza per gli strumenti *non-equity*, l'ESMA avrà il compito di elaborare le definizioni dei sistemi di negoziazione *voice* e *request-for-quote* per i quali in alcuni casi si potrà derogare alla trasparenza *pre-trade* condizioni. Inoltre nell'ambito delle misure di Livello 2 dovranno essere specificati:

- (i) come per gli strumenti *equity*, il contenuto dell'informativa pubblica *pre-* e *post-trade*, ivi inclusi gli identificativi di diversi tipi di transazioni per distinguere quelle eseguite sulla base di fattori diversi dalla valutazione dello strumento finanziario (ad es. le operazioni il cui prezzo è calcolato sulla base di un *benchmark*);
- (ii) i criteri sulla base dei quali gli ordini e le transazioni sono qualificabili come *large in scale*;
- (iii) '*the size specific of the instrument*', al superamento della quale può essere concessa la deroga alla trasparenza *pre-trade* e può essere differita la pubblicazione dell'informativa *post-trade*;
- (iv) gli strumenti o le classi di strumenti finanziari per i quali non vi è un 'mercato liquido', sulla base della definizione fornita nel MiFIR stesso;
- (v) le condizioni per autorizzare la pubblicazione differita dell'informativa *post-trade*;
- (vi) i criteri per scegliere quali informazioni pubblicare durante il periodo di differimento (un *set* limitato di informazioni ovvero informazioni in forma aggregata relativa a più transazioni);
- (vii) i parametri ed i metodi per calcolare le soglie di liquidità al di sotto delle quali l'Autorità competente può sospendere temporaneamente il regime di trasparenza.

Il tema della trasparenza rappresenta, oggi e in prospettiva, un elemento cruciale sia della regolamentazione sia dell'attività di vigilanza. In tale ottica, ferma restando l'attività di vigilanza sugli obblighi di trasparenza post-negoziazione a carico degli intermediari per l'operatività OTC e sui canali utilizzati a tal fine (temi non affrontati nel presente documento), particolare attenzione deve essere prestata agli obblighi informativi implementati dalle *trading venue* e ai relativi costi sostenuti dagli utenti per l'accesso alle informazioni nonché alle deroghe alla trasparenza *pre-trade* richieste dalle *trading venue* in Europa.

Sezione VI - I sistemi di controllo delle negoziazioni

In tale area, le informazioni richieste ai gestori delle *trading venue* italiane hanno riguardato due principali aree di controlli:

- a) le *Error Trade Policies*;
- b) i meccanismi di sospensione automatica delle negoziazioni.

Le informazioni raccolte mostrano una significativa omogeneità nell'approccio adottato dai diversi gestori delle diverse piattaforme di negoziazione, pure in presenza di elementi specifici legati alla diversa

microstruttura dei mercati. Peraltro, emblematico il fatto che la natura della piattaforma (mercato regolamentato ovvero sistema multilaterale di negoziazione) non incida sulla scelta dei controlli e che i soggetti che gestiscono sia mercati regolamentati sia sistemi multilaterali di negoziazione si siano dotati, anche per gli MTF, di controlli sostanzialmente sovrapponibili a quelli dei mercati regolamentati. Tale fenomeno, nella misura in cui trasferisce presidi pensati per i mercati regolamentati (in relazione ai quali si richiedono standard di vigilanza più intensi), è indubbiamente positivo, in quanto espressione di una particolare attenzione al tema dei controlli.

Inoltre, ancorché non affrontato in maniera specifica nell'ambito delle più volte citate schede informative raccolte dalle *trading venue*, l'implementazione in Italia delle Linee Guida ESMA sul trading automatizzato ha richiesto alle *trading venue* un intenso lavoro di *self-assessment* per la verifica della *compliance* agli orientamenti ESMA. Con comunicazione n. DME/120270714 del 4 aprile 2012 sono stati recepiti gli Orientamenti per le piattaforme di negoziazione soggette alla vigilanza della Consob²⁷.

a) *Le Error Trade Policies*

I meccanismi per la gestione degli errori rappresentano un elemento importante delle misure per assicurare l'integrità dei mercati e l'ordinato svolgimento delle negoziazioni²⁸. Le politiche per la gestione degli errori trovano la loro ragione nel riconoscimento della presenza di problematiche connesse con l'utilizzo di metodologie di negoziazione elettroniche e relative all'impatto sul mercato e alla gestione di ordini immessi nel sistema ed eseguiti per "errore" (quale conseguenza di un comportamento del partecipante al mercato ovvero di un malfunzionamento del sistema di negoziazione). Le questioni attengono quindi:

- all'utilità di tali politiche ai fini del mantenimento dell'integrità di mercato e della possibilità per i partecipanti al mercato di gestire i rischi connessi alla trasmissione di informazioni fuorvianti sui prezzi e sulle quantità negoziate sul mercato in un dato momento;
- alla necessità di eliminare ambiguità ed incertezze sui processi e sulle conseguenze alla base derivanti dall'adozione di tali politiche: i partecipanti al mercato dovrebbero conoscere in anticipo: i) le circostanze nelle quali una transazione può essere cancellata; ii) i soggetti che ne possono richiedere la cancellazione al fine di poter valutare adeguatamente i rischi e di costi ai quali sono esposti nel caso di adozione di procedure di gestione degli errori;
- all'importanza a che le politiche di gestione degli errori siano applicate in maniera equa;
- alla necessità di avere regole per la gestione degli errori in forma scritta e disponibili ai partecipanti al mercato: diffusione al mercato delle condizioni di applicabilità delle politiche di gestione degli errori (trasparenza *ex-ante*) – così come stabilite nelle regole adottate dalle società di gestione dei mercati e approvate dai *regulator* – e diffusione e corretta segnalazione delle transazioni che sono state cancellate in attuazione della procedura di gestione degli errori (trasparenza *ex-post*);
- all'opportunità per i mercati di prevedere idonee misure di prevenzione degli errori ovvero volte a minimizzare le possibilità che i partecipanti al mercato commettano errori nell'immissione degli ordini.

²⁷ Con riferimento alla tempistica di attuazione, gli Orientamenti sono entrati in vigore il 1° maggio 2012, data a partire dalla quale le piattaforme di negoziazione e le imprese di investimento devono essere in grado di rispettare le relative disposizioni. La Comunicazione Consob ha richiesto alle piattaforme di negoziazione di effettuare un'autovalutazione in merito al rispetto degli Orientamenti stessi e a trasmettere i risultati alla Consob entro due mesi dall'entrata in vigore (1° luglio 2012).

²⁸ Si ricorda che la stessa IOSCO ha pubblicato nell'ottobre 2005 un Rapporto in materia: "Policies on Error Trades".

Nel quadro sopra delineato, si rappresenta come in via generale tutti i mercati regolamentati e gli MTF prevedano una procedura di gestione degli errori che riconosce al gestore la possibilità di disporre la cancellazione di contratti conclusi, su concorde richiesta motivata degli operatori contraenti oppure la cancellazione di operazioni inserite erroneamente.

In alcuni casi, è inoltre prevista la cancellazione “in assenza di accordo delle controparti”, a fronte di situazioni nelle quali le proposte di negoziazione sono il frutto di errori evidenti diversi da errori di quantità, ovvero il prezzo eccede i livelli soglia previsti sulla base di un Prezzo di Riferimento opportunamente calcolato.

b) Meccanismi per la sospensione automatica delle negoziazioni

I *trading halts* rappresentano una misura utilizzata in due principali circostanze. In primo luogo, le sospensioni vengono disegnate con l’obiettivo di facilitare l’ordinato assorbimento da parte degli operatori sul mercato di nuove informazioni *price sensitive* sui titoli e sull’emittente titoli quotati. In secondo luogo, esse vengono utilizzate in presenza di eccessiva volatilità e squilibri fra domanda ed offerta di titoli. Nella categoria delle sospensioni automatiche dalle negoziazioni vengono considerate le sospensioni che intervengono automaticamente, sulla base di soglie di prezzo predefinite, e per le quali il livello di discrezionalità dei soggetti autorizzati ad adottare tali misure risulta minimo. Al riguardo si distinguono: i) i *price limits*, ovvero misure volte a fronteggiare una eccessiva volatilità del prezzo di un titolo con la conseguente sospensione dello stesso titolo dalle negoziazioni per un determinato periodo di tempo; ii) i *circuit breakers*, ovvero misure adottate in occasione di una eccessiva volatilità del mercato e volte alla chiusura del mercato.

In via generale, tutte le *trading venue* prevedono misure per la sospensione automatica delle negoziazioni. Tuttavia, benché gli approcci adottati risultino accomunati dal medesimo obiettivo, le caratteristiche e le procedure alla base dei *trading halt* risultano disegnate per adattarsi alle peculiarità dei mercati.

In tale quadro, per tutti i mercati regolamentati e gli MTF gestiti da Borsa Italiana, sono previsti meccanismi di sospensione automatica delle negoziazioni, al superamento di limiti di variazione prezzi:

- a) limiti di variazione dei prezzi delle proposte rispetto al prezzo statico²⁹;
- b) limiti di variazione dei prezzi dei contratti rispetto al prezzo statico;
- c) limiti di variazione dei prezzi dei contratti rispetto al prezzo dinamico³⁰.

Borsa Italiana stabilisce poi nella Guida ai Parametri le variazioni percentuali massime di cui sopra³¹.

²⁹ Il Regolamento del mercato di Borsa Italiana stabilisce che il prezzo statico è dato dal:

- a) prezzo di riferimento del giorno precedente, in asta di apertura;
- b) prezzo di conclusione dei contratti della fase di asta, dopo ogni fase di asta; qualora non sia determinato un prezzo di asta, il prezzo statico è pari al prezzo del primo contratto concluso nella fase di negoziazione continua.

³⁰ Il Regolamento stabilisce che il prezzo dinamico è dato dal:

- a) prezzo dell’ultimo contratto concluso durante la seduta corrente;
- b) prezzo di riferimento del giorno precedente, qualora non siano stati conclusi contratti nel corso della seduta corrente.

³¹ Ad esempio, per gli strumenti ammessi sui mercati MTA e sul MIV, nella Guida ai parametri sono stabilite le seguenti soglie:

- a) il limite massimo di variazione dei prezzi delle proposte di negoziazione rispetto al prezzo statico è pari a +/- 50% per le azioni e le quote di fondi chiusi, a +/- 90% per i *warrant* e diritti e +/-25% per le obbligazioni convertibili;
- b) il limite massimo di variazione dei prezzi dei contratti rispetto al prezzo statico è pari a +/- 5% per le azioni componenti l’indice FTSE MIB e le obbligazioni convertibili, a +/- 10% per le altre azioni, a +/- 7,5% per le quote di fondi chiusi e a +/- 30% per i *warrant* e i diritti;

Qualora durante la negoziazione continua di uno strumento finanziario il prezzo del contratto in corso di conclusione superi uno dei limiti di variazione dei prezzi:

- i) la negoziazione continua dello strumento finanziario viene automaticamente sospesa e contestualmente viene attivata una fase di asta di volatilità, che si svolge secondo le usuali modalità previste per l'asta di apertura (nel caso in cui trattasi di strumenti ammessi nei mercati MTA, MIV e MOT); ovvero
- ii) la negoziazione continua dello strumento finanziario viene automaticamente sospesa per un intervallo la cui durata, stabilita nelle Istruzioni, è pari a 10 minuti e la proposta che ha determinato la sospensione viene automaticamente cancellata (nel caso in cui trattasi di strumenti ammessi nei mercati SEDEX ed ETFplus).

Allo scadere della sospensione temporanea le negoziazioni riprendono con le modalità della negoziazione continua, salvo diverse disposizioni di Borsa Italiana. In particolare, in considerazione di particolari andamenti del mercato, Borsa Italiana può, in relazione a specifici mercati, categorie di strumenti finanziari o singoli strumenti intervenire mediante diversi strumenti, quali:

- a) prolungare la durata o rinviare l'inizio di una o più fasi di negoziazione;
- b) interrompere, ove possibile, la negoziazione continua con contestuale ripristino dell'asta;
- c) modificare i limiti di variazioni massime di prezzo, il prezzo statico e dinamico nonché le altre condizioni di negoziazione ("parametri");
- d) sospendere o ripristinare le negoziazioni³².

Hi-MTF Sim prevede (per entrambi gli MTF da essa gestiti) meccanismi di sospensione automatici, nel caso di superamento di limiti di variazione dei prezzi e qualora gli ordini non rientrino nei parametri di negoziazione stabiliti nel Regolamento del Mercato (modalità di esecuzione, prezzi non coerenti con i *tick* di negoziazione, quantità non uguali o multiple dei lotti di negoziazione).

EuroTLX Sim prevede alcuni limiti al superamento dei quali le proposte vengono automaticamente rifiutate. I limiti sono di diverso genere; in particolare, sono previsti "*limiti di variazione dei prezzi*" (il limite massimo di variazione del prezzo delle proposte di negoziazione rispetto al prezzo di chiusura del giorno

c) il limite massimo di variazione dei prezzi dei contratti rispetto al prezzo dinamico è pari a +/- 3,5% per le azioni componenti l'indice FTSE MIB e le quote di fondi chiusi, a +/- 5% per le altre azioni e i *warrant*, a +/- 2,5% per le obbligazioni convertibili e a +/- 15% per i diritti.

³² Borsa Italiana può effettuare tali interventi al verificarsi di una serie di circostanze stabilite nel Regolamento, ovvero:

- a) qualora vengano superati i limiti di variazione massima dei prezzi;
- b) qualora siano rilevabili andamenti anomali, in termini di variazione dei prezzi o di quantità negoziabili, delle contrattazioni di uno strumento finanziario;
- c) qualora si renda necessario acquisire informazioni in merito a particolari situazioni di mercato di uno strumento finanziario;
- d) qualora ricorrano motivi tecnici o altre circostanze che non garantiscano il regolare funzionamento del mercato;
- e) in caso di circostanziata segnalazione da parte di operatori che si ritengono danneggiati da comportamenti irregolari di altri operatori;
- f) limitatamente alle negoziazioni nel mercato IDEM, su richiesta motivata della società di gestione del sistema di compensazione e garanzia individuata per il mercato.

Negli interventi di cui sopra Borsa Italiana tiene conto dei seguenti elementi:

- a) dei volumi scambiati e dei prezzi fatti registrare sullo strumento finanziario nell'ultimo trimestre, nonché delle loro variazioni;
- b) del grado di liquidità dello strumento e della significatività degli scambi;
- c) diffusione o mancata diffusione di notizie a disposizione del mercato;
- d) della circostanza che lo strumento costituisca attività sottostante di strumenti derivati negoziati, nonché del grado di liquidità di tali strumenti derivati;
- e) per i diritti di opzione, *warrant* e altri strumenti derivati, dei valori teorici rispetto agli strumenti finanziari sottostanti e del periodo di esercizio o di eventuali collegamenti tra mercati sottostanti e derivati;
- f) per le obbligazioni e i titoli di Stato, dei prezzi e dei rendimenti di altri strumenti quotati aventi caratteristiche simili.

precedente e il limite massimo di variazione dei prezzi tra due contratti consecutivi) e il “*limite alla quantità massima inseribile*” previsto dal Regolamento ma al momento tecnicamente non attivo.

c) Sistemi e controlli in ambiente altamente automatizzato

Gli Orientamenti sulle *trading venue* trovano applicazione ai mercati regolamentati e ai sistemi multilaterali di negoziazione autorizzati in Italia, secondo un “principio di proporzionalità” espresso nell’ambito dei medesimi Orientamenti ESMA, secondo il quale i sistemi e i controlli impiegati per rispettare gli orientamenti devono tener conto della natura, dell’entità e della complessità dell’attività svolta.

Riquadro 5

Orientamenti ESMA per le piattaforme di negoziazione

- *Orientamento 1*: Requisiti organizzativi per i sistemi di negoziazione elettronica dei mercati regolamentati e dei sistemi multilaterali di negoziazione;
- *Orientamento 3*: Requisiti organizzativi per i mercati regolamentati e i sistemi multilaterali di negoziazione tesi alla promozione di un equo ed ordinato svolgimento delle negoziazioni in un ambiente altamente automatizzato;
- *Orientamento 5*: Requisiti organizzativi per i mercati regolamentati e i sistemi multilaterali di negoziazione volti a prevenire gli abusi di mercato (e in particolare la manipolazione del mercato) in un ambiente altamente automatizzato;
- *Orientamento 7*: Requisiti organizzativi per mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione i cui membri/partecipanti e utenti offrono accesso diretto al mercato/accesso sponsorizzato.

Verifica e monitoraggio dei sistemi di negoziazione elettronica

L’Orientamento n.1 prevede che le piattaforme di negoziazione, prima di introdurre un sistema di negoziazione elettronica e i relativi aggiornamenti, adottino metodologie di sviluppo che garantiscano, tra l’altro: i) la compatibilità di funzionamento con gli obblighi del mercato regolamentato e del sistema multilaterale di negoziazione ai sensi della direttiva MiFID e delle altre disposizioni normative dell’Unione e nazionali; ii) che i controlli in materia di gestione dei rischi e di *compliance* inclusi nei sistemi funzionino come previsto; iii) che sussista un monitoraggio del sistema in tempo reale per affrontare tempestivamente eventuali malfunzionamenti e, se necessario, adeguare, ridurre gradualmente o interrompere l’operatività del sistema di negoziazione elettronica.

Sul tema si è avuto modo di rilevare che tutte le *trading venue* hanno attivato procedure di *governance*, inserite anche nei contratti con le società di *outsourcing* informatico, per la definizione dei requisiti funzionali dei sistemi, la valutazione dei rischi nonché della *compliance* con il quadro regolamentare. L’effettuazione dei cosiddetti “*acceptance test*” finalizzati alla verifica finale del funzionamento, completa il quadro delle procedure attuate prima di ogni definitivo rilascio in produzione di nuovi sistemi o loro aggiornamenti. Considerevole attenzione è dedicata dalle *trading venue* ai presidi per l’individuazione di anomalie tecniche attraverso l’identificazione di apposite unità organizzative con diversi livelli di intervento e di responsabilità nonché attraverso l’implementazione di strumenti in grado di monitorare gli accessi degli operatori di ogni singolo aderente (ad es. errori commessi, disconnessioni di massa) e le transazioni (ad es. picchi, volumi, latenze oltre le soglie).

La capacità e la resilienza dei sistemi di negoziazione

In tale ambito, gli Orientamenti n. 1 e 3 hanno l'obiettivo di far sì che i sistemi di negoziazione si dotino di una capacità idonea a sostenere i volumi ragionevolmente prevedibili di messaggi, consentano di soddisfare un incremento del flusso dei messaggi e permettano di fronteggiare situazioni di emergenza che potrebbero impedirne un adeguato funzionamento. A tali fini si prevede che le piattaforme di negoziazione dispongano dei meccanismi necessari ad evitare l'eccessivo sovraccarico del book di negoziazione in qualsiasi momento, in particolare ponendo limiti alla capacità di inserimento degli ordini per ogni partecipante. Parimenti indispensabile risulta l'implementazione di meccanismi atti a limitare o sospendere le negoziazioni di uno o più strumenti al fine di mantenere l'ordinato svolgimento delle negoziazioni.

Tutte le *trading venue* risultano aver implementato sistemi di negoziazione elettronica che dispongono di appositi presidi di controllo e funzionalità tecniche, sottoposti a regolari verifiche soprattutto nei casi di aggiornamento tecnologico delle piattaforme, per monitorare costantemente le prestazioni dei sistemi e contrastare eventuali fenomeni di disturbo. In particolare la soluzione generalmente intrapresa dalle *venue* per gestire i livelli di capacity dei sistemi è stata quella di istituire report giornalieri e trimestrali sui carichi sostenuti in esito ai quali viene valutata l'opportunità di eseguire adeguamenti dell'infrastruttura.

Per quanto poi concerne i meccanismi previsti per evitare l'eccessivo sovraccarico del book di negoziazione, l'approccio seguito vede l'implementazione di differenti meccanismi, quali quelli di:

- “*throttle thresholds*” (meccanismi di controllo del flusso di ordini finalizzati alla regolazione del volume di messaggi che possono essere inviati al sistema da parte degli operatori);
- “*limiti tecnici* all'immissione delle proposte di negoziazione” (limiti in termini di numero di proposte immesse per unità di tempo, che variano a seconda della configurazione di accesso prescelta dall'operatore);
- tariffazione degli ordini immessi al superamento di un determinato rapporto rispetto agli ordini eseguiti, cd. “*order to trade ratio*”.

La continuità operativa dei sistemi di negoziazione

Particolare attenzione è rivolta al tema della continuità operativa dei sistemi operativi e, quindi, ai presidi per far fronte a interruzioni, provocate anche, ma non esclusivamente, da disfunzioni del sistema affinché la ripresa della negoziazione avvenga con la massima tempestività. L'Orientamento n.1 individua, in particolare, una serie di aspetti che i meccanismi, a seconda dei casi, devono coprire (*governance* per lo sviluppo dei sistemi, sistemi di back up dei dati, procedure di migrazione ad altro sito, individuazione degli scenari di rischio, programmi continui di verifica e revisione dei meccanismi, formazione ad hoc del personale) al fine di assicurare la costante funzionalità operativa.

Sul tema le *trading venue* risultano conformi alle indicazioni contenute negli orientamenti anche in ragione della circostanza che le misure da implementare per la continuità operativa, in ottemperanza alla normativa MiFID, erano state ribadite nella Comunicazione Consob n. DME/9085378 del 1° ottobre 2009.

Avuto riguardo ai sistemi di *back up* dei dati, si evidenzia come molti gestori abbiano optato per un modello di *Disaster Recovery* cosiddetto *active-active* in cui è previsto che il sistema operi su due diversi *server* (primario e di *back up*) attivi contemporaneamente: l'elaborazione in parallelo delle medesime transazioni ha il vantaggio di eliminare/ridurre al minimo l'eventuale perdita di informazioni. La revisione dei processi e delle procedure di *disaster recovery* e di *business continuity* avviene in genere annualmente attraverso delle

sessioni di *test* dedicate, in occasione delle quali si analizzano e rivisitano i possibili scenari di *stress* che potrebbero compromettere il normale funzionamento delle piattaforme.

I requisiti organizzativi e il monitoraggio dei partecipanti ai mercati

L'Orientamento n. 3 prevede che le piattaforme di negoziazione verifichino *ex ante* e *on-going* la conformità dei sistemi utilizzati dai membri e dai partecipanti alla piattaforma a livelli minimi di funzionalità compatibili con il sistema di negoziazione elettronica delle piattaforme di negoziazione. Tali verifiche sono specificatamente dovute per i membri, partecipanti o utenti che non sono enti creditizi né imprese di investimento ai sensi del diritto dell'Unione europea. In particolare, le piattaforme di negoziazione sono tenute a fissare requisiti minimi per i controlli pre e post-negoziazione dei membri, partecipanti e degli utenti in relazione alle loro attività di negoziazione (quali i controlli sui filtri su prezzi e quantità degli ordini e quelli per impedire accessi non autorizzati ai sistemi di negoziazione). Esse devono altresì essere in grado di prevenire, in tutto o in parte, l'accesso di un membro o di un partecipante ai propri mercati e di cancellare, modificare o correggere una transazione. Le regole e le procedure per cancellare, modificare o correggere le operazioni devono essere trasparenti per tutti i membri, partecipanti e gli utenti della piattaforma di negoziazione.

L'accesso al mercato da parte degli operatori e le procedure di ammissione appaiono disciplinati, da parte di tutte le *trading venue*, da regole e procedure trasparenti, non discriminatorie e basate su criteri oggettivi. Vengono previsti requisiti organizzativi, professionali e tecnici, validi in generale per il complesso dei soggetti che accedono alle negoziazioni. Relativamente alla natura dei partecipanti (e, in particolare, a quelli che non sono enti creditizi né imprese di investimento ai sensi del diritto dell'Unione europea), non tutte le piattaforme prevedono la possibilità a soggetti diversi dagli intermediari (ex art. 25, comma 2 del TUF) di accedere ai mercati. Tutte le *trading venue* possiedono requisiti minimali di accesso al mercato e specifici processi di conformità e certificazione dei sistemi utilizzati dai partecipanti ai mercati.

I requisiti e il monitoraggio delle condizioni di negoziazione potenzialmente riconducibili ad abusi di mercato

L'Orientamento n. 3 prevede altresì che personale qualificato delle piattaforme di negoziazione sia dedicato al monitoraggio dei mercati, per quanto possibile in tempo reale, per individuare eventuali segnali di negoziazioni anormali.

L'Orientamento n. 5, specificatamente dedicato alla prevenzione di potenziali abusi di mercato, richiede che le piattaforme di negoziazione dispongano di meccanismi e procedure in grado di individuare comportamenti dei propri membri, partecipanti e utenti riconducibili ad abusi di mercato (in particolare alla manipolazione del mercato) in un ambiente di negoziazione automatizzato. In particolare, esse devono disporre almeno di sistemi di *alert* automatici sia sulle transazioni che sugli ordini in grado di gestire la generazione di transazioni e ordini ad alta frequenza e trasmissione a bassa latenza, e di monitorare gli ordini inseriti e le transazioni eseguite da membri, partecipanti e utenti, nonché qualsiasi comportamento riconducibile ad abusi di mercato con la possibilità di rintracciare le transazioni eseguite da membri, partecipanti e utenti, nonché gli ordini inseriti e successivamente cancellati che potrebbero configurare una manipolazione del mercato.

Complessivamente, tutte le *trading venue* dispongono di sistemi per il monitoraggio di situazioni potenzialmente riconducibili ad abusi di mercato, seppure con un diverso livello di sofisticazione ed

implementazione operativa. Talune modifiche si sono rese necessarie da parte delle *trading venue* per la più precisa aderenza a quanto richiesto dagli orientamenti ESMA.

Le regole e le procedure per l'offerta di accesso diretto al mercato (*direct market access*) e/o di accesso sponsorizzato (*sponsored access*)

L'Orientamento n. 7 riguarda i requisiti organizzativi per le piattaforme di negoziazione i cui membri/partecipanti e utenti offrono accesso diretto al mercato (DMA) e/o accesso sponsorizzato (SA). In particolare, esse devono disporre di regole e procedure volte a garantire la compatibilità dell'DMA e dello SA con un equo e ordinato svolgimento delle negoziazioni attraverso un monitoraggio stretto dei propri sistemi per ridurre al minimo le potenziali disfunzioni provocate da terzi (riconducibili sia ad abusi di mercato di clienti DMA/SA o a inadeguatezza/difetti dei propri sistemi).

Le piattaforme di negoziazione devono prevedere espressamente che sul membro, partecipante o utente ricada la responsabilità esclusiva di tutti i messaggi, compresi gli ordini inseriti mediante i suoi codici di negoziazione, e che quindi lo stesso può essere soggetto a interventi (compreso il divieto di accesso al membro/partecipante o utente alla piattaforma di negoziazione) e sanzioni per qualsiasi violazione delle regole o delle procedure in relazione a tali ordini. Inoltre, gli accordi di ADM/AS tra le piattaforme di negoziazione e l'impresa che offre l'ADM/AS devono sottolineare che tale impresa rimane responsabile nei confronti della piattaforma di negoziazione per tutte le operazioni che utilizzano il codice di identificazione o qualsiasi altro sistema identificativo del partecipante al mercato.

Al riguardo, si rinvia alla Sezione III per l'analisi del tema.

Riquadro 6

Le prospettive a livello comunitario

La MiFID II affronta per la prima volta il tema dei meccanismi implementati dalle *trading venue* per assicurare la *resiliency* dei sistemi di negoziazione e fronteggiare situazioni di particolare *market stress*. In tale quadro, le *trading venue* devono possedere meccanismi per la sospensione temporanea delle negoziazioni in caso di movimenti dei prezzi significativi. In tale ambito, esse devono assicurare che i parametri per i *trading halt* siano adeguatamente calibrati tenendo conto della liquidità delle diverse classi di strumenti finanziari, della microstruttura del mercato e della tipologia di utenti/partecipanti alle negoziazioni. Tali parametri (e ogni successivo loro cambiamento) devono essere comunicati all'autorità competente (in maniera coerente e comparabile nel tempo); l'Autorità competente deve poi trasmettere tali informazioni all'ESMA. Inoltre, la *trading venue* "rilevante in termini di liquidità" per un determinato strumento finanziario deve possedere i sistemi e le procedure in grado di assicurare una pronta notifica all'autorità competente in caso di adozione di *trading halt*, in modo da poter eventualmente innescare una "*market wide response*" e la sospensione anche su altre *trading venue* che negoziano lo strumento finanziario interessato dalla sospensione.

In tale ambito, l'ESMA è chiamata a sviluppare delle *Guidelines* per giungere ad un'adeguata "calibratura" dei *trading halt* nonché per delineare le misure organizzative che le *trading venue* devono implementare ai fini della gestione dei *trading halt*, delle deroghe agli stessi e del monitoraggio della loro concreta applicazione.

Il tema dei *circuit breaker* e dei meccanismi per fronteggiare la volatilità è da sempre all'attenzione dei *regulator* sia nell'ambito delle modifiche ai regolamenti delle *trading venue* sia in sede di effettiva implementazione. In prospettiva, tale area della vigilanza registrerà uno sviluppo per la necessaria verifica dei meccanismi adottati dalle *trading venue* ai sensi di quanto indicato in MiFID II e relative norme di Livello 2 nonché nelle previste Guideline dell'ESMA.

Il tema dei sistemi e controlli implementati dalle *trading venue* in ambienti fortemente automatizzati riveste importanza fondamentale. Di particolare rilievo saranno le attività necessarie per l'adeguamento ai *regulatory technical standard* dell'ESMA emanati ai sensi della MiFID II, di maggiore dettaglio e prescrittività rispetto agli orientamenti oggi vigenti.

Sezione VII – Le *fee structure*

La Consob non ha alcun potere (di approvazione o di vigilanza *ongoing*) sulla “misura” delle *fee* applicate dai gestori delle infrastrutture di negoziazione per la fornitura dei servizi ai propri clienti. Tuttavia, la Consob potrebbe intervenire sulla “struttura” della *fee* qualora quest'ultima possa recare pregiudizio agli obiettivi di ordinato svolgimento delle negoziazioni, trasparenza e tutela degli investitori.

Il tema riveste importanza – anche sottolineata nel quadro del processo di revisione della direttiva MiFID – a motivo dell'ingresso di nuovi *competitor* nella *exchange industry* che ha spinto i gestori delle piattaforme a riconsiderare le modalità con cui hanno da sempre svolto le loro funzioni, in termini di qualità e prezzi dei servizi resi agli utenti. La presenza di soggetti (soprattutto MTF) che si caratterizzano per l'adozione di politiche tariffarie particolarmente aggressive, basate sul modello di *pricing* c.d. *maker-taker*, rende il gioco competitivo particolarmente intenso per le *exchanges*. Infatti, il modello c.d. *maker-taker* punta ad attrarre liquidità, pagando gli intermediari che inviano ordini al sistema (*liquidity maker*) e fissando dei corrispettivi solo per gli intermediari che eseguono ordini (*liquidity taker*). Tale regime prevede che l'intermediario che immette un ordine con limite di prezzo che resta nel *book* non debba pagare alcuna commissione di negoziazione bensì sia lui stesso a ricevere dalla piattaforma un rimborso nel caso in cui l'ordine risulti poi eseguito. Al contrario, gli intermediari che assorbono liquidità immettendo un ordine al meglio oppure un ordine con limite di prezzo che esegue ordini opposti già presenti sul *book* pagano commissioni di negoziazione.

Come noto, i regimi commissionali delle *trading venue* si possono raggruppare in tre principali categorie: le commissioni corrisposte dalle società che intendono quotarsi o che sono già quotate (*listing fee*); le commissioni corrisposte dagli operatori di mercato a fronte dell'attività di *trading* svolta (*trading fee*); le tariffe applicate per la messa a disposizione dei dati relativi alle informazioni *pre* e *post-trade* (*information fee*).

Con riferimento ai corrispettivi per l'accesso degli operatori alle negoziazioni, le soluzioni adottate dai singoli gestori dei mercati, al di là di alcuni *trend* comuni (come il trattamento diversificato per gli operatori che forniscono liquidità al mercato e per gli operatori che richiedono di utilizzare, per l'accesso al mercato, collegamenti logici più veloci), non sono omogenee e hanno una struttura la cui complessità è in genere proporzionata alla complessità del mercato e/o della rete dei mercati organizzati e gestiti dal medesimo gestore o appartenenti allo stesso gruppo.

I mercati prevedono in genere trattamenti differenziati per gli operatori che professionalmente offrono liquidità sui mercati. Anche in tal caso, al di là del *trend* comune, le soluzioni in concreto adottate divergono

da gestore a gestore, ma anche da mercato a mercato. In tale quadro, una voce importante delle *fees* legate alla negoziazione riguarda le caratteristiche della connessione logica alla piattaforma di negoziazione messa a disposizione dal mercato. In particolare, la velocità della connessione assume una rilevanza strategica per le *policy* di negoziazione degli intermediari, consentendo agli stessi di poter eseguire prima gli ordini di acquisto/vendita e concludere le operazioni alle migliori condizioni di mercato. Le notevoli differenze, in termini di costi, tra le connessioni ordinarie e quelle veloci o dotate comunque di una determinata flessibilità (c.d. “*resilient*”), sono una chiara “cartina di tornasole” della rilevanza economica che le stesse assumono nella pratica.

Riquadro 7

Le prospettive a livello comunitario

La MiFID II prevede per la prima volta una disciplina delle *fee structure* per le *trading venue* e lascia all’ESMA il compito di specificarne taluni aspetti di rilievo.

Le *trading venue* devono assicurare che le proprie strutture commissionali (ivi incluse le *fee* di esecuzione, le *fee* sui servizi ancillari e gli eventuali *rebate*) siano trasparenti, non discriminatorie e tali da non incentivare comportamenti di inserimento/modifica/cancellazione degli ordini in grado di porre a rischio l’ordinato svolgimento delle negoziazioni ovvero delineare condotte potenzialmente riconducibili ad abusi di mercato. Specifica disciplina viene richiesta in relazione alle *fee* da applicare in caso di cancellazione degli ordini che permangono per periodi brevi nel *book* di negoziazione.

Il ruolo dell’ESMA in tale caso sarà quello di indicare il significato di “trasparenti, non discriminatorie” e delineare le eventuali strutture commissionali in grado di incentivare condotte tali da porre a rischio l’ordinato svolgimento delle negoziazioni ovvero potenzialmente riconducibili ad abusi di mercato.

Come detto, la Consob non ha alcun potere (di approvazione o di vigilanza *ongoing*) sulla “misura” delle *fee* applicate dai gestori delle infrastrutture di negoziazione per la fornitura dei servizi ai propri clienti. Tuttavia, la Consob può intervenire sulla “struttura” delle *fee* qualora quest’ultima possa recare pregiudizio agli obiettivi di ordinato svolgimento delle negoziazioni, trasparenza e tutela degli investitori.

In prospettiva, particolare attenzione dovrà essere riservata dalle *trading venue* per assicurare che le proprie strutture commissionali siano trasparenti, facilmente comprensibili, non discriminatorie e tali da non incentivare comportamenti potenzialmente lesivi dell’integrità dei mercati. In tale quadro, la Consob sarà chiamata ad un’attività di vigilanza sul rispetto delle norme MiFID II e dei *regulatory technical standard* dell’ESMA, nelle materie sopra indicate.