

Position papers

DIVISIONE MERCATI
Ufficio Vigilanza Infrastrutture di Mercato

Mappatura delle sedi di
negoziazione in Italia dopo
l'entrata in vigore di
MiFID/MiFIR



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.

Consob

00198 Roma

Via G.B. Martini, 3

t 06.8477.1

f 06.8477612

Mappatura delle sedi di negoziazione in Italia dopo l'entrata in vigore di MiFID II/MiFIR

Indice

Premessa

Sezione I – Il contesto normativo di riferimento per le sedi di negoziazione e le sedi di esecuzione

1. Le sedi di negoziazione
2. Gli strumenti finanziari ammessi a negoziazione nelle sedi di negoziazione
3. Le principali *trading venue* europee
4. I mercati per le Piccole e Medie Imprese (PMI)
5. Le sedi di esecuzione: gli internalizzatori sistematici

Sezione II – L'accesso alle sedi di negoziazione

1. L'accesso degli operatori alle negoziazioni nei mercati regolamentati e nei sistemi multilaterali di negoziazione
2. Il trading algoritmico e le tecniche di negoziazione algoritmica ad alta frequenza
3. Il *direct market access* (DEA) e l'accesso sponsorizzato

Sezione III – La microstruttura dei mercati e i sistemi di controllo delle negoziazioni

1. Le *market making strategies* e i *market making schemes*
2. I sistemi di controllo delle negoziazioni e i meccanismi per fronteggiare la volatilità
3. I *Tick* di negoziazione
4. Rapporto tra ordini non eseguiti e operazioni (*order-to-trade ratio*)
5. Servizi di co-ubicazione (*co-location*)

Sezione IV – Le *Fee Structure*

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

1. La trasparenza pre-negoziazione
 - 1.1 Mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione
 - 1.2 Gli internalizzatori sistematici
2. Le deroghe alla trasparenza pre-negoziazione
3. La trasparenza post-negoziazione
 - 1.3 mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione
 - 1.4 Gli internalizzatori sistematici
4. Il differimento della trasparenza post-negoziazione

PREMESSA

Il presente Rapporto fa seguito al *Position Paper "La mappatura delle sedi di negoziazione in Italia"* di giugno 2014 e vuole rappresentare un quadro di sintesi aggiornato delle principali caratteristiche delle sedi di negoziazione italiane, funzionale ad una mappatura delle stesse, al fine di effettuare una prima valutazione dell'impatto, a livello domestico, del recepimento e dell'implementazione delle nuove disposizioni contenute nella Direttiva MiFID II, nel Regolamento MiFIR e nei Regolamenti delegati inerenti la disciplina dei mercati. 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 registrati nel quadro della MiFID II e del MiFIR.

La mappatura ha avuto ad oggetto le sedi di negoziazione italiane soggette – in tutto o in parte¹ – alla vigilanza della Consob.

Il complesso delle informazioni utilizzate nel presente Rapporto è il risultato di un'analisi condotta sulla documentazione e le informazioni fornite direttamente dai gestori delle sedi di negoziazione anche in adempimento degli obblighi di comunicazione ai sensi del nuovo Regolamento Consob n. 20249/2017 in materia di mercati. Ciò 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 e, allo stesso tempo, le peculiarità dei singoli sistemi alla luce del nuovo quadro normativo e regolamentare.

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* (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/controlvalore negli anni 2016, 2017 e il primo semestre 2018). La Sezione II affronta il tema dell'accesso alle sedi di negoziazione e di esecuzione, individuando le principali categorie dei partecipanti ai mercati nonché i requisiti di ammissione, permanenza e le regole di condotta adottate dai gestori in materia. La Sezione III affronta il tema della microstruttura dei mercati, con particolare riferimento al *market making*, ai meccanismi di sospensione automatica delle negoziazioni e ai presidi e controlli implementati nel rispetto delle nuove disposizioni in tema di trading algoritmico. La Sezione IV riporta le informazioni raccolte relativamente alle strutture commissionali (*fee structure*) adottate delle infrastrutture di negoziazione. Infine, la Sezione V illustra

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) le sedi di negoziazione in generale e, fermi restando i poteri e le attribuzioni della Consob e della Banca d'Italia ai sensi della disciplina sugli intermediari, i relativi gestori sono vigilati in via esclusiva dalla Consob, al fine di assicurare la trasparenza, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori;
- b) le sedi di negoziazione all'ingrosso di titoli di Stato e, fermi restando i poteri e le attribuzioni della Consob e della Banca d'Italia ai sensi della disciplina sugli intermediari, i relativi gestori sono regolati dal MEF, dalla Banca d'Italia e dalla Consob, secondo le rispettive attribuzioni. In particolare, la vigilanza sulle sedi di negoziazione all'ingrosso dei titoli di Stato e sui relativi gestori è attribuita alla Banca d'Italia avuto riguardo all'efficienza complessiva del mercato e all'ordinato svolgimento delle negoziazioni e alla Consob per quanto riguarda la trasparenza, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori. Le sedi di negoziazione all'ingrosso si caratterizzano per il fatto che "sono consentite esclusivamente le negoziazioni tra operatori che impegnano posizioni proprie ovvero, nel caso di soggetti abilitati quelle nelle quali gli operatori eseguono in contropartita diretta, con posizioni proprie, ordini di clienti professionali" (art. 61, comma 1, lett. a, TUF, che, da gennaio 2018, sostituisce l'analoga previsione dell'art. 3 D.M. n. 216/2009);
- c) la vigilanza sulle sedi di negoziazione all'ingrosso delle obbligazioni non governative e dei titoli emessi da organismi internazionali partecipati da stati, è esercitata in via prevalente dalla Consob ma prevede un coinvolgimento della Banca d'Italia su profili diversi, in particolare per ciò che riguarda l'individuazione dei requisiti minimi di funzionamento dei sistemi;
- d) la vigilanza sulle sedi di negoziazione di strumenti finanziari sull'energia e il gas è esercitata dalla Consob con il coinvolgimento dell'Autorità per l'energia elettrica, il gas e il sistema idrico, con specifico riguardo a quegli aspetti che possono incidere sul funzionamento dei mercati fisici dei prodotti sottesi nonché sulla sicurezza e sull'efficiente funzionamento delle reti nazionali di trasporto dell'energia elettrica e del gas.

i regimi di trasparenza pre-negoziatore e post-negoziatore (e le relative deroghe) concretamente implementati dalle piattaforme di negoziazione sia nel mondo delle azioni sia in quello degli strumenti finanziari diversi dalle azioni.

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. La finalità ultima è quella di fornire un quadro di riferimento utile in merito alle novità indotte dal nuovo *framework* normativo e sollecitare riflessioni e approfondimenti da parte dell'industria stessa sugli aspetti più innovativi del nuovo contesto, aumentando la consapevolezza degli operatori del mercato verso tali temi, con l'obiettivo di tutelare l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e rafforzare la competitività dei mercati italiani.

SEZIONE 1 – IL CONTESTO NORMATIVO DI RIFERIMENTO PER LE SEDI DI NEGOZIAZIONE E LE SEDI DI ESECUZIONE

Per tener conto degli elementi di innovazione e complessità osservati negli ultimi anni nella microstruttura dei mercati nonché consentire un corretto inquadramento di nuovi sistemi di negoziazione precedentemente non regolamentati in grado di compromettere il *level playing field*, il nuovo quadro normativo introdotto da MiFID II/MiFIR ha realizzato una riorganizzazione della disciplina delle sedi di negoziazione.

La MiFID II attua una regolamentazione organica dell'esecuzione delle operazioni su strumenti finanziari, indipendentemente dai metodi di negoziazione utilizzati, in modo da garantire un'elevata qualità nell'esecuzione delle operazioni degli investitori nonché mantenere l'integrità e l'efficienza globale del sistema finanziario. In particolare, il nuovo quadro normativo affronta in chiave innovativa i temi legati al *level playing field* fra mercati regolamentati, MTF, sistemi di incrocio degli ordini che non appaiono ricadere nelle tradizionali tipologie di *trading venue* disegnate dalla MiFID I.

Sono ad oggi riconducibili alla fattispecie di "sedi di negoziazione" i "mercati regolamentati" (MR), i "sistemi multilaterali di negoziazione" (MTF) e i "sistemi organizzati di negoziazione" (OTF). Tali tipologie di sistemi di negoziazione esauriscono la categoria di "sedi di negoziazione"; l'internalizzatore sistematico viene a connotarsi nella nuova disciplina come una "sede di esecuzione"².

1. LE SEDI DI NEGOZIAZIONE

Le sedi di negoziazione condividono innanzitutto la natura di "sistema di negoziazione multilaterale" o, più precisamente, di un sistema che consente l'incontro di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi in modo da dare luogo a contratti. Tali sistemi sono dunque caratterizzati da una pluralità di controparti ammesse a negoziare tra loro o, meglio, ammesse a negoziare con una controparte che non si esaurisce nel gestore del sistema. Diversamente accade, invece, nel sistema bilaterale, in cui "*un'impresa di investimento intraprende ogni operazione per conto proprio, anche come controparte interposta tra l'acquirente e il venditore senza assunzione di rischi*" (considerando (7) MiFIR). Nel sistema bilaterale, pertanto, chi ha accesso al sistema può interfacciarsi solo con l'impresa-gestore, che interviene come controparte di ogni operazione.

² Nel rinvio a quanto indicato nei seguenti paragrafi, si evidenzia che, data la caratteristica di bilateralità degli internalizzatori sistematici, ad essi non è consentito far incontrare interessi di acquisto e di vendita di terzi in modo funzionalmente identico a una sede di negoziazione, a cui si affianca il divieto che "*la gestione di un sistema organizzato di negoziazione e un'internalizzazione sistematica abbiano luogo nell'ambito della stessa entità giuridica*".

Ulteriore elemento caratterizzante è rappresentato poi dalla necessaria presenza di un "sistema", ossia di una struttura regolamentare e logistica volta al contempo a disciplinare e a consentire gli scambi o meglio, la presenza "di una serie di regole e di una piattaforma di negoziazione" (considerando (7) MiFIR). L'esternalizzazione a terzi della piattaforma di negoziazione (scelta molto diffusa nell'industria finanziaria e concessa dal legislatore) non fa venir meno l'esistenza del sistema, nella misura in cui gli scambi avvengano pur sempre in base alle relative regole.

La MiFID II fornisce, come noto, le definizioni di "mercato regolamentato" (MR), "sistema multilaterale di negoziazione" (MTF) e "sistema organizzato di negoziazione" (OTF). 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.

Tabella 1 Fonti normative di riferimento

DISCIPLINA	LIVELLO 1 UE (MiFID II)	LIVELLO 2 UE + ORIENTAMENTI ESMA	LIVELLO 1 NAZIONALE (TUF)
Sistema multilaterale - Definizione	Art. 4 (1) (19)	--	Art. 1, co. 5- <i>bis</i> .1
Mercato regolamentato - Definizione	Art. 4 (1) (21)	--	Art. 1, co. 1, lett. w- <i>ter</i>)
Gestore del mercato - Definizione	Art. 4 (1) (18)	--	Art. 1, co. 1, lett. w- <i>bis</i> .7)
Sistema multilaterale di negoziazione (MTF) - Definizione	Art. 4 (1) (22)	--	Art. 1, co. 5- <i>octies</i> , let. a)
Sistema organizzato di negoziazione (OTF) - Definizione	Art. 4 (1) (23)	--	Art. 1, co. 5- <i>octies</i> , let. b)
Sede di negoziazione - Definizione	Art. 4 (1) (24)	--	Art. 1, co. 5- <i>octies</i> , let. c)
Sede di negoziazione all'ingrosso - Definizione	--	--	Art. 61, co. 1, lett. e)
Negoziazione <i>matched principal</i> - Definizione	Art. 4 (1) (38)	--	Art. 1, co. 6- <i>octies</i>
Negoziazione <i>matched principal</i> - Disciplina	Art. 4 (1) (24)	--	art. 65- <i>quinquies</i>
Requisiti organizzativi dei mercati regolamentati	Art. 47	RD 2017/584 Orientamenti ESMA "Organo di gestione dei gestori del mercato e dei fornitori di servizi di comunicazione dati" del 19/12/2017	Art. 65
Requisiti dei sistemi multilaterali di negoziazione e dei sistemi organizzati di negoziazione	Art. 18	--	Art. 65- <i>bis</i>
Requisiti specifici dei sistemi multilaterali di negoziazione	Art. 19	--	Art. 65- <i>ter</i>
Requisiti specifici dei sistemi organizzati di negoziazione	Art. 20	--	Art. 65- <i>quater</i>

Legenda: Regolamento Delegato (UE) (RD)

In estrema sintesi, le sedi di negoziazione possono qualificarsi sulla base degli aspetti di seguito indicati:

- profili di discrezionalità nelle regole che disciplinano l'incontro della domanda e dell'offerta: mentre i MR e gli MTF sono caratterizzati da norme non discrezionali per l'esecuzione delle operazioni, il gestore di un OTF può effettuare l'esecuzione degli ordini su base discrezionale. La discrezionalità può aversi a due diversi livelli: (a) al momento dell'inserimento dell'ordine nel sistema di negoziazione, potendo il gestore decidere "di collocare o ritirare un ordine sul sistema"; (b) oppure, al momento dell'esecuzione dell'ordine medesimo, vale dire dopo che lo stesso è stato inserito nel sistema, potendo il gestore decidere di "non abbinare lo specifico ordine di un cliente con gli altri ordini disponibili nel sistema in un determinato momento". Il gestore di tali sistemi decide, dunque, "se, quando e in che misura desidera abbinare due o più ordini all'interno del sistema"; rientra nel concetto di discrezionalità anche l'attività dell'intermediario

volta comunque a incrociare, senza che ciò avvenga sulla base di una regola di *matching* stabilito ex-ante, gli interessi di due o più clienti tra loro compatibili;

- tipologie di strumenti finanziari oggetto di negoziazione: mentre per gli MTF e i MR si fa riferimento agli strumenti finanziari in genere, la definizione di OTF è limitata ad alcuni strumenti finanziari (*non-equity*): "obbligazioni, strumenti finanziari strutturati, quote di emissione e strumenti derivati". Ciò non significa che possono essere gestiti liberamente, senza autorizzazione, sistemi di negoziazione multilaterali su base discrezionale aventi ad oggetto strumenti finanziari diversi da quelli indicati nella definizione di OTF, in quanto il nuovo quadro normativo prevede un numero chiuso di sistemi di negoziazione. Non è possibile, dunque, organizzare negoziazioni su base multilaterale al di fuori delle tipologie di sede disciplinate dal legislatore (MTF, OTF, MR);
- natura del gestore della sede di negoziazione: un MR può essere gestito solo da un soggetto a ciò deputato (il gestore del mercato), mentre gli MTF e gli OTF possono essere gestiti da imprese di investimento autorizzate alla prestazione del relativo servizio/attività (in Italia, SIM e banche), oltreché da una società che sia già gestore di un MR, condizionatamente all'esito positivo di una "previa verifica" da parte della Consob del rispetto di specifici requisiti.

Gli OTF si discostano poi dalla disciplina applicabile a MR e MTF su una serie di aspetti, come ad esempio la possibilità di svolgere negoziazione *matched principal*, preclusa invece a MTF e mercati regolamentati.

RIQUADRO 1

LA NEGOZIAZIONE "MATCHED PRINCIPAL"

Tale attività, che viene puntualmente definita dal nuovo pacchetto legislativo, consiste in un tipo di negoziazione in cui l'intermediario si interpone nella transazione tra l'acquirente e il venditore in modo da non essere mai esposto al rischio di mercato durante l'intera esecuzione dell'operazione (assenza di rischio controparte), eseguendo un *matching* simultaneo di ordini, ma con segno opposto (da un lato comprare e, dall'altro, vendere) e con la transazione conclusa ad un prezzo per cui l'intermediario non percepisce né utili né perdite diverse dalle proprie commissioni di intermediazione o da altre utilità previamente concordate e di cui le parti sono state edotte. Vi sono dunque tre componenti che definiscono tale modalità di negoziazione: (i) l'assenza di un rischio controparte; (ii) l'esecuzione dell'ordine in contemporanea tra le due parti; (iii) la componente della struttura remunerativa.

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

Un discorso diverso è tuttavia possibile per gli OTF, i quali, come sopra enunciato, manifestano degli elementi di distinzione rispetto alle sedi di negoziazione tradizionali, anche alla luce di quell'elemento di discrezionalità sopra descritto. Pertanto, l'OTF, sul proprio sistema gestito e in condizioni di parità con gli altri soggetti che vi hanno accesso (che non devono mancare, vista la natura multilaterale del sistema), può:

- svolgere negoziazione "*matched principal*" esclusivamente nel caso in cui (art. 65-quinquies, TUF): (a) vi sia il consenso dei clienti; (b) la negoziazione interviene su obbligazioni, strumenti finanziari strutturati, quote di emissione e strumenti derivati non appartenenti a una categoria di derivati dichiarata soggetta all'obbligo di compensazione in conformità dell'articolo 5 del regolamento (UE) n. 648/2012; (c) lo svolgimento di negoziazione *matched principal* non generi conflitti di interesse tra il gestore e la sua clientela. In tali situazioni il gestore di un OTF dovrà fornire alla propria Autorità competente informazioni relative al modo in cui viene effettuata tale negoziazione;
- effettuare negoziazione per conto proprio diversa dalla negoziazione *matched principal* in relazione a titoli di debito sovrano privi di un mercato liquido.

Non potranno in ogni caso essere sottoposti a tale tipo di operatività gli ordini in strumenti finanziari derivati soggetti all'obbligo di compensazione ai sensi dell'EMIR.

Alcune limitazioni sono anche previste con riguardo alla possibilità per gli internalizzatori di svolgere la suddetta attività nell'esecuzione degli ordini dei clienti. In particolare, come anche osservato dall'ESMA in una apposita Q&A, l'attività di negoziazione di un internalizzatore sistematico è caratterizzata da operazioni "risk-facing" che insistono sul conto economico dell'intermediario, in quanto, nello svolgere tale attività, gli internalizzatori diventano una fonte fondamentale di liquidità per i partecipanti al mercato. Per tali motivi, il considerando (19) del Regolamento delegato (UE) n. 2017/565 chiarisce che un internalizzatore può svolgere attività *matched principal* soltanto su base occasionale e non regolare. L'occasionalità va valutata sulla base dei seguenti criteri: a) l'impresa gestisce uno o più sistemi, di tipo automatizzato o meno, mirati a facilitare le possibilità di combinare ordini dei clienti di segno opposto; b) nell'eseguire gli ordini dei clienti, le attività prive di rischio rappresentano una rilevante o ricorrente fonte di guadagno per l'impresa; c) l'impresa commercializza, o promuove in altro modo, le proprie attività di *matched principal trading*.

Nel quadro sopra delineato e in esito all'implementazione del nuovo *framework* normativo e regolamentare, l'industria italiana delle infrastrutture di negoziazione risulta oggi caratterizzata dalla presenza di:

- ✓ **6 mercati regolamentati**, dei quali 5 gestiti da Borsa Italiana SpA e 1 gestito da MTS SpA. Rispetto alla situazione ante-MiFID II, si evidenzia la richiesta di revoca dell'autorizzazione del mercato regolamentato all'ingrosso delle obbligazioni non governative e dei titoli emessi da organismi internazionali partecipati da Stati ("MTS Corporate") e del mercato regolamentato all'ingrosso dei titoli di Stato "BondVision Italia" gestiti da MTS S.p.A.; di tutta evidenza anche la trasformazione del mercato regolamentato SeDeX gestito da Borsa Italiana S.p.A. nel nuovo sistema multilaterale di negoziazione denominato "Mercato SeDeX".

Tabella 2 Mercati regolamentati

MERCATI REGOLAMENTATI (MR)	STRUMENTI FINANZIARI
MERCATI GESTITI DA BORSA ITALIANA SPA	
Mercato Telematico Azionario ("MTA")	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Azioni ▪ Azioni di SIIQ (società di investimento immobiliare quotata) ▪ Obbligazioni convertibili ▪ Warrant ▪ Diritti di opzione
Mercato telematico degli ETF e degli ETC/ETN ("ETFplus")	<ul style="list-style-type: none"> ▪ ETF (Exchange traded funds) ▪ ETC (Exchange Traded Commodities) ▪ ETN (Exchange Traded Notes)
Mercato telematico delle obbligazioni ("MOT")	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Obbligazioni diverse da quelle convertibili ▪ Titoli di Stato ▪ Euro-obbligazioni ▪ Obbligazioni strutturate ▪ Obbligazioni bancarie garantite ▪ ABS e altri titoli di debito ▪ Strumenti del mercato monetario
Mercato telematico degli <i>investment vehicles</i> ("MIV")	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Azioni o quote di FIA ▪ Azioni di società ammesse sul segmento Professionale del MIV (SIV - Special Investment Vehicles) e da SIIQ ▪ Obbligazioni convertibili, warrant e diritti di opzione emessi da tali soggetti ▪ Combinazioni degli strumenti finanziari emessi dai citati soggetti ▪ <i>Investment Companies</i> (già ammesse, non è più possibile ammettere nuove IC)
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.	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Contratti futures e di opzione aventi come attività sottostante strumenti finanziari, tassi di interesse, rendimenti, valute, merci, misure finanziarie e relativi indici ▪ Derivati su energia (segmento IDEX) ▪ Derivati su merci agricole (segmento AGREX)
MERCATI GESTITI DA MTS SPA	
MTS Italy	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Titoli di Stato

- ✓ 12 sistemi multilaterali di negoziazione (MTF), dei quali 5 gestiti da Borsa Italiana SpA, 1 da MTS SpA, 1 da EuroTLX Sim SpA, 3 da HI-MTF Sim SpA e 2 da E-MID Sim S.p.A. Rispetto alla situazione ante-MiFID II, come sopra indicato, si evidenzia l'avvio di due nuovi MTF, frutto della trasformazione di precedenti mercati regolamentati.

Tabella 3 Sistemi multilaterali di negoziazione (MTF)

SISTEMA MULTILATERALE DI NEGOZIAZIONE (MTF)	STRUMENTI FINANZIARI
MTF GESTITI DA BORSA ITALIANA SPA	
AIM Italia – Mercato Alternativo del Capitale ³	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Azioni
Extramot	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Obbligazioni e altri titoli di debito comprese le cambiali finanziarie e obbligazioni contenenti clausole di partecipazione agli utili d'impresa e di subordinazione di cui al Decreto Legge 22/06/2012 n. 83 nonché i project bonds ▪ Obbligazioni convertibili (se le azioni che derivano dalla conversione sono negoziate in un mercato regolamentato) ▪ Strumenti del mercato monetario ▪ Strumenti finanziari emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione ▪ Covered bond
Mercato Borsa Italiana Equity MTF (Bit Eq MTF)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Azioni ▪ Ricevute di deposito azionarie e altri titoli di capitale di rischio equivalenti
Mercato telematico dei <i>securitised derivatives</i> (mercato SeDeX)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Strumenti finanziari derivati cartolarizzati (<i>covered warrant</i> e <i>certificates</i>)
ATFund	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Quote o le azioni di OICR aperti conformi alla Direttiva 2009/65/CE
MTF GESTITI DA MTS SPA	
BondVision Europe MTF (dal 3 gennaio 2018 – prima BondVision Italia) ⁴	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Obbligazioni corporate ▪ Obbligazioni finanziarie (<i>Covered bonds</i> - strumenti finanziari emessi da banche garantiti da ipoteche o finanziamenti del settore pubblico) ▪ Obbligazioni sovranazionali/agency (Titoli <i>quasi-government</i> - emessi da enti sovranazionali a carattere pubblico o assistiti da garanzie pubbliche) ▪ Titoli di stato ▪ Titoli sovrani (strumenti emessi da uno Stato sovrano in divisa diversa da quella ufficiale)
MTF GESTITI DA EUROTLX SIM SPA	
EuroTLX	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Obbligazioni e altri titoli di debito compresi Strumenti partecipativi, Obbligazioni Convertibili, Obbligazioni Strutturate, Obbligazioni Cum Warrant, Titoli di Stato e Titoli Atipici ▪ Azioni, Certificati rappresentativi di azioni e Diritti di Opzione ▪ Covered Warrant ▪ Certificates ▪ Asset Backed Securities ▪ Quote o azioni di OICR ▪ Combinazioni di strumenti di cui ai punti precedenti

³ Registrato ai sensi dell'articolo 69, comma 1, del TUF, come "Mercato di crescita per le PMI", con delibera Consob n. 20218-bis del 13 dicembre 2017 a decorrere dal 3 gennaio 2018.

⁴ Dal 3 gennaio 2018, BondVision Europe è un sistema multilaterale di negoziazione "non all'ingrosso", in quanto è consentita agli <operatori la possibilità di negoziare anche "per conto terzi".

MTF GESTITI DA HI-MTF SIM SPA	
Hi-Mtf "Order-Driven"	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Azioni, certificati rappresentativi di azioni e altri titoli di capitale di rischio e relativi Diritti di opzione ▪ Covered warrants e Certificates emessi da banche o che rientrino nella definizione di strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante (art. 2-bis del Regolamento Consob n. 11971/1999) ▪ Obbligazioni e altri titoli di debito, ordinari o subordinati ▪ Quote o azioni di OICR ▪ Titoli di debito rivenienti da cartolarizzazioni
Hi-Mtf "Quote-Driven"	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Obbligazioni e altri titoli di debito emessi da Stati sovrani, da Enti Locali e da Enti Sovranazionali ▪ Obbligazioni e altri titoli di debito ordinari e subordinati ▪ Covered warrant e certificates ▪ Azioni, certificati rappresentativi di azioni e altri titoli di capitale di rischio e relativi Diritti di opzione ▪ Quote o azioni di OICR ▪ Titoli di debito rivenienti da cartolarizzazione.
Hi-Mtf "Request For Quote"	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Obbligazioni e altri titoli di debito, anche strutturati e atipici
MTF GESTITI DA E-MID SIM SPA	
E-MIDER	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Overnight Indexed Swaps
E-MID Repo	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Titoli di Stato; ▪ Titoli obbligazionari sovrani; ▪ Titoli obbligazionari sovranazionali; ▪ Titoli obbligazionari di emittenti corporate e bancari; ▪ Titoli obbligazionari di enti pubblici territoriali ; ▪ Covered bonds; ▪ Titoli "asset backed"; negoziati tramite contratti Repo.

2. GLI STRUMENTI FINANZIARI AMMESSI A NEGOZIAZIONE NELLE SEDI DI NEGOZIAZIONE

Le tabelle che seguono forniscono un quadro riassuntivo in merito, rispettivamente, agli scambi conclusi su mercati regolamentati e MTF, distinti per singola sede di negoziazione. Le sedi di negoziazione italiane sono quindi messe a confronto con le principali *trading venue* europee in termini di capitalizzazione e quote di mercato. L'analisi è stata elaborata dai dati forniti dalle *trading venue* per le diverse categorie di strumenti finanziari (*equity*, *equity-like* e *non-equity*), mettendo a confronto le negoziazioni concluse nel primo semestre 2018 con i dati del 2017 e del 2016.

2.1 STRUMENTI FINANZIARI *EQUITYED EQUITY-LIKE*

L'analisi dei dati relativi al numero dei contratti e dei controvalori negoziati sui sistemi multilaterali di negoziazione dal 2016 al primo semestre del 2018 evidenzia, in generale, un *trend* positivo, in particolare con riferimento all'AIM ITALIA – MAC, che sembra aver positivamente beneficiato sia dell'aumento delle società ammesse a negoziazione che delle innovazioni normative legate allo sviluppo dei PIR (Piani di Risparmio individuale). Il mercato regolamentato MTA organizzato e gestito da Borsa italiana S.p.A., a fronte di una leggera diminuzione del numero dei contratti nel 2017 cui si è associata una sostanziale stabilità in termini di controvalori negoziati, ha visto nel primo semestre 2018 un *trend* tendenzialmente positivo.

Tabella 4 Contratti e controvalori nei mercati regolamentati e nei sistemi multilaterali di negoziazione italiani

MERCATI	NUMERO CONTRATTI			CONTROVALORE (MILIONI DI EURO)		
	2016	2017	GEN-GIU 2018	2016	2017	GEN-GIU 2018
BORSA ITALIANA - MTA ¹	75.112.447	69.428.606	39.035.272	622.723,6	625.850,9	361.036,8
BORSA ITALIANA - AIM ITALIA - MAC	137.529	561.521	231.132	319,2	1.985,5	1.054,6
BORSA ITALIANA - ETFPLUS ²	5.099.137	4.388.481	2.520.884	107.732,2	97.656,3	59.849,9
BORSA ITALIANA - MIV ³	80.469	70.280	23.768	297,1	281,6	139,1
BORSA ITALIANA - GLOBAL EQUITY MARKET	235.471	197.095	111.725	1.253,6	1.145,5	833,0
EUROTLX SIM - EUROTLX ⁴	25.382	45.217	42.328	182,5	395,5	336,4
HI-MTF SIM - HI-MTF ORDER DRIVEN	2.490	6.842	7.982	6,9	22,7	21

Fonte: Borsa Italiana, EuroTLX Sim, Hi-MTF Sim. ¹ Il dato comprende il comparto Domestic e Foreign. ² Il dato comprende ETF, ETC e OICR aperti. ³ Il dato comprende azioni e quote di fondi chiusi. ⁴ Il dato comprende solo "shares".

2.2 STRUMENTI FINANZIARI NON-EQUITY

In generale, i mercati hanno registrato nel 2017 una flessione in termini di controvalori negoziati e contratti, rispetto all'anno precedente; il primo semestre 2018 mostra invece una ripresa in termini di controvalori negoziati. Il mercato più rilevante in termini di controvalori negoziati per gli strumenti *non-equity* risulta l'IDEM, il mercato organizzato e gestito da Borsa Italiana sul quale sono negoziati *futures* e opzioni su singole azioni italiane e su indici nonché contratti *future* su azioni europee.

Con riferimento alla negoziazione di titoli di Stato, i dati relativi al primo semestre 2018 per MTS Italy confermano l'andamento degli anni precedenti, mentre si osserva un rilevante incremento degli scambi sul sistema multilaterale di negoziazione BondVision. Un tale incremento sembra derivare dalla migrazione su quest'ultimo delle negoziazioni prima svolte sul mercato regolamentato BondVision Italia, a seguito della ristrutturazione dell'offerta dei mercati gestiti da MTS S.p.A.

Tabella 5 Contratti e controvalori nei mercati regolamentati e nei sistemi multilaterali di negoziazione italiani

MERCATI	NUMERO CONTRATTI			CONTROVALORE (MILIONI DI EURO)		
	2016	2017	GEN-GIU 2018	2016	2017	GEN-GIU 2018
BORSA ITALIANA - EXTRAMOT	52.705	41.535	21.885	3.309,90	2.454,80	968,4
BORSA ITALIANA - IDEM ¹⁻²	49.023.902	34.151.018	20.711.518	1.318.044,50	1.020.747,90	714.899,9
DI CUI: IDEX	2.891	1.172	473	281,80	50,10	15,7
DI CUI: AGREX	719	174	-	8,40	1,90	-
BORSA ITALIANA - MOT	3.668.645	3.411.004	1.908.692	215.196,80	204.626,00	100.932,2
BORSA ITALIANA - SEDEX	2.807.948	2.174.416	1.258.074	23.197,70	19.147,50	10.068,7
MTS - MTS ITALY ³	215.675	213.400	123.675	1.384.700	1.215.600	698.218
MTS - BONDVISION MR ⁴	145.000	179.400	-	923.700	855.700	-
MTS - BONDVISION MTF ⁵	5.000	4.100	99.614	24.900	12.000	391.218,9
EUROTLX SIM - EUROTLX	2.103.063	1.601.361	597.280	63.354,60	48.004,2	18.635,9
EUROTLX SIM - CERT-X ⁶	216.484	564.049	232.951	2.703,2	8.250,40	3.118,4
HI-MTF SIM - HI-MTF ⁷	246.590	165.945	77.825	15.062,00	7.911	3.393
E-MID SIM - E-MID REPO	465	710	249	20.005,00	90.538,50	25.270

Fonte: Borsa Italiana, MTS, EuroTlx, e-Mid Sim e Hi-Mtf. ¹ Contratti standard. ² Il controvalore nozionale è calcolato come prodotto del numero dei contratti, prezzo e moltiplicatore dell'Indice, per i Future su Indice; numero dei contratti, prezzo e moltiplicatore della quantità (lotto) per i Future su azioni; numero dei contratti, prezzi di esercizio e moltiplicatore dell'Indice per le opzioni su Indice; numero di contratti, prezzi di esercizio e lotto per le opzioni su azione. ³ MTS Italy si caratterizza come mercato all'ingrosso. ⁴ L'autorizzazione del mercato regolamentato all'ingrosso di titoli di stato BondVision Italia è stata revocata, su richiesta della società di gestione, con effetti dal termine della seduta di negoziazione del 2 gennaio 2018. ⁵ BondVision Italia MTF, ridenominato a partire dal 3 gennaio 2018 BondVision Europe MTF, si caratterizzava come mercato all'ingrosso perché il Regolamento del mercato non consentiva la negoziazione in conto terzi. Tale caratteristica è venuta meno nel nuovo Regolamento dell'MTF, che dunque perde la qualifica di sede di negoziazione all'ingrosso. ⁶ Il segmento comprende certificati d'investimento a leva e covered warrant. ⁷ HI-MTF comprende il segmento "Order-Driven", "Quote-Driven" e "Request For Quote".

3. LE PRINCIPALI TRADING VENUE EUROPEE

Dall'analisi dei dati relativi alle principali *trading venue* europee su strumenti finanziari *equity* e *equity-like* a dicembre 2017 emergeva quale principale mercato europeo Euronext, la *trading venue* pan-europea che rappresenta i mercati di Francia, Olanda, Belgio e Portogallo. Tuttavia, i dati relativi al primo semestre 2018, mostrano una forte ripresa in termini di capitalizzazione complessiva di *London Stock Exchange*, principalmente nella sua componente principale (*Main Market*).

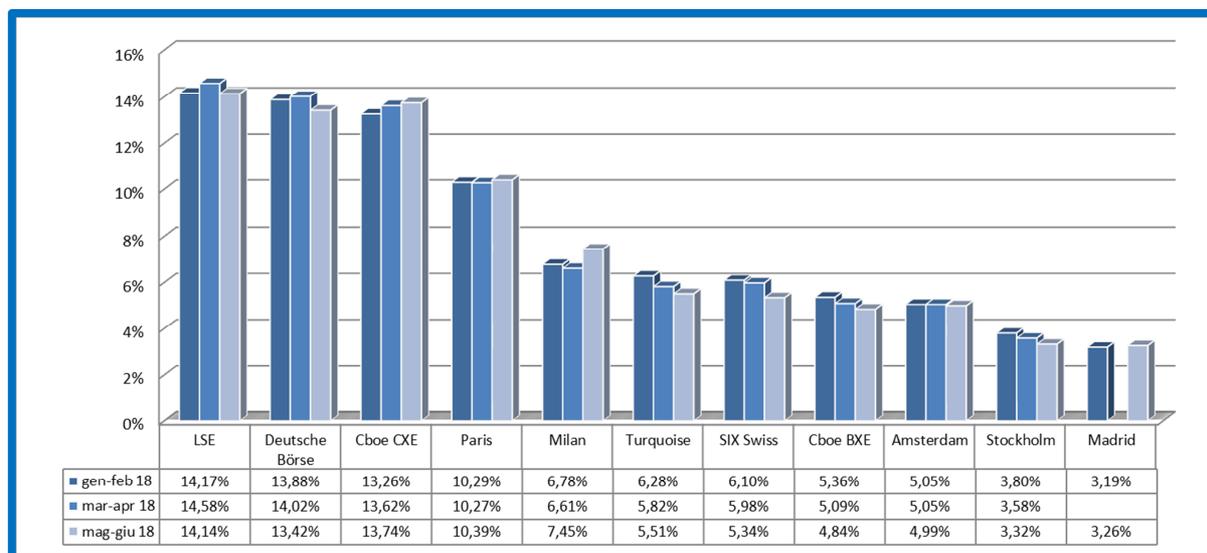
Tabella 6 Capitalizzazione di mercato¹ delle principali trading venue europee (valori in milioni di euro)

TRADING VENUE	2016	2017		2018
	DICEMBRE ²	GIUGNO ²	DICEMBRE ²	GIUGNO ²
ATHENS EXCHANGE	35.308,7	44.066,48	42.240,04	40.561,3
BME (SPANISH EXCHANGES)	669.394,9	757.950,52	741.912,73	728.846,4
DEUTSCHE BOURSE	1.630.412,8	1.745.369,9	1.888.277,2	1.808.760,7
BORSA ITALIANA ³	525.050	589.044	640.028	633.909
DI CUI: MTA	521.718	584.916	633.879	625.736
DI CUI: MIV	459	292	570	712
DI CUI: AIM/ITALIA MAC	2.873	3.836	5.579	7.461
EURONEXT	3.287.230	3.531.568,0	3.666.833	3.715.436
IRISH STOCK EXCHANGE	113.849,3	119.106,42	122.329	122.185
LONDON STOCK EXCHANGE ⁴	2.447.144	2.547.857,5	2.730.697,5	4.207.646,1
DI CUI: AIM UK E& INTERNATIONAL ⁴	80.814	92.717,6	105.705,4	110.777,8
DI CUI: MAIN MARKET ⁴	2.366.330	2.455.139,8	2.624.992	4.096.868
LUXEMBOURG STOCK EXCHANGE	57.870,8	52.617,02	57.293,04	54.032
NASDAQ NORDICS& BALTICS	1.185.896,6	1.288.879,39	1.280.010,2	1.240.417,6
OSLO BORS	219.478,4	210.232,58	239.649,33	270.776,45

Fonte: *Federation of European Securities Exchanges*, Borsa Italiana, *London Stock Exchange*. ¹ Capitalizzazione di mercato calcolata come prezzo di quotazione del titolo per il numero di azioni in circolazione della società. ² Il valore si riferisce all'ultimo giorno del mese. ³ Il dato relativo a Borsa Italiana si riferisce alla somma dei valori relativi a MTA, MIV e AIM/ITALIA MAC. ⁴ Valori espressi in £m. Il dato relativo a *London Stock Exchange* si riferisce alla somma dei valori relativi a *Main Market* e AIM UK.

Il Grafico 1 che segue confronta le 11 *trading venue* europee che, nel primo semestre 2018, hanno raggiunto quote di mercato superiori al 3%, secondo le elaborazioni di dati effettuate da Fidessa Group Plc. Dai dati emerge una concentrazione in termini di quota di mercato tra 4 principali soggetti (LSE, Deutsche Borse CHI-X, e Euronext Paris) che rappresentano più del 50% dell'intero mercato. Il mercato italiano segue con una quota di mercato media del 7%.

Grafico 1 Quote di mercato delle principali trading venue europee



Fonte: Elaborazione Consob su dati Fidessa Group Plc.

Le Tabelle che seguono rappresentano i dati, resi disponibili dalla *Federation of European Securities Exchanges* (FESE), relativi a contratti e controvalore scambiati su strumenti finanziari *equity* ed *equity-like* sui *book* di negoziazione ("*Electronic Order Book Trading*") e al di fuori dei *book* di negoziazione ma secondo le regole del mercato e laddove il contratto ha almeno una controparte membro del mercato ("*Off-Electronic Order Book Trading*").

Tabella 7 *Electronic Order Book Trading* – Strumenti finanziari *equity*

MERCATI	NUMERO CONTRATTI			CONTROVALORE (MILIONI DI EURO)		
	GEN-FEB 2018	MAR-APR 2018	MAG-GIU 2018	GEN-FEB 2018	MAR-APR 2018	MAG-GIU 2018
ATHENS EXCHANGE	995.265	820.717	938.559	2.503,5	1.979,9	2.092,4
CBOE EUROPE EQUITIES	97.128.099	97.728.639	100.142.918	391.517,3	390.063	434.493,3
BME SPANISH EXCHANGE	8.619.932	6.730.228	7.849.545	92.445,2	112.445,4	107.089,9
BOERSE STUTTGART	349.652	284.319	246.308	3.561,8	2.734,5	2.565
BUCHAREST STOCK EXCHANGE	49.235 ¹	90.791	49.226 ²	168,3 ¹	349,5	138 ²
BULGARIAN STOCK EXCHANGE	12.675	6.575	6.182	29,1	30,4	27,1
CEESEG – PRAGA	124.944	114.351	123.767	1.028,3	966,5	946
CEESEG – VIENNA	1.007.375	934.508	490.023 ³	6.174,1	6.080,1	3.477,8 ³
DEUTSCHE BOERSE	25.272.828	22.765.306	21.475.851	278.035,9	261.712,7	266.503,8
EQUIDUCT	1.222.276	953.948	1.059.832	7.970,9	6.679,2	8.182,6
EURONEXT	42.093.666	36.708.404	36.957.549	325.741	308.201	331.825
IRISH STOCK EXCHANGE	667.971	631.568	653.037	4.728,6	4.665,7	5.730,6
LSEG	62.349.000	53.440.000	59.429.000	386.575	330.609	414.745
LUXEMBOURG STOCK EXCHANGE	1.825	1.392	1.415	12,7	28,9	16,1
NASDAQ NORDICS & BALTICS	28.267.911	24.558.456	24.668.656	135.501,2	117.514,9	121.391,1
OSLO BORS	5.330.098	5.392.863	5.255.833	20.499,5	21.277,1	22.125,9
SIX SWISS EXCHANGE	10.852.027	9.955.210	9.194.129	150.679,5	139.721,7	134.878,7
WARSAW STOCK EXCHANGE	3.080.343	3.194.259	3.094.270	8.515,7	7.797,8	7.934,6
AQUIS EXCHANGE (MTF)	7.332.094	5.643.614	6.855.760	33.679,0	30.696,7	39.533,2
TURQUOISE (MTF)	32.487.315	29.326.696	27.545.591	128.333	111.871	113.986

Fonte: Federation of European Securities Exchanges. ¹ Dato relativo al solo mese di gennaio. ² Dato relativo al solo mese di maggio. ³ Dato relativo al solo mese di giugno.

Tabella 8 *Off-Electronic Order Book Trading* – Strumenti finanziari *equity*

MERCATI	NUMERO CONTRATTI			CONTROVALORE (MILIONI DI EURO)		
	GEN-FEB 2018	MAR-APR 2018	MAG-GIU 2018	GEN-FEB 2018	MAR-APR 2018	MAG-GIU 2018
ATHENS EXCHANGE	348	363	289	340,2	606	588,6
CBOE EUROPE EQUITIES	1.531.079	1.488.011	1.935.153	200.764,7	245.447,8	304.633,3
BME SPANISH EXCHANGE	18.501	19.227	17.325	4.296,2	2.132,6	18.525,4
BOERSE STUTTGART	//	//	//	//	//	//
BUCHAREST STOCK EXCHANGE	45 ¹	45	29 ²	39,0 ¹	43,6	15 ²
BULGARIAN STOCK EXCHANGE	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
CEESEG – PRAGA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
CEESEG – VIENNA	//	//	//	//	//	//
DEUTSCHE BOERSE	116.905	132.246	140.947	5.758,0	6.454,9	5.501,6
EURONEXT	22.147	36.284	38.614	5.412	8.533	10.536,0
IRISH STOCK EXCHANGE	12.417	10.648	10.932	4.051,8	3.183,6	4.506,6
LSEG	2.753.000	3.474.000	2.673.000	119.545	176.197	172.550
LUXEMBOURG STOCK EXCHANGE	//	//	//	//	//	//
NASDAQ NORDICS & BALTICS	30.351	8.949	9.257	9.933,9	8.852	9.501,7
OSLO BORS	3.579	2.854	2.777	3.091,3	2.207,3	1.797,3
SIX SWISS EXCHANGE	383	342	263	1.170,2	1.171,9	739,3
WARSAW STOCK EXCHANGE	357	329	299	528,3	510,4	530,3
AQUIS EXCHANGE (MTF)	//	//	//	//	//	//
TURQUOISE (MTF)	//	//	//	//	//	//

Fonte: Federation of European Securities Exchanges. ¹ Dato relativo al solo mese di gennaio. ² Dato relativo al solo mese di maggio.

Tabella 9 Electronic Order Book Trading – Strumenti finanziari equity-like (ETFs)

MERCATI	NUMERO CONTRATTI			CONTROVALORE (MILIONI DI EURO)		
	GEN-FEB 2018	MAR-APR 2018	MAG-GIU 2018	GEN-FEB 2018	MAR-APR 2018	MAG-GIU 2018
ATHENS EXCHANGE	123	55	112	1	0,2	2,4
BME SPANISH EXCHANGE	n/a	n/a	n/a	756,5	433,5	748,2
BOERSE STUTTGART	64.489	41.342	40.746	2.223,5	1.520	1.614,5
BUCHAREST STOCK EXCHANGE	179 ¹	247	129 ²	0,1 ¹	0,1	0,1 ²
CEESEG – VIENNA	505	286	173 ³	7	3,3	2,7 ³
DEUTSCHE BOERSE	1.058.072	796.388	837.802	33.175	27.072,6	28.463,7
EURONEXT	490.370	377.633	394.242	14.682	11.311	12.101
IRISH STOCK EXCHANGE	25	6	47	0,2	0	0,6
LUXEMBOURG STOCK EXCHANGE	0	0	0	0	0	0
NASDAQ NORDICS & BALTICS	77.704	86.513	60.955	1.315,4	1.618,5	1.099,7
OSLO BORS	31.986	28.815	21.395	435,2	372,8	309,4
SIX SWISS EXCHANGE	228.045	170.535	173.432	12.167,8	9.474,3	9.019,2
WARSAW STOCK EXCHANGE	3.833	2.589	2.405	12,5	3,7	4,4

Fonte: Federation of European Securities Exchanges. ¹ Dato relativo al solo mese di gennaio. ² Dato relativo al solo mese di maggio. ³ Dato relativo al solo mese di giugno

Tabella 10 Off-Electronic Order Book Trading – Strumenti finanziari equity-like (ETFs)

MERCATI	NUMERO CONTRATTI			CONTROVALORE (MILIONI DI EURO)		
	GEN-FEB 2018	MAR-APR 2018	MAG-GIU 2018	GEN-FEB 2018	MAR-APR 2018	MAG-GIU 2018
ATHENS EXCHANGE	0	0	0	0,0	0,0	0,0
BME SPANISH EXCHANGE	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
BOERSE STUTTGART	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
BUCHAREST STOCK EXCHANGE	0	0	0	0,0	0,0	0,0
CEESEG – VIENNA	//	//	//	//	//	//
DEUTSCHE BOERSE	25.561	23.967	24.977	834,0	566,3	614,7
EURONEXT	4	6	0	41,0	17,0	0,0
IRISH STOCK EXCHANGE	7	4	7	0,1	0,1	0,5
LUXEMBOURG STOCK EXCHANGE	//	//	//	//	//	//
NASDAQ NORDICS & BALTICS	166	166	125	270,6	267,2	179
OSLO BORS	//	//	//	//	//	//
SIX SWISS EXCHANGE	1.166	1.122	501	7.983,1	3.436,1	4.612,9
WARSAW STOCK EXCHANGE	0	0	0	0,0	0,0	0,0

Fonte: Federation of European Securities Exchanges.

4. I MERCATI PER LE PICCOLE E MEDIE IMPRESE (PMI)

La MiFID II ha introdotto la categoria degli *SME Growth Market* (Mercati di Crescita per PMI) perseguendo l'obiettivo di "facilitare l'accesso al capitale per le piccole e medie imprese (PMI) e agevolare l'ulteriore sviluppo di mercati specializzati volti a soddisfare le esigenze dei piccoli e medi emittenti" (cfr. Considerando n. 132 MiFID II). La nuova disciplina non disegna un regime specifico e separato per le PMI, ma si limita a prevedere esclusivamente l'assegnazione di una qualifica (nella forma di una "registrazione" da parte dell'autorità competente) alle infrastrutture di negoziazione (e, in particolare, ai sistemi multilaterali di negoziazione) rivolte a tali imprese in presenza di requisiti che puntano alle regole di funzionamento, ai sistemi e alle procedure del gestore dell'infrastruttura di negoziazione⁵.

⁵ La disciplina stabilita all'art. 33 MiFID II sui mercati in parola è stata ulteriormente arricchita da disposizioni di Livello 2 contenute nel Regolamento delegato (UE) 2017/565 in tema di criteri per la qualificazione degli *SME Growth Market* e condizioni per la loro registrazione.

La scelta operata è stata quella di prevedere la possibilità per i soggetti che gestiscono un MTF di richiedere alle autorità competenti la "registrazione" di tale sistema come Mercato di Crescita delle PMI (cfr. artt. 33 di MiFID II e 69 del novellato TUF), in presenza di specifiche condizioni:

- a) almeno il 50% degli emittenti degli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione sul sistema devono essere PMI. Tale valutazione è compiuta sia al momento della registrazione sia, successivamente, su base annuale. In particolare, MiFID II (e la regolamentazione di livello 2 in materia) dettano le modalità per valutare se un emittente possa essere considerato una PMI⁶;
- b) siano stabiliti nel regolamento del gestore del mercato criteri appropriati (obiettivi e trasparenti) per l'ammissione e la permanenza alla negoziazione degli strumenti finanziari sul sistema;
- c) vi siano regole e sistemi posti in essere dal gestore del mercato in grado di assicurare:
 - i) la pubblicazione, al momento dell'ammissione a negoziazione di uno strumento finanziario, di informazioni sufficienti per permettere agli investitori di effettuare una scelta consapevole in merito all'investimento, contenute in un documento di ammissione o, se applicabile, un prospetto⁷;
 - ii) la disponibilità sul mercato di un'adeguata informativa finanziaria periodica, assicurata dall'emittente o da un terzo per suo conto;
 - iii) la conservazione e la diffusione delle informazioni regolamentate riguardanti gli emittenti;
 - iv) la diffusione al pubblico, sul proprio sito internet o tramite collegamenti diretti ai siti internet degli emittenti, del documento di ammissione (o del prospetto), delle relazioni finanziarie e delle informazioni privilegiate;
 - v) la conservazione delle informazioni e la disponibilità degli eventuali collegamenti per un periodo minimo di cinque anni;
 - vi) il rispetto dei requisiti applicabili agli emittenti, alle persone che esercitano responsabilità di direzione e alle persone ad esse strettamente legate del Regolamento (UE) n. 596/2014 relativo agli abusi di mercato (MAR) nonché la predisposizione, da parte del gestore del mercato, di sistemi e controlli efficaci tesi a prevenire e individuare gli abusi di mercato, secondo quanto prescritto da MAR.

⁶ Il criterio generale è dettato dall'articolo, 4, paragrafo 1, punto 13, MiFID II il quale considera PMI l'emittente che per i tre anni precedenti non ha superato la soglia della capitalizzazione di borsa di 200.000.000 €. Per i casi in cui non possa adottarsi il criterio sopra indicato, l'articolo 77 del regolamento delegato (UE) 2017/565 detta due modalità sussidiarie:

- (a) per quegli emittenti per i quali risulta impossibile effettuare la valutazione sulla base dei 3 anni precedenti (dal momento che le loro azioni sono ammesse nel sistema da un tempo inferiore), si considera la capitalizzazione di borsa inferiore a 200.000.000 € sulla base di uno dei seguenti elementi: il prezzo di chiusura delle azioni nel primo giorno di negoziazione, se le azioni sono ammesse da meno di un anno; l'ultimo prezzo di chiusura delle azioni nel primo anno di negoziazione, se le azioni sono negoziate da più di un anno ma da meno di due anni; la media degli ultimi prezzi di chiusura delle azioni di ciascuno dei primi due anni di negoziazione, se le azioni sono ammesse da più di due anni ma da meno di tre);
- (b) nel caso cui non possa applicarsi il criterio della capitalizzazione dal momento che l'emittente non dispone di strumenti di capitale quotati, si prende a riferimento il più recente bilancio annuale e si valuta il rispetto di almeno due dei tre seguenti criteri: un numero medio di dipendenti inferiore a 250 nel corso dell'esercizio, un totale di bilancio non superiore a 43.000.000 € e un fatturato annuo netto non superiore a 50.000.000 €.

⁷ Con riferimento al documento di ammissione il regolamento delegato specifica una serie di ulteriori condizioni, quali: i) la necessaria previsione da parte del gestore del contenuto minimo del documento di ammissione, al fine di fornire all'investitore informazioni sufficienti per consentire una valutazione informata in merito alla posizione, alle prospettive finanziarie dell'emittente e ai diritti connessi ai titoli [art. 78, co. 2, lett. d), del RD 2017/565]; ii) l'espressa dichiarazione del gestore relativa alla sufficienza del capitale circolante per le attuali esigenze ovvero l'indicazione delle modalità con cui intende provvedere al capitale circolante aggiuntivo necessario [art. 78, co. 2, lett. e), del RD 2017/565]; iii) l'espressa dichiarazione del gestore stesso che il documento è redatto sotto la sua responsabilità, con l'indicazione dell'eventuale approvazione o riesame di un soggetto terzo, eventualmente indicato [art. 78, co. 2, lett. c), del RD 2017/565]; iv) la necessaria previsione di un adeguato riesame relativo alla completezza, coerenza e comprensibilità del documento di ammissione [art. 78, co. 2, lett. f), del RD 2017/565].

- d) l'implementazione, da parte del gestore dell'MTF, di un modello operativo appropriato per l'adempimento delle sue funzioni, il quale assicuri il mantenimento di negoziazioni corrette e ordinate sul sistema.

Tabella 11 Fonti normative di riferimento

DISCIPLINA	LIVELLO 1 UE (MiFID II)	LIVELLO 2 UE + ORIENTAMENTI ESMA	LIVELLO 1 NAZIONALE (TUF)
Mercati di crescita per le PMI - Definizione	Art. 4 (1) (12)	---	Art. 61, co. 1, lett. g)
Mercati di crescita per le PMI - Registrazione	Art. 33	Artt. 77-79 RD 2017/565	Art. 69

Legenda: Regolamento Delegato (UE) (RD)

Allo stato attuale, il sistema multilaterale di negoziazione "AIM Italia/Mercato alternativo del Capitale", gestito da Borsa Italiana S.p.A è registrato dalla Consob come Mercato di Crescita per le PMI. Dal 3 gennaio 2018, nell'elenco ESMA degli *SME Growth Market*, oltre al mercato italiano sopra citato, è ad oggi presente l'omologo inglese AIM UK MTF gestito dal London Stock Exchange.

La registrazione quale *SME Growth Market* a livello europeo non è obbligatoria. Ciò detto, vi sono alcuni MTF europei che – benché non registrati come *SME Growth Market* ai sensi della MiFID II – sono rivolti alle PMI e alle imprese innovative e ad alto tasso di crescita, ognuno con specifiche caratteristiche e requisiti di ingresso. La Tabella che segue ne riporta alcuni dati in termini di numero di società ammesse a negoziazione sui sistemi.

Tabella 12 European Growth Markets

GESTORE DEL MERCATO	TRADING VENUE	NUMERO SOCIETA'	
		Dic 2017	Giu 2018
BORSA ITALIANA	AIM Italia	95	102
LONDON STOCK EXCHANGE	AIM UK	960	994
BME SPANISH EXCHANGE	MAB Expansion	41	93
DEUTSCHE BÖRSE	Scale	48	50
EURONEXT	Euronext Growth	196	220
NASDAQ NORDIC&BALTICS	First North Alternative Market	323	338
WARSAW SE	New Connect	408	403

Fonte: Federation of European Securities Exchanges, Borsa Italiana, London Stock Exchange. ¹ la statistica del Fese non riporta il dato per Deutsche Börse del mese di marzo.

Tabella 13 Contratti e controvalori negli European Growth Markets

TRADING VENUE	NUMERO CONTRATTI				CONTROVALORE (MILIONI DI EURO, SALVO DIVERSA INDICAZIONE)			
	2017	GEN-FEB 2018	MAR-APR 2018	MAG-GIU 2018	2017	GEN-FEB 2018	MAR-APR 2018	MAG-GIU 2018
BORSA ITALIANA – AIM ITALIA	561.521	75.529	54.127	101.476	1.985,5	335,2	217,3	502,2
LSE – AIM UK ¹	11.496.339	1.993.815	1.894.094	1.906.480	67.758,9	11.419,1	11.993,3	12.049,37
ICAP – ISDX ¹	18.498	4.066	2.464	2.541	84.220.806	17.376.295	13.995.240	38.677.089
Deutsche Bourse – Entry Standard	378.979 ²	95.380	33.031 ³	83.277	1.360,3 ²	377,5	117,4 ³	363,1
Euronext Brussels – Euronext Growth	2.690.988	649.944	472.906	404.009	6.385	1.145	814	626,0
Nasdaq Nordics & Baltics – First North	5.994.564	1.011.824	714.241	803.565	7.826,1	1.131,4	787,3	1.066,5
Irish Stock Exchange – Esm	59.303	14.674	13.637	17.040	178,3	59,9	41,9	45,5
BME – MAB Expansion	n/a	7.157	14.218	10.699	n/a	24	54,9	36,9
Warsaw SE – New Connect	850.408	103.800	113.946	130.029	310,1	32	42,3	66,5
Athens Exchange – Alternative Market	1.100	193	764	605	1,5	0,8	0,2	0,4
Wiener Borse – Third Market	41.273	23.462	16.790	16.967 ⁷	207,2	111,9	82,7	81,3 ⁷
Oslo Bors – Oslo Axxess	396.503 ⁴	30.714 ⁵	27.544 ⁶	53.356	725,7 ⁴	74,2 ⁵	50,7 ⁶	135,2

Fonte: Federation of European Securities Exchanges, Borsa Italiana, ISDX, London Stock Exchange Group. ¹Controvalore espresso in sterline. ²Per i mesi di gennaio, febbraio, marzo, aprile, maggio, giugno e luglio valore n/a. ³Dato relativo al solo mese di aprile. ⁴Per i mesi di agosto e settembre dato n/a. ⁵Dato relativo al solo mese di gennaio. ⁶Dato relativo al solo mese di aprile.

5. LE SEDI DI ESECUZIONE: GLI INTERNALIZZATORI SISTEMATICI

Il nuovo quadro regolamentare MiFID II/MiFIR apporta innovazioni importanti alla disciplina degli internalizzatori sistematici al fine di promuovere lo svolgimento degli scambi su sedi regolamentate, nonché di porre rimedio alle incertezze interpretative⁸ che in precedenza avevano portato a difformità di applicazione tra Stati Membri. L'internalizzatore sistematico, come già detto, viene ora distinto dalle sedi di negoziazione e, in considerazione della natura bilaterale del sistema, viene annoverato tra le sedi di esecuzione. Sul piano definitorio, la MiFID II aggiunge parametri quantitativi – i quali devono ricorrere simultaneamente – ai criteri di tipo qualitativo già disposti con la MiFID I, ai fini dell'individuazione di un'impresa di investimento come internalizzatore sistematico.

Tabella 14 Fonti normative di riferimento

DISCIPLINA	LIVELLO 1 UE (MiFID II/MiFIR)	LIVELLO 2 UE + ORIENTAMENTI E Q&A ESMA	LIVELLO 1 NAZIONALE (TUF)	LIVELLO 2 NAZIONALE (REGOLAMENTO MERCATI)
Definizione	Art. 4(1)(20) MiFID II	Artt. 12-17 RD 2017/565 Q&A ESMA n. 1-4 e 7 Section 7, "Transparency Topics" ¹	Art. 1, co. 5-ter	--
Notifica status	Art. 15(1) e 18(4) MiFIR	Q&A ESMA n. 6 Section 7, "Transparency Topics" ¹	Art.71	Art. 72
Condizioni di operatività	Art. 20(4) MiFID II	Considerando (19) Q&A ESMA n. 26, 27 e 28 Section 5.3 "Market structure topics" ²	Art. 65-bis, co.3, lett. a) Art. 65-quater, co. 2	Art. 34, co. 1, lettera a)
Obblighi di quotazione	Artt. 14-18 MiFIR	Artt. 9-11 RD 2017/587 Q&A ESMA n. 5, 8 e 10 Section 7, "Transparency Topics" ¹ Q&A ESMA n. 29 Section 5.3 "Market structure topics" ²		--

Legenda: Regolamento Delegato (UE) (RD); ¹ Documento "ESMA70-872942901-35"; ² Documento "ESMA70-872942901-38"

Ciò premesso, si segnalano i seguenti aspetti di innovazione rispetto al passato:

- a) *la definizione di internalizzatore sistematico*. Sono oggi riconducibili alla fattispecie le imprese di investimento che in modo organizzato, frequente, sistematico e sostanziale negoziano per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato, di un sistema multilaterale di negoziazione o di un sistema organizzato di negoziazione senza gestire un sistema multilaterale⁹. Per ricadere in tale definizione: (i) la base 'frequente e sistematica' dovrà essere misurata in relazione alle transazioni eseguite OTC in conto proprio dall'impresa su uno strumento finanziario eseguendo gli ordini

⁸ Come noto, nel regime previgente, a differenza di quanto previsto per le altre sedi di negoziazione "tradizionali" (mercato regolamentato e sistema multilaterale di negoziazione), i criteri identificativi tracciati dal legislatore europeo e nazionale per gli internalizzatori sistematici risultavano abbastanza generici, in particolare per ciò che riguardava la caratteristica di "sistematicità" dell'attività, in presenza della quale le imprese di investimento già autorizzate all'esercizio della negoziazione per conto proprio erano sottoposte ad una specifica disciplina.

⁹ E' stato precisato a livello europeo che, ai fini della qualificazione dell'attività di internalizzatore sistematico, l'impresa di investimento non negozia in conto proprio quando partecipa a dispositivi di abbinamento di entità esterne al gruppo di appartenenza con l'obiettivo o la conseguenza di svolgere operazioni *back-to-back* di fatto prive di rischio su uno strumento finanziario al di fuori delle sedi di negoziazione.

dei clienti; (ii) la base 'sostanziale' dovrà essere misurata secondo uno dei due seguenti criteri: (a) 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; (b) la dimensione delle negoziazioni OTC eseguite dall'impresa rispetto alla negoziazione totale eseguita sullo stesso strumento finanziario nell'Unione Europea. A tal fine, sono stati precisati a livello di regolamentazione delegata i limiti (in termini di soglie quantitative) applicabili per stabilire che cosa costituisca una negoziazione fuori listino (OTC) frequente, sistematica e sostanziale. Essi sono stabiliti a un livello in grado di assicurare che la negoziazione OTC di dimensioni tali da avere un effetto rilevante sulla formazione dei prezzi rientri nell'ambito di applicazione e al contempo escludere la negoziazione OTC di dimensioni così ridotte da rendere sproporzionato l'obbligo di rispettare i requisiti applicabili agli internalizzatori sistematici;

- b) *la previsione di un'ipotesi di assoggettamento volontario al regime (cd. opt-in).* Un'impresa di investimento può scegliere di assoggettarsi su base volontaria (*opt-in*) al regime degli internalizzatori sistematici, anche se non soddisfa tutti o nessuno dei requisiti quantitativi individuati, effettuando apposita notifica alla Consob;
- c) *l'ampliamento dell'attività a tutti gli strumenti finanziari.* Gli internalizzatori sistematici potranno assumere tale qualificazione rispetto alla loro operatività non solo sulle azioni ammesse a negoziazione nei mercati regolamentati EU ma anche avendo riguardo agli strumenti *equity-like* e agli strumenti *non-equity*;
- d) *la definizione di un regime specifico in merito alla pubblicazione di quotazioni irrevocabili (in vendita e in acquisto) in relazione agli strumenti per cui viene svolta l'attività di internalizzazione sistematica.* Il regime appare modulato in base alla natura degli strumenti finanziari negoziati sul sistema (*equity* ed *equity-like/non-equity*) e in alcuni casi subordinato alla condizione che lo strumento finanziario in questione sia negoziato o meno su una sede di negoziazione (*Traded on a Trading Venue*) o che abbia un determinato profilo di liquidità.

RIQUADRO 2

GLI STRUMENTI FINANZIARI *TRADED ON A TRADING VENUE* ("ToTV")

La qualificazione di uno strumento finanziario come "negoziato su una sede di negoziazione" (*Traded on a Trading Venue* – ToTV) risulta particolarmente importante in quanto definisce nei fatti l'ambito di applicazione di diverse discipline del MiFIR, nelle quali i requisiti imposti dal nuovo regolamento si estendono anche alle operazioni condotte *over-the-counter* ma che abbiano ad oggetto strumenti finanziari scambiati sulle sedi di negoziazione. In particolare, tale concetto concorre a qualificare l'ambito di applicazione della trasparenza *pre-trade* (come sopra indicato, gli internalizzatori sistematici sono soggetti agli obblighi di fornire quotazioni irrevocabili di cui al livello 1, con riguardo ai soli strumenti finanziari ToTV) nonché della trasparenza *post-trade* (limitata, dal livello 1, agli strumenti finanziari ToTV), del *transaction reporting* e del regime di raccolta dei *reference data* sugli strumenti finanziari.

Il concetto non è stato esplicitamente definito o perimetrato nelle misure di livello 2 dell'ESMA attinenti alle suddette aree; tuttavia, essendo cruciale nella determinazione dell'ambito di applicazione delle richiamate disposizioni, è apparsa evidente l'importanza di fornire indicazioni a livello 3 (Q&A). Il tema è stato dunque oggetto di specifico approfondimento nell'ambito del regime di trasparenza, con particolare riguardo agli strumenti finanziari derivati, in quanto le scelte in materia implicano una maggiore o minore trasparenza sui mercati.

Al riguardo, in esito alla discussione in sede di BoS ESMA, in data 22 maggio 2017, l'ESMA ha pubblicato una Opinion

(Opinion del 22 maggio 2017 "OTC derivatives traded on a trading venue") che ha chiarito che soltanto gli strumenti finanziari OTC che siano caratterizzati dagli stessi dati anagrafici di dettaglio¹⁰ (raccolti nel FIRDS) di quelli scambiati su una *trading venue* debbano essere considerati "negoziati su una sede di negoziazione" e pertanto essere catturati dal suddetto regime.

Specificatamente, si chiarisce che due strumenti finanziari sono "caratterizzati dagli stessi dati anagrafici" se condividono i medesimi valori per tutti i campi di cui alla Tabella 3 del RD 2017/585 (fatta eccezione soltanto per i campi da 5 a 12 relativi alla *trading venue* e all'emittente, che ovviamente non possono coincidere in quanto applicabili solo alle sedi di negoziazione, ma non ai contratti costruiti bilateralmente).

Un elemento fortemente innovativo della nuova disciplina è l'introduzione di una "periodicità" di valutazione dell'attività di internalizzazione svolta dai vari soggetti. In particolare, il quadro MiFID II/MiFIR prevede una valutazione trimestrale del superamento dei limiti stabiliti per l'identificazione di un'operatività frequente, sistematica e sostanziale, sulla base dei dati dei sei mesi precedenti. Il periodo di valutazione ha inizio il primo giorno lavorativo dei mesi di gennaio, aprile, luglio e ottobre, a seguito della pubblicazione da parte dell'ESMA dei dati necessari al calcolo. Le imprese di investimento che superano i limiti sopra richiamati, in sede di avvio dell'operatività e in occasione di ogni successivo cambiamento, sono dunque tenute a notificarsi alla Consob, che tiene e pubblica un elenco e trasmette le relative informazioni all'ESMA.

In sede di prima applicazione del nuovo regime, i dati necessari per l'*assessment* sulla riconducibilità della propria attività a quella di internalizzazione sistematica sono stati pubblicati il 1° agosto 2018¹¹ (con riferimento al periodo 3 gennaio 2018 – 30 giugno 2018) per gli strumenti *equity*, *equity-like* e per le obbligazioni; i dati necessari per l'*assessment* per ETC, ETN, strumenti finanziari strutturati, derivati cartolarizzati, quote di emissione e derivati saranno resi disponibili dall'ESMA dal 1° febbraio 2019 (con riferimento al periodo 1° luglio 2018 – 31 dicembre 2018). Conseguentemente, solo a partire da tali date ed entro rispettivamente il 1° settembre 2018 e il 1° marzo 2019, le imprese di investimento possono valutare il superamento delle soglie numeriche e saranno eventualmente tenute a effettuare la notifica alla propria autorità competente e ad adempiere agli obblighi stabiliti dalla normativa.

Sulla base delle informazioni finora pervenute, in Italia vi sono **13 internalizzatori sistematici**. Rispetto alla situazione ante-MiFID II, per effetto dell'innovata definizione di internalizzatore sistematico, tutti i soggetti che erano presenti nell'elenco tenuto dalla Consob pre-MiFID II sono automaticamente decaduti dal 3 gennaio 2018. La Tabella 15 che segue indica i soggetti che hanno comunicato alla Consob l'intenzione di aderire in via volontaria al nuovo regime (effettuando l'*opt in*) ovvero che, sulla base di una nuova valutazione in merito alla riconducibilità della propria attività a quella di internalizzazione sistematica alla luce dei dati pubblicati dall'ESMA, ricadono nel regime in parola.

¹⁰ Le stesse informazioni anagrafiche sugli strumenti finanziari (ad eccezione dei campi legati alla sede di negoziazione e all'emittente) contenute nel Financial Instruments Reference Data System (FIRDS) predisposto dall'ESMA e alimentato quotidianamente da tutte le sedi di negoziazione e internalizzatori sistematici europei.

¹¹ Cfr. Q&A n. 1, *Section 7*, di *Q&A on MiFID II and MiFIR transparency topics* (ref. ESMA70-872942901-35) e il *press release* disponibile al seguente link: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-sets-out-plan-systematic-internaliser-regime-calculations-and-publications>

Tabella 15 Internalizzatori sistematici

IS	AVVIO OPERATIVITÀ	STRUMENTI FINANZIARI OBBLIGAZIONARI					DERIVATI	AZIONI	
		Titoli di Stato	Obbl. Bancarie	Obbl. di propria emissione/ Gruppo	Obbl. sovranaz.	Obbl. corporate		Non quotate	Quotate
Banca Akros	03/01/2018 (opt-in)	-	X	X	-	-	-	-	-
Invest Banca	03/01/2018 (opt-in)	-	X	-	-	-	-	X	-
MPS Capital Services	03/01/2018 (opt-in)	X	X	X	X	X	X	-	-
Unipol	03/01/2018 (opt-in)	-	-	X	-	-	-	-	-
Fineco Bank	04/05/2018 (opt-in)	-	-	-	-	-	X	-	X
Biverbanca	23/07/2018 (opt-in)	-	X	-	-	-	-	-	-
Banca CR Asti	23/07/2018 (opt-in)	-	X	-	-	-	-	-	-
Banca IMI	03/09/2018 (opt-in)	-	X	X	X	X	-	-	-
Banca Passadore	01/09/2018	-	-	X	-	-	-	-	-
UBI Banca	01/09/2018	-	-	X	-	-	-	-	-
Mufg Bank Ltd – Filiale di Milano	01/09/2018	-	-	-	-	-	X	-	-
Banca di Piacenza	01/09/2018	-	-	X	-	-	-	-	-
Banca Reale	01/09/2018	-	X	X	-	-	-	-	-

Fonte: Elaborazione Consob su dati di vigilanza.¹ Il sistema negozia titoli non trattati su altre *trading venue* ad accezione di un titolo negoziato sul mercato di Lussemburgo. ² Il sistema negozia strumenti che sono trattati anche su altre *trading venue*. ³ L'elenco pubblicato dalla Consob e l'ESMA Register sono in corso di aggiornamento e potrebbero non risultare in linea con la tabella sopra riportata.

Le motivazioni che hanno spinto i soggetti a qualificarsi in via volontaria (*opt-in*) appaiono riconducibili essenzialmente a motivazioni legate all'anticipazione prospettica dei possibili esiti delle pubblicazioni dell'ESMA ovvero all'importanza della sede di esecuzione in relazione agli altri canali di negoziazione dello strumento finanziario per il sostegno della liquidità¹² (e conseguente liquidabilità) di titoli prevalentemente emessi da banche appartenenti allo stesso gruppo dell'internalizzatore, talvolta affiancata dallo svolgimento di attività di *market making* su altre sedi di negoziazione multilaterali.

Dati relativi alle negoziazioni sugli internalizzatori sistematici nel primo semestre 2018, sebbene riferibili ad un quadro normativo ed operativo non correttamente confrontabile rispetto agli anni precedenti, evidenziano una tendenziale riduzione degli scambi internalizzati.

¹² Anche ai fini della Comunicazione Consob di Livello 3 del 2 marzo 2009, n. 9019104 – "Il dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi"

Tabella 16 Contratti e controvalore su strumenti finanziari non-equity nei sistemi di internalizzazione sistematica

INTERNALIZZATORI SISTEMATICI NOTIFICATI AL 30/06/2018	NUMERO CONTRATTI			CONTROVALORE (MILIONI DI EURO)		
	2016	2017	GEN-GIU 2018	2016	2017	GEN-GIU 2018
BANCA AKROS	19.348	6.457	1.571	421,4	152,38	39,88
MPS CAPITAL SERVICES	116.974	58.931	24.300	3.484,1	2.003,60	918,31
INVEST BANCA	4.305	3.306	964	81,7	60,95	15
UNIPOL	4.049	2.347	1.042	81,7	41,42	21,57

Fonte: Elaborazione Consob su dati di vigilanza.

SEZIONE II – L'ACCESSO ALLE SEDI DI NEGOZIAZIONE

Il tema dell'accesso ai mercati finanziari rappresenta uno degli elementi cardine della disciplina. In particolare, la regolamentazione e il controllo dei soggetti che possono avere accesso ai mercati, effettuare operazioni sugli stessi e influenzarne l'andamento sono necessari nell'ottica del perseguimento degli obiettivi istituzionali della Consob di assicurare la trasparenza, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori.

1. L'ACCESSO DEGLI OPERATORI ALLE NEGOZIAZIONI NEI MERCATI REGOLAMENTATI E NEI SISTEMI MULTILATERALI DI NEGOZIAZIONE

Con riferimento alla categorie di operatori che possono accedere ai mercati regolamentati, la MiFID II ha introdotto alcune importanti novità. Il nuovo impianto normativo richiede il possesso di una specifica autorizzazione (come banca o impresa di investimento) per poter essere ammesso ad operare sui mercati EU. La MiFID II ha previsto inoltre che anche la semplice partecipazione ai mercati regolamentati (MR) e agli MTF come negoziatori in conto proprio "puro" (senza, cioè, operare sulla base di ordini di clienti)¹³ rappresenta, salvo talune limitate eccezioni, un'attività "riservata". Per partecipare ad un MR o un MTF l'operatore deve, dunque, dotarsi di una specifica autorizzazione (nella qualità di banca o impresa di investimento)¹⁴.

Le eccezioni alla necessità di ottenere una specifica autorizzazione per la negoziazione in conto proprio "puro" riguardano principalmente il caso della partecipazione al mercato: (i) da parte entità non finanziarie che eseguano operazioni in una sede di negoziazione di cui è oggettivamente possibile misurare la capacità di ridurre i rischi direttamente connessi all'attività commerciale o all'attività di finanziamento della tesoreria di dette entità non finanziarie o dei loro gruppi (art. 2, par. 1, lett. d), MiFID II); (ii) per la negoziazione per conto proprio di strumenti derivati su merci o quote di emissione o derivati dalle stesse, purché si tratti di attività "accessoria" (secondo taluni criteri indicati a livello normativo) e non sia applicata una tecnica di negoziazione algoritmica ad alta frequenza (art. 2, par. 1, lett. j), MiFID II, richiamato alla lett. d) del medesimo articolo).

¹³ In tal caso l'operatore non svolge propriamente un "servizio" (a terzi), perché opera nel proprio esclusivo interesse.

¹⁴ Analogamente, dunque, a quanto avviene per gli altri servizi/attività di investimento. La regola è costruita come una "contro-esenzione": L'art. 2(1)(d) MiFID II esenta dall'applicazione della direttiva le "persone che negoziano per conto proprio in strumenti finanziari diversi dagli strumenti derivati su merci o dalle quote di emissione o relativi strumenti derivati e che non prestano altri servizi di investimento o non esercitano altre attività di investimento in strumenti finanziari diversi dagli strumenti derivati su merci, dalle quote di emissione o relativi derivati, salvo ove tali persone: (i) siano market maker, (ii) siano membri o partecipanti di un mercato regolamentato o sistema multilaterale di negoziazione (MTF) o abbiano accesso elettronico diretto a una sede di negoziazione, (iii) applichino una tecnica di negoziazione algoritmica ad alta frequenza, (iv) negozino per conto proprio quando eseguono gli ordini dei clienti". Ai sensi di tale disposizione, pertanto, i soggetti che svolgono negoziazione in conto proprio ma che ricadono nei casi identificati dal suddetto articolo, necessitano di specifica autorizzazione.

RIQUADRO 3

ACCESSO AI MERCATI DA PARTE DI SOGGETTI PROVENIENTI DA PAESI TERZI

La MiFID II istituisce un quadro comune in relazione allo svolgimento di servizi e attività di investimento in EU da parte di soggetti provenienti da Paesi terzi. In particolare:

- per quanto riguarda la prestazione di servizi e attività di investimento nei confronti di clienti *retail* o professionali su richiesta, la MiFID II (art. 39) prevede che gli Stati Membri possano richiedere lo stabilimento di una succursale, opzione di fatto esercitata per l'Italia;
- in relazione alla prestazione dei suddetti servizi nei confronti di controparti qualificate e professionali di diritto, è istituito un regime di registrazione presso l'ESMA (a seguito di una specifica decisione di equivalenza della Commissione europea), che dà anche diritto all'esercizio dell'attività in libera prestazione di servizio in tutto il territorio UE.

Con riferimento alle attività sulle sedi di negoziazione italiane, l'art. 67 TUF, in linea con le previsioni MiFID II, ammette l'accesso ai MR o agli MTF come membri o partecipanti solo "*alle imprese di paesi terzi autorizzate all'esercizio dei servizi o attività di negoziazione per conto proprio o esecuzione di ordini per conto dei clienti ai sensi degli articoli 28 e 29-ter*", vale a dire a banche o imprese extra UE che siano alternativamente:

- a) autorizzate all'apertura di una succursale in Italia;
- b) "autorizzate" all'esercizio dell'attività in libera prestazione di servizi/attività, secondo uno dei seguenti canali:
 - (i) iscrizione nel registro delle imprese di Paesi terzi tenuto dall'ESMA;
 - (ii) in assenza della una decisione di equivalenza della Commissione europea (che è requisito necessario per l'iscrizione nel Registro ESMA), autorizzazione dalla Consob o dalla Banca d'Italia (c.d. regime nazionale).

Una ulteriore possibilità per consentire la partecipazione ai MR e agli MTF italiani di operatori extra-UE, utile invero nel caso in cui non sia ravvisabile la prestazione di un "servizio" in UE, è altresì l'estensione dell'operatività delle sedi di negoziazione nel Paese Extra-UE, che è condizionata ad uno specifico "nulla osta" della Consob, che decide sulla base di un "giudizio di equivalenza" volto ad accertare sostanzialmente che nello Stato extra-UE vi siano presidi in termini di requisiti di accesso, operatività e vigilanza equivalenti a quelli previsti nel nostro ordinamento e previa stipula di accordi con le corrispondenti autorità estere¹⁵.

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 ai gestori delle sedi di negoziazione. 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 nuovo Regolamento n. 20307 del 15 febbraio 2018 in materia di intermediari. La concreta ammissione alle negoziazioni, in conto proprio o conto terzi, avviene invece ad opera del gestore della sede di negoziazione ed è disciplinata dalle regole adottate dalle *trading venue*, sottoposte ad approvazione/verifica della Consob.

Le informazioni raccolte dalle sedi di negoziazione mostrano quanto di seguito illustrato nella Tabella in merito alla natura dei soggetti che partecipano alle negoziazioni (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 ammessi alle negoziazioni ai sensi dell'articolo 4-*terdecies*, comma 1, lettera d), punto 2), seconda parte, del TUF).

¹⁵ V. art. 70, comma 2, Tuf.

Al riguardo, si evidenzia che, in generale, sulle sedi di negoziazione vi è una prevalenza di operatori esteri rispetto agli operatori domestici, soprattutto per le principali sedi di negoziazione di strumenti finanziari *equity* ed *equity-like* (MTA, ETF Plus, MIV) e per il mercato relativo alla negoziazione di strumenti derivati (IDEM).

Per ciò che concerne le altre sedi di negoziazione e, in modo particolare, i mercati di riferimento per le negoziazioni al dettaglio di obbligazioni, i dati evidenziano invece una prevalenza in termini di numerosità di operatori domestici. Tale tendenza si rileva anche con riferimento al sistema multilaterale di negoziazione per i titoli di Stato gestito da MTS S.p.A. (oggi denominato Bondvision Europe MTF), laddove si registra tuttavia un aumento, negli ultimi sei mesi, del numero dei *remote member*.

Tabella 17 Numero di partecipanti per categorie nelle sedi di negoziazione multilaterali italiane

MERCATI	BANCHE E SIM ITALIANE		BANCHE E IMPRESE DI INVESTIMENTO ESTERE CON SUCCURSALE IN ITALIA		BANCHE E IMPRESE DI INVESTIMENTO ESTERE "REMOTE MEMBER"		OPERATORI DIVERSI ¹		TOTALE	
	DICEMBRE 2017 ²	GIUGNO 2018 ²	DICEMBRE 2017 ²	GIUGNO 2018 ²	DICEMBRE 2017 ²	GIUGNO 2018 ²	DICEMBRE 2017 ²	GIUGNO 2018 ²	DICEMBRE 2017 ²	GIUGNO 2018 ²
ETFPLUS	25	24	2	2	38	40	2	2	67	68
MIV	25	24	2	2	31	31	1	1	59	58
MOT	29	28	2	2	16	16	//	//	47	46
MTA	27	26	2	2	39	41	3	3	71	72
SEDEX	23	22	2	2	16	16	//	//	41	40
AIM ITALIA	26	24	2	2	7	8	//	//	35	34
IDEM	17	17	2	2	34	34	8	6	61	59
EXTRAMOT	23	23	1	1	7	7	//	//	31	31
BONDVISION MTF	72	73	2	2	29	57	58	47	161	179
HI-MTF – QUOTE DRIVEN	13	13	0	0	0	0	0	0	13	13
HI-MTF ORDER DRIVEN	9	10	0	1	0	0	0	0	9	11
HI-MTF RFQ	4	7	0	0	0	0	0	0	4	7
EUROTLX	24	22	1	1	20	20	//	//	45	45

Fonte: Elaborazioni Consob su dati di vigilanza. ¹ Operatori diversi dai soggetti abilitati (ammessi ai sensi dell'art. 67, comma 4, Tuf). ² Il valore si riferisce all'ultimo giorno del mese.

La seguente Tabella fornisce alcuni dati di sintesi in merito al numero dei partecipanti alle negoziazioni in alcune *trading venue* europee, suddivisi per categorie di strumenti finanziari (azioni, *bonds* e *derivatives*).

Tabella 18 Numero di partecipanti alle negoziazioni in azioni, *bonds* e *derivatives* nelle *trading venue* europee

TRADING VENUE	AZIONI		BONDS		DERIVATIVES	
	DICEMBRE 2017	GIUGNO 2018	DICEMBRE 2017	GIUGNO 2018	DICEMBRE 2017	GIUGNO 2018
ATHENS EXCHANGE	52	51	52	51	32	32
BME SPANISH EXCHANGE	44	45	n/a	n/a	30	55
BUCHAREST STOCK EXCHANGE	37	31	37	31	0	0
BULGARIAN STOCK EXCHANGE	n/a	51	n/a	51	n/a	0
CEESEG – PRAGA	19	19	19	19	18	18
CEESEG – VIENNA	79	79	79	79	0	0
CYPRUS STOCK EXCHANGE	15	16	6	3	n/a	n/a
DEUTSCHE BÖRSE	313	222	155	137	598	576
EURONEXT	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

IRISH STOCK EXCHANGE	21	21	16	16	n/a	n/a
LUXEMBOURG STOCK EXCHANGE	26	27	26	27	0	0
MALTA STOCK EXCHANGE	17	17	18	18	n/a	n/a
NASDAQ NORDICS ET BALTICS	116	121	82	84	88	88
OSLO BORS	42	47	17	16	n/a	18
SIX SWISS EXCHANGE	104	106	n/a	n/a	n/a	n/a
WARSAW STOCK EXCHANGE	53	51	53	51	32	32

Fonte: Federation of European Securities Exchanges

Come sopra evidenziato, la materia dell'accesso al mercato presenta elementi di significativa importanza rispetto alle tematiche della verifica *ongoing* (e non solo in sede di ammissione alle negoziazioni) da parte delle *trading venue* del rispetto dei requisiti di ammissione alle negoziazioni degli operatori, al monitoraggio da parte delle *trading venue* dei soggetti che offrono il servizio di *direct electronic access* (DEA) nonché all'adeguatezza dei controlli pre-negoziazione e post-negoziazione posti in essere sul flusso di ordini, soprattutto quando riveniente da soggetti che offrono il servizio di DEA. In tale quadro, appare centrale il ruolo delle sedi di negoziazione nella verifica dell'adozione, da parte dei partecipanti ai mercati, di sistemi e controlli adeguati.

Nel nuovo quadro MiFID II/MiFIR, alle sedi di negoziazione (in maniera simile per MR, MTF e OTF) è richiesto di dotarsi di regole trasparenti e non discriminatorie, basate su criteri oggettivi per disciplinare l'accesso in qualità di membri o partecipanti o clienti. Le informazioni raccolte evidenziano come tutte le sedi di negoziazione italiane abbiano prestato particolare attenzione al tema. I Regolamenti dei mercati regolamentati e dei sistemi multilaterali di negoziazione autorizzati e vigilati dalla Consob forniscono una dettagliata disciplina sia dell'accesso degli operatori al sistema sia degli obblighi di condotta che derivano dall'ammissione alle negoziazioni. Nella gran parte dei casi, inoltre, i requisiti per l'ammissione degli operatori ai mercati all'interno di ciascun regolamento del mercato vengono distinti tra "requisiti generali" applicabili alla totalità degli operatori e "requisiti aggiuntivi" dettati per categorie specifiche di soggetti, quali gli operatori che svolgono negoziazione algoritmica, quelli che offrono accesso elettronico diretto ovvero i partecipanti che intendono operare in qualità di *market maker*.

L'analisi fa emergere una sostanziale omogeneità nei requisiti generali. Tutte le sedi di negoziazione richiedono il possesso delle necessaria autorizzazione all'esercizio in Italia dei servizi e delle attività di negoziazione per conto proprio e/o di esecuzione di ordini per conto dei clienti, facendo salva comunque la partecipazione di soggetti che ricadono nelle ipotesi di esenzione previste dal nuovo quadro MiFID II/MiFIR e che possono accedere ai mercati nel rispetto di specifici attributi. Inoltre, in conformità con le nuove disposizioni normative, le sedi di negoziazione hanno provveduto ad introdurre nuovi specifici requisiti di partecipazione in tema di controlli di pre-negoziazione e post-negoziazione, adeguata qualificazione professionale degli addetti alle negoziazioni, adeguatezza dei sistemi di negoziazione e relativa compatibilità con la piattaforma di negoziazione, *policy* per la cancellazione degli ordini inseriti (cd. "*kill functionality*") e offerta del servizio di DEA.

Al fine di monitorare e verificare il possesso dei requisiti richiesti per l'ammissione alle negoziazioni, tutte le sedi di negoziazione italiane - con gradi di approfondimento e modalità differenti - prevedono lo svolgimento di una *due diligence* iniziale, generalmente assistita dalla sottoposizione di specifici questionari ai soggetti interessati, seguita da una *due diligence* periodica, condotta con frequenza annuale. In particolare, con riguardo alle sedi di negoziazione che consentono l'attività di negoziazione algoritmica sui propri mercati (e per i quali il Regolamento delegato (UE) n. 2017/584 introduce obblighi specifici in materia), si osserva che:

- a) nelle *policy* per la *due diligence* iniziale, trova ampio spazio la richiesta di attestazioni con cui gli operatori confermano la propria *compliance* rispetto ai requisiti MiFID II sulle quali si innesta necessariamente la valutazione effettuata dalla sede di negoziazione;

- b) tutte le sedi di negoziazione mettono a disposizione, su richiesta o con frequenza periodica, ambienti di test sia per lo svolgimento di prove di conformità dei membri sia per i test degli algoritmi, che replicano le categorie di strumenti negoziati nei diversi mercati e gli orari di negoziazione. Vengono altresì previsti alcuni test dedicati per sottoinsiemi di partecipanti ovvero per coloro che intendano richiedere l'ammissione/estensione della propria operatività o l'implementazione di nuove funzionalità.

Avuto riguardo alla *due diligence* annuale degli operatori, le procedure dettate dalle sedi di negoziazione rispettano, in generale, la previsione per cui le valutazioni devono essere effettuate in un'ottica *risk-based* tenendo conto delle dimensioni, dell'impatto potenziale delle negoziazioni svolte dal singolo membro sul mercato e del tempo trascorso dall'ultima valutazione. In alcuni casi l'estrazione del campione di verifica viene effettuata sulla base di un processo strutturato e dinamico di analisi dell'impatto della negoziazione svolta dai singoli membri/partecipanti; in altri casi la valutazione del rischio di ciascun membro è caratterizzata da un approccio di tipo "statico", fondato sulla natura e su alcune caratteristiche dei soggetti analizzati. Particolare attenzione è riservata agli operatori che intendano rivestire la qualifica di *market maker* per cui viene richiesta documentazione aggiuntiva in sede di *due diligence* iniziale e vengono effettuati controlli dedicati e più stringenti su base *ongoing*.

2. IL *TRADING* ALGORITMICO E LE TECNICHE DI NEGOZIAZIONE ALGORITMICA AD ALTA FREQUENZA

Nell'ambito del tema dell'accesso ai mercati, particolare importanza assumono l'utilizzo della negoziazione algoritmica e dell'HFT da parte dei partecipanti ai mercati. Temi rispetto ai quali il nuovo quadro normativo e regolamentare prevede una serie di presidi per le sedi di negoziazione e per i partecipanti ai mercati stessi, al fine di assicurare che tali tecniche di negoziazione non aumentino la volatilità dei mercati, soprattutto in situazioni già critiche e, in generale, non contribuiscano a creare situazioni di mercato disordinate o perseguano scopi vietati.

Rispetto al passato il nuovo quadro regolamentare introduce una disciplina dettagliata per far fronte ai rischi derivanti dallo sviluppo delle innovazioni tecnologiche che si sono affacciate nei mercati finanziari negli ultimi anni¹⁶, inserendosi nel solco di un'analisi già avviata dall'ESMA nel 2012 attraverso l'emanazione degli Orientamenti in materia di Sistemi e controlli in un ambiente di negoziazione automatizzato per piattaforme di negoziazione, imprese di investimento e autorità competenti, recepiti in Italia con Comunicazione congiunta CONSOB/Banca d'Italia del 30 aprile 2012.

Il *trading* algoritmico rappresenta un'attività di negoziazione basata sull'impiego di algoritmi, in genere molto complessi e spesso con limitato intervento umano, che hanno come input i dati di mercato in tempo reale e come output decisioni di negoziazione avviate automaticamente tramite l'immissione, la modifica o la cancellazione di ordini sulle diverse piattaforme di negoziazione. Nell'ambito del *trading* algoritmico si distinguono le tecniche di negoziazione algoritmica ad alta frequenza (*high frequency trading*), basate anch'esse su algoritmi, ma centrate sulla velocità di acquisizione ed elaborazione delle informazioni di mercato e di reazione a tali informazioni (*low latency*) e connotata per l'utilizzo di supporti informatici estremamente sofisticati (in termini sia di hardware sia di software) al fine di poter eseguire i calcoli con complessi algoritmi automatici e inviare velocemente ordini alle piattaforme di negoziazione¹⁷.

¹⁶ La maggiore preoccupazione legata all'utilizzo dei nuovi sistemi di negoziazione automatizzati è dovuta alla predisposizione degli stessi alla propagazione di shock di mercato e all'agevolazione di eventuali pressioni ribassiste, inficiando ad esempio il corretto meccanismo di formazione dei prezzi.

¹⁷ L'HFT può contenere elementi quali la generazione, la trasmissione e l'esecuzione dell'ordine che sono determinati dal sistema senza intervento umano per ciascun ordine, un tempo breve per la creazione e la liquidazione delle posizioni, un elevato indice giornaliero di

RIQUADRO 4

ALGO-TRADING E TECNICHE DI NEGOZIAZIONE ALGORITMICA AD ALTA FREQUENZA

Alla luce della sempre più significativa diffusione del fenomeno, il legislatore europeo ha inteso regolamentare tali nuove modalità di negoziazione con maggiore dettaglio e incisività rispetto al passato, al fine di mitigarne i possibili rischi, con particolare riguardo al possibile impatto sul rischio sistemico connesso al possibile contagio tra mercati di shock che intervengono su un unico mercato¹⁸, alla qualità del mercato (in termini di efficienza informativa dei prezzi, volatilità e liquidità) e alle possibili implicazioni per l'integrità del mercato.

MiFID II e il regolamento delegato (UE) 2017/565 forniscono una definizione della negoziazione algoritmica e della sottocategoria dell'*high frequency trading* (HFT) e stabiliscono che chiunque rientri nella definizione di HFT debba anche necessariamente acquisire lo status di impresa di investimento.

Gli elementi qualificanti individuati da MiFID II sono nello specifico i seguenti:

- con riferimento alla negoziazione algoritmica "semplice" (cd. *algotrading*):
 - negoziazione basata su algoritmi che determinano automaticamente (senza o con limitato intervento umano) i singoli parametri di un ordine di negoziazione;
 - parametri dell'ordine: decisione di immissione di un ordine, caratteristiche di prezzo e quantità, gestione dell'ordine dopo l'immissione;
- con riguardo all'HFT, viene richiesta la simultanea presenza delle seguenti condizioni:
 - utilizzo di infrastrutture volte a ridurre la latenza, ivi incluse la *co-location*, la *proximity hosting* e il *direct electronic access*;
 - utilizzo di sistemi che determinano quando iniziare, generare, inviare o eseguire singoli ordini o transazioni senza intervento umano;
 - elevato tasso di generazione giornaliera di messaggi che costituiscono ordini, quote o cancellazioni.

La Direttiva, così come dettagliata dalla relativa regolamentazione di L2 (cfr. Regolamenti Delegati (UE) n. 2017/584 e n. 2017/589), prevede poi numerosi e dettagliati obblighi in materia, al fine di assicurare che i sistemi di negoziazione, sia delle sedi di negoziazione, sia delle imprese di investimento che vi partecipano, possiedano adeguata «capacità IT», siano resilienti (anche in condizioni di "*severe market stress*"), siano testati e siano monitorati. In particolare:

- i soggetti che svolgono negoziazione algoritmica sono tenuti a notificare tale modalità operativa alle proprie autorità competenti e a quelle della sede di negoziazione in cui tale attività viene effettuata;
- sia le imprese di investimento che impiegano tali modalità operative sia le sedi di negoziazione sono tenute a porre in essere meccanismi organizzativi e di controllo (come ad esempio meccanismi per evitare il superamento della capacità in termini di messaggi, *trading halts*, controlli automatici pre-negoziazione, test sugli algoritmi, *flag* degli ordini effettuati tramite negoziazione algoritmica) al fine di garantire il rispetto della

rotazione del portafoglio, un elevato rapporto infragiornaliero ordini/operazioni e la chiusura del giorno di negoziazione in una posizione *flat*, o prossima a essa. La negoziazione algoritmica ad alta frequenza è caratterizzata, tra l'altro, da elevati traffici infragiornalieri di messaggi che costituiscono ordini, quotazioni o cancellazioni. La negoziazione algoritmica ad alta frequenza è generalmente utilizzata dagli operatori che impegnano capitale proprio per la negoziazione e, anziché essere una strategia in sé, consiste piuttosto in una modalità operativa per attuare strategie di negoziazione più tradizionali, come le attività di supporto agli scambi (*market making*).

¹⁸ A tale riguardo, un impulso all'analisi e regolamentazione del fenomeno è stato registrato soprattutto a seguito del «Flash Crash» del 6 maggio 2010 negli Stati Uniti. In tale occasione, i mercati azionari USA hanno infatti perso oltre il 10% in pochi minuti per poi recuperare rapidamente nella stessa giornata. In quella circostanza gli HFT hanno avuto un ruolo decisivo nell'amplificare tale movimento, pur non avendone rappresentato la causa scatenante. In particolare, gli ordini in vendita degli HFT hanno innescato altri ordini in vendita di altri HFT per cui le controparti degli scambi continuavano a vendere amplificando le spirali ribassiste. Gli HFT hanno dapprima fornito liquidità al mercato in risposta ad un grosso ordine di vendita (che si suppone sia stato la causa del crash), per poi seguire la direzione del mercato andando a sottrarre liquidità e amplificando la caduta dei prezzi. Il 1° agosto 2012 si è verificato un caso simile quando Knight Capital ha realizzato 440 milioni di dollari di perdite (pari a circa 4 volte il proprio utile netto dell'anno precedente) in soli 45 minuti di negoziazione per effetto di un errore nell'algoritmo di trading utilizzato.

normativa applicabile;

- gli Stati Membri possono prevedere obblighi di *reporting* all'autorità competente da parte delle imprese che utilizzano tali tecniche (che potrà eventualmente scambiare informazioni con l'autorità della sede di negoziazione) aventi ad oggetto informazioni sull'algoritmo utilizzato e sui controlli posti in essere, facoltà in concreto esercitata dalla Consob nell'ambito del nuovo Regolamento Mercati.

L'attività degli *algo-trader* e degli *high frequency trader* entra dunque nel quadro della vigilanza, con l'obiettivo di garantire la resilienza dei sistemi, assicurare l'ordinato ed equo svolgimento delle negoziazioni, prevenire possibili abusi di mercato e presidiare le modalità di accesso alle piattaforme di negoziazione.

Riconoscendo sia i benefici che i rischi connessi all'utilizzo di tali tecniche di negoziazione, la MiFID II si propone l'obiettivo di sottoporre a regole uniformi e stringenti l'attività posta in essere, introducendo obblighi specifici sia per le imprese di investimento che si avvalgono delle suddette tecniche, sia per le sedi di negoziazione nell'ambito delle quali tali tecniche sono utilizzate. In particolare, tra le altre cose, è richiesto alle sedi di negoziazione di assicurare che i propri membri/partecipanti siano dotati di meccanismi organizzativi e di controllo, fra i quali:

- test sugli algoritmi, al fine di garantire la conformità degli stessi con i sistemi di negoziazione predisposti dalla *trading venue*;
- *flag* degli ordini effettuati tramite negoziazione algoritmica, per assicurare l'identificazione dell'attività riconducibile a tale modalità di negoziazione;
- politica di utilizzo della funzione di cancellazione (*kill functionality*), al fine di specificare le ipotesi di ricorso alla cancellazione degli ordini, le procedure tecniche utilizzate a tal fine e l'indicazione puntuale dei soggetti preposti ad attivare tali procedure;
- regole stringenti in materia di *direct electronic access* e *sponsored access*.

In tale quadro, accanto ad una verifica del rispetto formale delle procedure adottate in materia (in particolare, in sede di ammissione iniziale degli operatori alle negoziazioni), particolare rilevanza assume la pianificazione, su base annuale, di un'attività di controllo *risk-based* presso gli operatori del mercato, specificamente richiesta e regolata dal nuovo quadro MiFID II/MiFIR.

Dai dati di vigilanza a disposizione della Consob, emerge che le attività di adeguamento ai nuovi obblighi normativi hanno coinvolto sia le sedi di negoziazione sia i soggetti che impiegano tali tecniche di negoziazione:

- a) per le sedi di negoziazione, le misure implementate hanno riguardato la verifica dei requisiti per i partecipanti ai mercati, la presenza di adeguata «capacità» dei sistemi di gestire il flusso di ordini e messaggi, il monitoraggio della performance dei sistemi di negoziazione, lo svolgimento di *test* della «capacità» dei sistemi IT dei partecipanti ai mercati e degli algoritmi utilizzati dai partecipanti ai mercati e i controlli/filtri *pre-trade*;
- b) per i partecipanti ai mercati, le misure implementate risultano mirate a migliorare la propria capacità di gestire e controllare il flusso di ordini, predisporre *alert* in tempo reale per identificare "comportamenti anomali" degli algoritmi, monitorare in tempo reale i propri ordini sul mercato, perfezionare i meccanismi di *governance* e sviluppare controlli interni e sistemi di *reporting*.

Tabella 19 Imprese di investimento che hanno notificato alla Consob lo svolgimento di negoziazione algoritmica

ALGO-TRADERS	NUMERO SOGGETTI
TOTALE SOGGETTI CHE HANNO NOTIFICATO LO SVOLGIMENTO DI ATTIVITÀ DI NEGOZIAZIONE ALGORITMICA (ALGO-TRADER)	56
DI CUI: HFT	4
DI CUI: OPERATORI ITALIANI	22
DI CUI: OPERATORI UE	33
DI CUI: OPERATORI NON-UE	1

Fonte: Elaborazione Consob di dati di vigilanza

Tabella 20 Operatori che svolgono negoziazione algoritmica nelle sedi di negoziazione italiane

ALGO-TRADERS	MERCATI							
	MTA	ETFPPlus	MOT	IDEM	MTS ITALY CASH	BONDVISION	EUROTLX	HI-MTF
NUMERO DI ALGO-TRADER	61	52	67	56	34	28	32	11
DI CUI: HFT	32	26	24	30	n.d.	0	7	1
DI CUI: OPERATORI ITALIANI	13	9	34	16	7	3	15	11
DI CUI: OPERATORI UE	48	43	33	40	27	25	16	0

Fonte: Elaborazione Consob di dati di vigilanza

Le informazioni relative agli algo trader evidenziano, in generale, una prevalenza di operatori esteri rispetto agli operatori italiani in termini di numerosità. Sui mercati MTA, ETFPlus, MOT e IDEM, è maggiore la presenza di operatori algo ad alta frequenza (HFT)¹⁹.

3. IL *DIRECT MARKET ACCESS* E L'ACCESSO SPONSORIZZATO

Il tema dell'accesso ai mercati da parte di soggetti diversi dagli intermediari autorizzati e nella forma del *Direct Electronic Access* (DEA) rappresenta certamente un'area di regolamentazione e vigilanza cui destinare particolare attenzione. Come noto, l'interconnessione rappresenta una funzionalità che consente ai clienti di immettere le proprie proposte di negoziazione direttamente nella piattaforma di mercato. In particolare, con il cd. *Direct Electronic Access* (DEA) i soggetti possono accedere al mercato senza diventare membri dello stesso, utilizzando il codice identificativo di negoziazione di un partecipante al mercato e utilizzando (*Direct Market Access - DMA*) o meno (*Sponsored Access - SA*) le infrastrutture messe a disposizione da quest'ultimo.

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 *feedback* ai negoziatori. 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

¹⁹ Dalle informazioni sopra riportate, emerge comunque una leggera discrepanza tra i dati comunicati dalle sedi di negoziazione e quelli derivanti dalle notifiche effettuate direttamente dalle imprese di investimento che prestano algo-trading sui mercati italiani.

Tale incongruenza potrebbe derivare dalle modalità di recepimento della specifica disposizione dell'articolo 17, paragrafo 2, MiFID II nei diversi Paesi eurooei. Infatti, non tutti gli Stati Membri hanno previsto espressamente nel proprio quadro regolamentare attuativo di MiFID II, in aggiunta all'obbligo di notifica all'autorità competente dello Stato Membro d'origine, anche quello all'autorità della sede di negoziazione in cui le imprese effettuano la negoziazione algoritmica quali membri o partecipanti.

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.

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

RIQUADRO 5

DIRECT ELECTRONIC ACCESS

La MiFID II incorpora le riflessioni e conclusioni raggiunte dall'ESMA attraverso l'emanazione degli Orientamenti in materia di *trading* automatizzato del 2012, al fine di tenere in adeguata e specifica considerazione i fenomeni del *direct electronic access* (DEA) e dello *sponsored access* (SA).

In particolare, in linea di continuità con quanto già stabilito nell'ambito dei suddetti Orientamenti, la Direttiva, e la relativa regolamentazione delegata, prevedono che le sedi di negoziazione che consentono ai partecipanti al mercato di offrire i servizi di accesso diretto al mercato o di accesso sponsorizzato devono disporre di regole e procedure volte a garantire la compatibilità di tali servizi con l'equo e ordinato svolgimento delle negoziazioni.

Tali controlli si esplicano, in primo luogo, nello svolgimento di una adeguata *due diligence* dei membri che offrono tale servizio, i quali devono, ad esempio, essere in grado di intervenire (ad es. sospendere) direttamente sull'operatività effettuata con tale modalità e identificare gli ordini immessi dal singolo cliente con tale modalità e rimangono responsabili di tutti i messaggi inviati mediante il loro codice identificativo.

Si richiede poi la predisposizione di specifici controlli *pre-* e *post-trade*, presidi per consentire la cancellazione degli ordini e meccanismi di monitoraggio *ongoing*. Tali sistemi e controlli devono essere implementati dalle *trading venue* e dai partecipanti ai mercati quando viene offerto il servizio di DEA o *sponsored access*.

Inoltre, occorre tenere presente che la MiFID II richiede espressamente che i soggetti che offrono accesso elettronico diretto e quelli che hanno accesso al mercato con tale modalità (*cd. tier 1 client*, come chiarito da una delle Q&A ESMA in materia di microstruttura dei mercati) siano debitamente autorizzati alla prestazione di servizi e attività di investimento.

Tabella 21 Fonti normative di riferimento

DISCIPLINA	LIVELLO 1 UE (MiFID II)	LIVELLO 2 UE + ORIENTAMENTI ESMA	LIVELLO 1 E 2 NAZIONALE (TUF E REGOLAMENTO MERCATI)
Definizione	Art. 4(1)(41)	Art. 20 RD 2017/565 Q&A ESMA n. 12, Section 3, "Market structure topics" ¹	art. 1, co. 6- <i>sexies</i> , TUF
Requisiti operativi delle sedi di negoziazione - accesso elettronico diretto	Art. 48 (7)(con rinvio da parte dell'art. 18, paragrafo 5)	RD 2017/584 (in particolare, artt. 21 e 22)	art. 65- <i>sexies</i> , co. 7, lett. d), TUF art. 12, co. 2 e 3, Regolamento Mercati
Requisiti operativi delle imprese di investimento - accesso elettronico diretto	Art. 17(5)	Artt. 19-23 RD 2017/589 Q&A ESMA n. 23-25, Section 3, "Market structure topics" ¹	artt. 12, co. 4-6; 14, co. 2: 48, co.2, d); e 50 Regolamento Mercati

Legenda: Regolamento Delegato (UE): RD. ¹ Documento "ESMA70-872942901-38"

In Italia si è assistito ad una crescita 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.

Le analisi condotte evidenziano come il DEA sia consentito da tutte le sedi di negoziazione italiane, ad eccezione dei mercati gestiti da MTS S.p.A. e del sistema multilaterale di negoziazione e-MID Repo. Una specifica disciplina è introdotta al riguardo nei rispettivi regolamenti di funzionamento. In particolare, si segnalano i seguenti presidi adottati dalle *trading venue*:

- a) lo svolgimento di attività di *due diligence* dei membri, sia in fase di ammissione, sia nel continuo, attraverso la pianificazione di verifiche annuali che tengono conto dei profili di rischio dei singoli intermediari e la richiesta di specifiche informazioni relative all'offerta del servizio di "accesso elettronico diretto" e ai controlli effettuati sui clienti a cui il servizio è prestato;
- b) la specifica indicazione (*flag*), conformemente a quanto richiesto dal nuovo quadro regolamentare, degli ordini immessi sulle piattaforme di negoziazione per il tramite di un accesso elettronico diretto;
- c) la richiesta agli operatori partecipanti di porre in essere sistemi, procedure e controlli per prevenire l'immissione di proposte anomale sulle piattaforme di negoziazione e la previsione di una responsabilità di questi ultimi per gli ordini inoltrati dalla clientela attraverso DEA;
- d) la capacità per il gestore del mercato di limitare gli accessi alle piattaforme e di regolare gli ordini immessi tramite DEA.

Da quanto sopra descritto, si osserva che la materia dell'accesso al mercato presenta elementi di significativa importanza rispetto alle seguenti tematiche:

- 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;
- il monitoraggio da parte delle *trading venue* dei soggetti che offrono il servizio di DEA;
- 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 DEA. 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. Al riguardo, 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.

Tabella 22 Imprese di investimento che hanno notificato l'offerta di servizi di DEA/SA

OFFERTA SERVIZI DEA	NUMERO INVESTMENT FIRM
TOTALE SOGGETTI CHE HANNO NOTIFICATO L'OFFERTA DI DEA (DEA PROVIDER)	14
DI CUI: OPERATORI ITALIANI	1
DI CUI: OPERATORI UE	12
DI CUI: OPERATORI EXTRA-UE	1

Fonte: Elaborazione Consob di dati di vigilanza

Tabella 23 Operatori che prestano servizi di DEA/SA nelle sedi di negoziazione italiane

DEA PROVIDER	MERCATI					
	MTA	ETFPLUS	MOT	IDEM	EUROTLX	HI-MTF
NUMERO DEA PROVIDER ²⁰	20	10	7	12	3	0
DI CUI: OPERATORI ITALIANI	2	1	4	0	3	0
DI CUI: OPERATORI UE	18	9	3	12	0	0

Fonte: Elaborazione Consob di dati di vigilanza

SEZIONE III – LA MICROSTRUTTURA DEI MERCATI E I SISTEMI DI CONTROLLO DELLE NEGOZIAZIONI

La microstruttura dei mercati rappresenta un'area di grande rilevanza ai fini dell'ordinato svolgimento delle negoziazioni, della trasparenza e della tutela degli investitori. Al riguardo, il *framework* normativo e regolamentare è stato notevolmente innovato, anche alla luce delle specifiche caratteristiche delle *trading venue*. In particolare, la nuova normativa ha introdotto dettagliati requisiti organizzativi che i gestori dei mercati regolamentati devono adottare, con l'obiettivo di rafforzare i presidi per garantire l'ordinato e corretto svolgimento delle negoziazioni.

La MiFID II ha inteso evidentemente predisporre una regolamentazione organica che disciplini l'esecuzione delle operazioni su strumenti finanziari, indipendentemente dai metodi di negoziazione utilizzati, in modo da garantire un'elevata qualità nell'esecuzione delle operazioni degli investitori nonché mantenere l'integrità e l'efficienza globale del sistema finanziario.

La predisposizione di un quadro coerente e sensibile al rischio che regolamenti i principali tipi di sistemi di esecuzione degli ordini attualmente esistenti nel mercato finanziario europeo e la presa d'atto dell'emergere (a fianco dei mercati regolamentati) di una nuova generazione di sistemi di negoziazione organizzati rappresentano obiettivi espliciti che hanno portato ad un sostanziale allineamento dei requisiti per le sedi di negoziazione (mercati regolamentati, MTF e OTF) e una più puntuale qualificazione delle attività che possono essere svolte sulle sedi sopra indicate. Infatti, la MiFID II richiede, sia per mercati regolamentati, sia per MTF e OTF, la presenza di taluni requisiti generali di carattere organizzativo e impone nuovi specifici obblighi mirati ad assicurare la resilienza e l'efficacia dei sistemi posti in essere alla luce delle sempre più innovative modalità di negoziazione sui sistemi.

Tabella 24 Fonti normative di riferimento

DISCIPLINA	LIVELLO 1 UE (MiFID II)	LIVELLO 2 UE + ORIENTAMENTI ESMA	LIVELLO 1 NAZIONALE (TUF)
Requisiti operativi delle sedi di negoziazione – capacità e resilienza	Art. 48 (1) (con rinvio da parte dell'art. 18, paragrafo 5)	RD 2017/584	art. 65- <i>sexies</i> , co. 1
Requisiti operativi delle sedi di negoziazione – rifiuto degli ordini	Art. 48 (4) (con rinvio da parte dell'art. 18, paragrafo 5)	RD 2017/584	art. 65- <i>sexies</i> , co.2
Requisiti operativi delle sedi di negoziazione – sistemi algoritmici	Art. 48 (6) (con rinvio da parte dell'art. 18, paragrafo 5)	RD 2017/584	art. 65- <i>sexies</i> , co.2
Requisiti operativi delle sedi di negoziazione – sincronizzazione degli orologi	Art. 50	RD 2017/574	art. 65- <i>sexies</i> , co.5, lett. a)

Legenda: Regolamento Delegato (UE): RD

²⁰ In merito, si ricorda altresì che, ai sensi della MiFID II, le imprese di investimento europee che forniscono DEA lo notificano all'Autorità competente dello Stato Membro d'origine e alle Autorità delle sedi di negoziazione in cui forniscono accesso elettronico diretto.

1. LE MARKET MAKING STRATEGIES E I MARKET MAKING SCHEMES

MiFID II delinea un set di previsioni finalizzate a regolamentare la presenza sul mercato di imprese di investimento che impiegano algoritmi di negoziazione volti all'implementazione di strategie di *market making*. I principali obiettivi della disciplina sono quello di evitare che la presenza sul mercato a determinate condizioni sia oggetto di «discrezionalità» non regolata da parte dei soggetti, di assicurare che eventuali "incentivi" ai *market maker* siano guidati da obblighi di quotazione effettivi e regolati e di fare sì che l'affidamento del mercato verso *standard* di liquidità non risulti pregiudicato da comportamenti "anomali". In tale quadro, viene previsto che le imprese di investimento che impiegano algoritmi di negoziazione volti all'implementazione di strategie di *market making* svolgano tale attività nell'ambito di un accordo di *market making* con la sede di negoziazione, il cui contenuto minimo è definito dal Regolamento Delegato (UE) 2017/578 (obblighi specifici in termini presenza sul mercato, dimensione delle quote e *spread*, incentivi eventualmente forniti, requisiti organizzativi e di *record keeping*).

Tabella 25 Fonti normative di riferimento

DISCIPLINA	LIVELLO 1 UE (MiFID II)	LIVELLO 2 UE + ORIENTAMENTI ESMA	LIVELLO 1 E 2 NAZIONALE (TUF E REGOLAMENTO MERCATI)
Requisiti operativi delle sedi di negoziazione - strategia di <i>market making</i>	Art. 48 (2) e (3) con rinvio da parte dell'art. 18, paragrafo 5)	RD 2017/578	art. 65- <i>sexies</i> , co. 3, TUF art. 8 e 36 Regolamento Mercati
Requisiti per le imprese di investimento - strategia di <i>market making</i>	Art. 17 (3), (4)	RD 2017/578	art. 67- <i>ter</i> , co. 6, d), TUF art. 13 e 14, co. 1, Regolamento Mercati

Legenda: Regolamento Delegato (UE): RD

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 di fondamentale importanza e la cui rilevanza è destinata a crescere in prospettiva nel quadro delle nuove disposizioni MiFID II.

RIQUADRO 6

MARKET MAKING STRATEGIES E MARKET MAKING SCHEMES

Come sopra anticipato, la MiFID II introduce obblighi e requisiti specifici 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*.

In particolare, ai sensi del nuovo quadro normativo (articolo 48, paragrafo 4, MiFID II), le imprese di investimento che effettuano negoziazioni algoritmiche sono ritenute perseguire una strategia di «*market making*» quando "quali membri o partecipanti in una o più sedi di negoziazione e operando per conto proprio, la loro strategia implica la trasmissione di quotazioni ferme, simultanee di acquisto e di vendita, di entità comparabile e a prezzi competitivi relative a uno o più strumenti finanziari o a diversi strumenti finanziari in un'unica sede di negoziazione o in diverse sedi di negoziazione, con il risultato di fornire liquidità in modo regolare e frequente al mercato complessivo".

In tale contesto, così come anche ulteriormente dettagliato dal Regolamento Delegato (UE) n. 2017/578, l'operatore che, in esecuzione della strategia di *market making* posta in essere in conto proprio mediante un algoritmo, è presente:

- per la metà dei giorni di negoziazione che compongono il periodo di un mese;
- per almeno il 50% delle sessioni giornaliere di negoziazione continua;
- attraverso l'inserimento di quotazioni ferme e simultanee di acquisto e di vendita, di entità comparabile e a prezzi competitivi²¹,

è tenuto a dichiarare al mercato tale tipo di condotta e, di conseguenza, ad aderire ad uno specifico accordo con il mercato (cd. *market making agreement*), con obblighi minimi in termini di presenza sul book, dimensione delle quote e spread definiti dal citato Regolamento delegato. Ciò al fine di osservare su base continuativa e regolare gli obblighi di sostegno della liquidità previsti per il singolo strumento finanziario. Per garantire adeguata informativa agli investitori e agli altri operatori, le sedi di negoziazione sono tenute a pubblicare l'elenco dei soggetti che hanno firmato un *market making agreement* e l'elenco degli strumenti finanziari sui quali tali soggetti sono chiamati a svolgere la propria attività.

Inoltre, considerata la centralità della liquidità nel funzionamento efficiente e ordinato dei mercati, il nuovo quadro regolamentare MiFID II ha delineato un set di previsioni finalizzate a introdurre un elemento di prevedibilità della liquidità presente nei *book* di negoziazione e a incentivare la presenza dei *market maker* anche in situazioni di stress del mercato, ossia in quei casi in cui è maggiore il rischio di una alta volatilità dei prezzi. In particolare, per i sistemi in cui sono negoziati strumenti *equity* (azioni ed ETF per i quali esista un mercato liquido) e derivati connessi ad azioni o indici azionari, se basati su un book a negoziazione continua, le sedi hanno l'obbligo di predisporre dei sistemi di *market making* (*market making schemes*): questi descrivono, eventualmente in maniera differenziata, gli incentivi e i requisiti in termini di presenza, entità, differenziale richiesti ai membri per accedervi, sia in condizioni di negoziazione normali che in situazioni di stress di mercato, tenendo conto dei rischi a cui sono sottoposti soprattutto in tale ultima ipotesi gli operatori.

Particolare attenzione deve 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.

Per tali ragioni, i *market making schemes* devono indicare puntualmente le condizioni che permettono di accedere agli incentivi, la cui previsione è obbligatoria nel caso di *stressed market condition*, per garantirne il collegamento con l'effettivo contributo alla liquidità del mercato.

A tal fine, il Regolamento delegato richiede che gli schemi di *market making*, e i relativi incentivi, siano resi pubblici sul sito della piattaforma di negoziazione e accessibili a condizioni eque e non discriminatorie a chiunque possieda i requisiti previsti. A ciò si aggiunge la necessità che le sedi di negoziazione comunichino in modo chiaro l'esistenza di una situazione di stress del mercato a tutte le parti del sistema di *market making*.

Gli obblighi di quotazione possono poi essere sospesi in casi di situazioni di mercato eccezionali, individuate in maniera specifica dal citato Regolamento delegato (volatilità eccezionale che porta a chiusura temporanea del mercato, eventi politici e macroeconomici rilevanti, anomalie tecniche nel sistema di negoziazione, circostanze che pongono a rischio la prudente gestione del rischio da parte dell'impresa di investimento).

Al fine di garantire il corretto adempimento degli obblighi di quotazione da parte dei membri e partecipanti ai mercati nell'ambito degli accordi, le piattaforme di negoziazione devono predisporre con meccanismi e procedure per monitorare la presenza di soggetti che effettuano "*market making strategy*" e la relativa conformità alle norme sopra individuate, nonché per garantire il perseguimento degli obiettivi di prevedibilità dell'apporto di liquidità al mercato sottesi alla configurazione dei *market making scheme*.

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

²¹ La quotazione è considerata ferma se include ordini e quotazioni che, secondo le regole della sede di negoziazione, possono essere abbinati a un ordine o una quotazione contrari; la quotazione è considerata simultanea di acquisto e di vendita se è trasmessa in modo che il prezzo denaro e quello lettera siano contemporaneamente presenti nel book di negoziazione; due quotazioni sono considerate di entità comparabile quando non differiscono di oltre il 50% per entità; le quotazioni sono considerate a prezzi competitivi se sono trasmesse ad un prezzo denaro-lettera che si situa al livello massimo o all'interno della forchetta stabilita dalla sede di negoziazione e imposta a ciascuna impresa di investimento che ha sottoscritto un accordo di *market making* con la sede.

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 fornisce una panoramica del numero dei *market maker* MiFID II nelle sedi di negoziazione italiane.

Tabella 26 Market Maker (MiFIDII) sulle sedi di negoziazione italiane

	MERCATI						
	MTA	ETFPPlus	MOT	AIM	MTS ITALY CASH	EUROTLX	HI-MTF
NUMERO DI MARKET MAKER	19	17	18	12	26	17	6

Con l'introduzione degli obblighi MiFID II su *market making agreement* e *market making scheme*, le sedi di negoziazione hanno dovuto prevedere *ex novo* una disciplina in materia, se non già esistente nel regime previgente, ovvero adattare i vari programmi di *market making* in modo da garantire un allineamento con le medesime tipologie di obblighi contemplati dal nuovo quadro normativo. Ciò con l'obiettivo di assicurare che gli operatori, che svolgono negoziazione algoritmica realizzando una strategia di *market making*, soddisfino anche agli obblighi minimi MiFID II.

La Tabella che segue sintetizza gli obblighi a carico dei soggetti sopra citati come stabiliti nei Regolamenti delle sedi di negoziazione.

Tabella 27 Obblighi a carico degli operatori specialisti, market maker e liquidity provider

MERCATO	OPERATORI	OBBLIGHI DI QUOTAZIONE
BORSA ITALIANA MERCATI (MR E MTF) CASH	"OPERATORI MARKET MAKER MIFID2"	Operatori che svolgono una strategia di <i>market making</i> e pertanto tenuti a stipulare un <i>market making agreement</i> con la sede di negoziazione. Gli obblighi di quotazione previsti dalla sede di negoziazione sono pari ai requisiti minimi stabiliti dal Regolamento delegato (UE) n. 2017/578.
	OPERATORI SPECIALISTI	Operatori ammessi alle negoziazioni che richiedono di assumere tale qualifica e che si impegnano a sostenere la liquidità degli strumenti finanziari per i quali svolgono l'attività di specialista. La presenza dell'operatore specialista è obbligatoria nel mercato MTA, segmento Star, mercato MIV, con esclusione del Segmento Professionale e nel mercato ETFplus, con esclusione del segmento OICR aperti. Tali operatori sono tenuti a immettere proposte di acquisto e vendita simultanee, di quantità comparabili e a prezzi competitivi (ovvero i prezzi in acquisto e in vendita si possono discostare dallo spread massimo indicato nella Guida ai Parametri o nei Regolamenti degli MTF) nel rispetto del quantitativo minimo ivi indicato. Tali operatori sono tenuti a rispettare i suddetti obblighi per almeno il 60% (50% per MOT e ExtraMOT) della durata della seduta di negoziazione, per ciascun giorno di contrattazione. Tali operatori sono tenuti a quotare con obblighi ridotti nelle situazioni di stress di mercato. Tali obblighi ridotti sono indicati nella Guida ai Parametri.
BORSA ITALIANA MERCATI DERIVATI	"OPERATORI MARKET MAKER MIFID 2"	Operatori che svolgono una strategia di <i>market making</i> e pertanto sono tenuti a stipulare un <i>market making agreement</i> con la sede di negoziazione. Gli obblighi di quotazione previsti dalla sede di negoziazione sono pari ai requisiti minimi stabiliti dal Regolamento delegato (UE) n. 2017/578.
	"OPERATORI MARKET MAKER VOLONTARI"	Operatori che richiedano di assumere tale qualifica e che si impegnano a sostenere la liquidità degli strumenti finanziari per i quali svolgono l'attività di market maker volontario. Sono inseriti in un Elenco articolato in sezioni corrispondenti ai diversi contratti negoziati e in sotto-sezioni in relazione alla tipologia di obblighi di

		<p>quotazione a carico del market maker volontario: a) sotto-sezione dei Primary Market Maker (market maker assoggettati a obblighi di quotazione continuativa durante la sessione diurna, laddove applicabile), b) sotto-sezione dei Market Maker (market maker volontari assoggettati a obblighi di rispondere a indicazioni di interesse alla negoziazione), c) sotto-sezione dei Liquidity Provider (market maker volontari assoggettati a obblighi di quotazione continuativa sulle prime quattro scadenze consecutive per le "Opzioni MIBO" e le opzioni su azioni diverse dalle "Opzioni su azioni settimanali", i market maker volontari assoggettati a obblighi di quotazione continuativa su un numero ridotto di scadenze per i contratti futures su energia elettrica e i market maker volontari assoggettati a obblighi di quotazione continuativa per periodi ridotti per i contratti futures su grano duro), d) sotto-sezione Designated Market Maker (market maker volontari assoggettati a obblighi di quotazione continuativa sulle "Opzioni MIBO settimanali" e sulle "Opzioni su azioni settimanali"), e) sotto-sezione Extended Market Maker (market maker volontari assoggettati a obblighi di quotazione continuativa su Futures sull'indice FTSE MIB e miniFutures sull'indice FTSE MIB nella sessione serale della negoziazione continua).</p>
	"Operatore specialista del mercato IDEM"	<p>Operatori che si impegnano a sostenere in conto terzi la liquidità degli strumenti finanziari negoziati nel mercato IDEM. Sono iscritti in un elenco articolato nelle sottosezioni: a) sotto-sezione dei Primary Specialisti (specialisti assoggettati a obblighi di quotazione continuativa durante la sessione diurna, laddove applicabile), b) sotto-sezione degli Specialisti (specialisti assoggettati a obblighi di rispondere a indicazioni di interesse alla negoziazione), c) sotto-sezione dei Liquidity Provider Specialisti (specialisti assoggettati a obblighi di quotazione continuativa sulle prime quattro scadenze consecutive per le "Opzioni MIBO" e le opzioni su azioni diverse dalle "Opzioni su azioni settimanali", gli specialisti assoggettati a obblighi di quotazione continuativa su un numero ridotto di scadenze per i contratti futures su energia elettrica e gli specialisti assoggettati a obblighi di quotazione continuativa per periodi ridotti per i contratti futures su grano duro), d) sotto-sezione dei Designated Specialisti (specialisti assoggettati a obblighi di quotazione continuativa sulle "Opzioni MIBO settimanali" e le "Opzioni su azioni settimanali"), e) sotto-sezione Extended Market Maker (market maker assoggettati a obblighi di quotazione continuativa su Futures sull'indice FTSE MIB e miniFutures sull'indice FTSE MIB nella sessione serale della negoziazione continua).</p>
MTS MTS ITALY	MARKET MAKERS/PRIMARY DEALERS	<p>La preventiva sottoscrizione di un accordo di <i>market making</i> tra gli operatori e la sede di negoziazione è condizione necessaria alla possibilità, per gli stessi operatori, di porre in essere una strategia di <i>market making</i> che, altrimenti, non sarebbe possibile effettuare. Non è possibile la presenza su MTS Italy di soggetti che effettuano una strategia di <i>market making</i> che non abbiano preventivamente sottoscritto un accordo in tal senso con la sede di negoziazione. A ciascun Market Maker vengono assegnati 31 Strumenti Finanziari, in modo che ciascun Market Maker abbia un paniere di titoli rappresentativo dell'intera curva dei rendimenti, ed equilibrato in termini di Strumenti Finanziari più scambiati. Ogni Strumento Finanziario viene assegnato a un numero di Market Maker non inferiore a tre.</p> <p>I Market Maker devono:</p> <p>a) rispettare i Market Making Commitments definiti nelle Istruzioni (si impegnano a quotare gli strumenti assegnati con proposte double-side di quantità comparabile e prezzi competitivi – conformemente al Regolamento delegato (UE) n. 2017/578 - per almeno 4 ore e 45 minuti durante ciascuna giornata;</p> <p>b) contribuire con continuità agli scambi conclusi sul Segmento Repo;</p> <p>c) rispettare le condizioni di operatività che siano specificate nelle Istruzioni.</p> <p>Ogni Market Maker può formulare Proposte su Strumenti Finanziari diversi da quelli avuti in assegnazione da MTS, ma in tal caso, tali strumenti saranno inclusi nei Market Making Commitments.</p>
MTS BONDVISION EUROPE MTF	N/A	<p>Il sistema supporta solo la funzionalità RFQ, non consentendo l'inserimento di due quote simultanee, competitive e comparabili, e dunque non prevede in alcun caso la possibilità per un operatore di porre in essere una strategia di <i>market making</i> sul modello delineato da MiFID II.</p>
EUROTLX MTF	MARKET MAKERS/LIQUIDITY PROVIDERS	<p>I Liquidity Provider sono i soli operatori abilitati ad operare sul mercato in conto proprio, ponendo potenzialmente in essere strategie di <i>market making</i>. Conseguentemente, l'accordo con tali soggetti contiene già gli obblighi previsti dal RD 578 per i market maker. In particolare, l'accordo sottoscritto dai suddetti soggetti prevede che questi si impegnino, per ciascuno degli strumenti sui quali svolgono attività di supporto della liquidità, ad esporre sul mercato proposte in acquisto e in vendita, a prezzi competitivi, che comunque non si possono discostare da un valore di spread massimo indicato nella Guida ai Parametri, per quantità comparabili e almeno pari a quelle minime comunicate da EuroTLX. Tali obblighi devono essere rispettati per il 50% della durata della seduta di negoziazione continua per ciascun giorno di</p>

		contrattazione. Nelle situazioni di stress del mercato, sono previsti obblighi ridotti (dimezzati) di quotazione.
HI-MTF SIM HI-MTF "QUOTE DRIVEN"	MARKET MAKERS	Soggetti che espongono proposte di negoziazione in acquisto e/o in vendita (Quote) su qualsiasi strumento finanziario negoziato per il quale abbiano presentato apposita Domanda di Ammissione alle negoziazioni. L'accordo con tali soggetti prevede obblighi di presenza al 100% del tempo di ciascuna seduta di negoziazione, facendo automaticamente rientrare tutti i <i>market maker</i> nella disciplina obbligatoria MiFID II. Si richiede poi l'inserimento di proposte di negoziazione in acquisto e in vendita simultanee, di entità comparabili nonché non differibili di oltre il 50% per entità e a prezzi competitivi. La modalità di negoziazione prevede che il <i>market making</i> occulto non sia possibile in quanto gli ordini inseriti dagli Aderenti Diretti devono necessariamente rispettare l'abbinamento automatico con le quote esposte dai Market Maker.
	OPERATORE SPECIALIZZATO	Soggetti che, operando su un numero limitato di strumenti finanziari definiti dal mercato, si impegnano ad esporre quote su tali strumenti.
HI-MTF SIM HI-MTF "ORDER DRIVEN"	OPERATORI SPECIALISTI/MARKET MAKERS	Aderenti diretti partecipanti al mercato che si impegnano a fornire liquidità su alcuni titoli specifici, per cui ne richiedono l'ammissione alle negoziazioni. Se tali operatori conducono una strategia di <i>market making</i> sul mercato raggiungendo le soglie minime che definiscono la strategia stessa, essi sono tenuti a sottoscrivere un accordo di market making con la sede di negoziazione e a rispettare gli obblighi minimi di quotazione stabiliti dal Regolamento Delegato (UE) n. 2017578.
HI-MTF SIM RFQ	N/A	Il sistema supporta solo la funzionalità RFQ, non consentendo l'inserimento di due quote simultanee, competitive e comparabili, e dunque non prevede in alcun caso la possibilità per un operatore di porre in essere una strategia di market making sul modello delineato da MiFID II.

Si segnala che le *trading venues* italiane che consentono lo svolgimento di negoziazione algoritmica²² sui propri sistemi:

- a) hanno definito gli accordi di *market making* da concludere con i singoli *market maker* qualora il loro comportamento integri una *market making strategy* ovvero su base volontaria. Al riguardo, si evidenzia che, in via generale, tutte le sedi di negoziazione hanno rivisto gli obblighi esistenti in termini di previsione di un obbligo di stipula di un accordo di *market making* al superamento dei limiti previsti da MiFID II e dalla relativa regolamentazione delegata, di introduzione di un obbligo di spread, dove non già previsto; di previsione di obblighi di quotazione per quantità minime e comparabili (non divergenti tra loro per più del 50%); di obbligo di presenza (minimo 50% della seduta nella fase di negoziazione continua) nonché di revisione delle cause di esenzione dagli obblighi, circoscrivendole alle circostanze eccezionali previste dalla direttiva MiFID II;
- b) in taluni casi, il *trading model* delle sedi di negoziazione ha reso inapplicabile il concetto di *market making strategy*. Nei sistemi basati sul modello di negoziazione *quote driven*, la preventiva sottoscrizione di un accordo di *market making* tra gli operatori e la sede di negoziazione è condizione necessaria alla possibilità, per gli stessi operatori, di porre in essere una strategia di *market making* che, altrimenti, non sarebbe possibile effettuare. Per tale motivo, nei sistemi in esame non è sorta la necessità di prevedere i presidi relativi alla vigilanza sull'implementazione di una strategia al di fuori del previo accordo. Diversamente, in quei sistemi in cui il *liquidity provider* si impegna su base volontaria a fornire liquidità su alcuni strumenti finanziari specificati nel *market maker agreement* ma è libero di quotare anche su titoli diversi, è stato comunque previsto che qualora le negoziazioni su strumenti diversi raggiungano le condizioni che determinano l'effettuazione di una *market making strategy*, occorre estendere l'ambito di applicazione dell'*agreement*.

²² La definizione di *market making strategy* fornita dal nuovo quadro MiFID II implica lo svolgimento di attività di negoziazione algoritmica. Pertanto, non appare possibile porre in essere una strategia di tal tipo in quei sistemi in cui non è consentita questa modalità di negoziazione.

Analogamente ai sistemi *quote driven* il concetto di *market making strategy* non è applicabile ai sistemi basati su un *trading model* che utilizza la funzionalità RFQ, dal momento che non è consentito l'inserimento di due quote simultanee, competitive e comparabili.

Si rappresenta altresì che gli obblighi di quotazione previsti per i *market maker* "volontari" sono stati disegnati per alcune sedi di negoziazione in maniera più stringente rispetto a quelli previsti per coloro che vengono catturati dal regime a causa del superamento delle soglie regolamentari. In particolare, per questi ultimi, gli obblighi di quotazione stabiliti dai relativi *agreement* risultano essere strettamente in linea con i requisiti minimi sopra indicati, mentre per i *market maker* volontari viene fissata in generale una percentuale più alta di presenza richiesta nel corso della seduta di negoziazione.

Con riferimento ai *market making schemes* e alla durata minima degli accordi, le sedi di negoziazione hanno elaborato sistemi di *market making* (*market making scheme*), qualora richiesto dalla normativa per la natura degli strumenti trattati (strumenti *equity* ed *equity-like* - azioni ed ETF per i quali esista un mercato liquido - e derivati connessi ad azioni o indici azionari, se basati su un *book* a negoziazione continua).

Al riguardo, l'approccio adottato appare differenziarsi tra i mercati:

- si osserva che non trova applicazione per nessuno dei sistemi gestiti da MTS S.p.A. e HI-MTF SIM S.p.A. la disciplina relativa alla necessaria predisposizione di *market making schemes* (sistemi e incentivi di *market making*) dal momento che l'obbligo si applica ai soli mercati in cui siano negoziati strumenti *equity* ed *equity-like* e il sistema si basi su un *book* di negoziazione ad asta continua;
- le restanti sedi di negoziazione hanno proceduto alla definizione dei parametri per le condizioni di *stressed market*, rilevanti soprattutto per il riconoscimento di possibili incentivi ai *market maker* che assicurino un adeguato livello di liquidità quando è maggiore il rischio di una volatilità maggiore dei prezzi. Dalle informazioni raccolte, le diverse sedi di negoziazione hanno previsto che tali condizioni possono ricorrere: (i) nell'intervallo di tempo immediatamente successivo alla ripresa delle negoziazioni dopo un'interruzione per volatilità, spesso differenziato per categoria di strumenti finanziari; (ii) qualora, sui singoli strumenti finanziari, gruppi di strumenti finanziari, indici o strumenti finanziari derivati, le variazioni dei prezzi e dei volumi in un determinato intervallo temporale superino specifiche soglie; (iii) in generale qualora lo richieda l'andamento delle negoziazioni. La determinazione della ricorrenza dei suddetti parametri è in generale di tipo automatico e di tale ricorrenza è data comunicazione agli operatori attraverso appositi canali di pubblicità istituiti dalle sedi di negoziazione;
- le sedi di negoziazione catturate dalla disciplina MiFID II in materia hanno altresì disegnato un sistema di incentivazione per i *market makers* (volontari e non), che forniscono liquidità al mercato, in particolare in *stressed market conditions*²³;

²³ In particolare, Borsa Italiana prevede requisiti differenziati di quotazione in condizioni normali e in condizioni di stress di mercato, con un allargamento degli spread di quotazione e di riduzione dei quantitativi in tali casi. La sede di negoziazione stabilisce poi sia per i c.d. *Market Maker MiFID 2*, sia per *market maker* volontari, un incremento del "*Max OTR Permitted Value*", a prescindere dalla sussistenza di *stressed market condition* (SMC). In tali condizioni, per gli aderenti agli *Scheme*, sono poi previsti dei contributi mensili per gli strumenti supportati (per tutti i mercati, dunque anche quelli non azionari) fino ad un contributo massimo al mese. Gli incentivi economici sono forniti subordinatamente al rispetto degli obblighi di quotazione per almeno l'80% del tempo in cui si verificano SMC. Per i soli *market maker* volontari, si prevedono alcuni incentivi dettati in via generale e, dunque, non collegati alla sussistenza di una SMC. EuroTLX prevede invece che gli operatori che aderiscono ad un accordo di *Market Making* e che si impegnano a sostenere la liquidità degli strumenti prescelti (con specifico riferimento alle Azioni e ai *Depositary Receipt*) durante le situazioni di stress del mercato ricevano un incentivo economico per ogni strumento su cui hanno rispettato gli obblighi di quotazione per almeno 1h e per almeno l'80% della durata delle situazioni di SMC. L'incentivo non potrà superare un valore massimo mensile. Sono poi previste soglie di numero di ordini consentite maggiori per i *liquidity provider* del 25% rispetto a quelle degli altri operatori.

- le sedi di negoziazione hanno implementato misure e sistemi di monitoraggio dell'attività di coloro che realizzano una strategia di *market making* sulle varie piattaforme, laddove consentito dai diversi *trading model*, per le finalità di assoggettamento alla relativa disciplina. A tale riguardo, si segnala che alcune sedi di negoziazione procedono giornalmente al calcolo di un indicatore di performance che quantifica il rispetto simultaneo degli obblighi di presenza, di quantità minima, di quantità comparabili e di spread per ogni combinazione strumento/*liquidity provider*. I valori delle performance giornaliere e mensili sono resi disponibili a ciascun *market maker*. Viene in tal modo verificata anche l'esistenza di situazioni reiterate di mancato rispetto degli obblighi di quotazione, al fine di valutare l'adozione di possibili iniziative. Per altre sedi di negoziazione l'ottemperanza dei *market maker* rispetto ai propri impegni è misurata secondo una serie di criteri, tarati comunque sui requisiti minimi di quotazione di cui al Regolamento Delegato (UE) n. 2017/578, calcolando un *bid-offer spread* medio e un tempo medio di quotazione per ciascun *market maker* e strumento finanziario messi a confronto con la media degli altri *market maker* sul medesimo strumento finanziario. Altre sedi di negoziazione si servono di un applicativo informatico, attraverso il quale vengono generati *alert* sull'eventuale mancato rispetto degli obblighi dei *market maker* in termini di quantitativo e spread. Viene poi effettuata un'analisi manuale sul rispetto degli obblighi di quotazione tramite l'estrazione di un report giornaliero degli allarmi, cui segue un documento mensile di sintesi.

2. I SISTEMI DI CONTROLLO DELLE NEGOZIAZIONI E I MECCANISMI PER FRONTEGGIARE LA VOLATILITÀ

L'area dei sistemi e controlli implementati dalle *trading venue* in ambienti fortemente automatizzati riveste importanza fondamentale nel nuovo contesto di mercato.

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. La MiFID I non affrontava in maniera specifica la materia delle sospensioni/restrizioni alle negoziazioni di strumenti finanziari, limitandosi a richiedere la presenza di meccanismi in grado di assicurare un "*fair and orderly trading*" (art. 39(d) MiFID I). In tale ambito, tuttavia, l'ESMA – attraverso le già citate Linee Guida emanate nel 2012 e recepite dalla Consob con Comunicazione – aveva raccomandato l'adozione di presidi e controlli da parte delle *trading venue* ai fini di un equo e ordinato svolgimento delle negoziazioni in un ambiente di negoziazione automatizzato e, in particolare, aveva richiesto alle piattaforme di negoziazione di disporre di meccanismi (quali, le sospensioni per volatilità o rifiuto automatico degli ordini che superano le soglie fissate in termini di volume e prezzi) per limitare o sospendere le negoziazioni di uno o più strumenti finanziari, quando ciò fosse necessario per mantenere l'ordinato svolgimento delle negoziazioni.

Un significativo passo in avanti in tale area è stato fatto con la MiFID II dove il tema delle cosiddette "*volatility safeguards*" è specificatamente ed esplicitamente disciplinato prevedendo due principali presidi: a) sistemi, procedure e dispositivi efficaci per rifiutare gli ordini che eccedono soglie predeterminate di prezzo e volume o che sono chiaramente errati (presidi solitamente denominati "*price collar*"); b) sospensione o restrizione temporanea delle negoziazioni qualora si registri un'oscillazione significativa nel prezzo di uno strumento finanziario (presidi solitamente denominati "*trading halt*" o "*circuit breaker*").

In particolare, con riferimento ai meccanismi di cui al punto b), la MiFID II – nel prevedere una serie di disposizioni volte a introdurre requisiti per le sedi di negoziazione in termini di controlli, procedure e dispositivi efficaci per garantire che i sistemi di negoziazione siano resilienti e siano in grado di garantire negoziazioni ordinate, stabilisce che le sedi di negoziazione devono:

- essere in grado di sospendere o limitare temporaneamente le negoziazioni qualora si registri un'oscillazione significativa nel prezzo di uno strumento finanziario nel mercato gestito ovvero in un mercato correlato in un breve lasso di tempo;
- garantire che i parametri per la sospensione delle negoziazioni siano calibrati in modo tale da tenere conto della liquidità delle diverse classi e sottoclassi di strumenti finanziari, della natura/modello di mercato e delle categorie di utenti, in maniera da evitare impatti significativi sul corretto funzionamento dei mercati;
- comunicare, in maniera coerente e comparabile, i parametri per sospendere le negoziazioni (e qualsiasi modifica sostanziale di tali parametri) all'autorità competente; quest'ultima è tenuta poi a darne a sua volta comunicazione all'ESMA.

I suddetti requisiti sono stati oggetto anche di appositi Orientamenti pubblicati in data 27 giugno 2018 dall'ESMA, con particolare riguardo ai seguenti aspetti:

1. *Calibrazione dei parametri di volatilità.* Gli Orientamenti intervengono per richiedere alle sedi di negoziazione, sulla base della specificità del mercato, l'adozione di un approccio metodologico robusto basato su criteri comuni. In tale ambito, alle sedi di negoziazione è richiesto di calibrare i propri *circuit breaker* sulla base di una metodologia predefinita e statisticamente comprovata, tenendo conto del seguente elenco non esaustivo di elementi: (i) natura dello strumento finanziario; (ii) profilo di liquidità e volatilità del titolo; (iii) squilibrio tra ordini; (iv) modalità e regole delle sedi di negoziazione; (v) riferimenti interni (in termini di prezzo di riferimento statico e dinamico o l'adozione di soglie statiche o dinamiche); (vi) correlazione statistica tra i prezzi dei diversi strumenti finanziari, sia in un'ottica cross-asset (ad esempio tra strumenti cash e relativi strumenti derivati) sia in un'ottica cross-market (per gli strumenti finanziari negoziati su diverse sedi di negoziazione); (vii) durata delle sospensioni; (viii) strumenti di nuova emissione;
2. *Comunicazione esterna in merito al verificarsi della sospensione delle negoziazioni.* Gli Orientamenti prevedono che le sedi di negoziazione dovranno immediatamente rendere pubblica (attraverso i mezzi regolarmente utilizzati per rendere disponibili le informazioni pre-negoziazione e post-negoziazione) l'attivazione di una sospensione delle negoziazioni, il tipo di sospensione, la fase di negoziazione in cui è stata attivata, la durata della sospensione nonché la fine della sospensione.

Tabella 28 Fonti normative di riferimento

DISCIPLINA	LIVELLO 1 UE (MiFID II)	LIVELLO 2 UE + ORIENTAMENTI ESMA	LIVELLO 1 NAZIONALE (TUF)
Requisiti operativi delle sedi di negoziazione – <i>trading halts</i>	Art. 48 (5)(con rinvio da parte dell'art. 18, paragrafo 5)	RD 2017/584 + RD 2017/570 + Orientamenti ESMA "Calibrazione degli interruttori di circuito e pubblicazione delle sospensioni di negoziazioni ai sensi della direttiva MiFID II" del 27/06/2017	art. 65-sexies, co.2

Legenda: Regolamento Delegato (UE): RD

Le principali sedi di negoziazione in Italia possiedono da sempre meccanismi in tale area e rappresentano in alcuni casi un punto di riferimento a livello europeo. In particolare, 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.

In via generale, tutte le sedi di negoziazione 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. I parametri sono calibrati, in linea con quanto stabilito dalle Linee Guida ESMA, secondo la liquidità, la tipologia dello strumento finanziario e altri criteri specifici (e.g. la misura degli scostamenti dei prezzi) indicati generalmente nella regolamentazione del mercato e nelle relativi misure attuative.

In particolare, le *trading venue* hanno adottato i seguenti approcci:

- a) predisposizione di *price limits*, ovvero misure volte a fronteggiare una eccessiva volatilità del prezzo di un titolo con il rigetto di ordini e proposte di negoziazione che superano tali limiti e che possono portare alla conseguente sospensione dello stesso titolo dalle negoziazioni per un determinato periodo di tempo. In merito si osserva che l'ampiezza delle soglie risulta in alcuni casi più larga al fine di poter catturare eventi di modalità estrema, mentre in altri casi i limiti sono più stringenti e necessitano di continuo monitoraggio per consentirne l'eventuale modifica alla luce dell'osservazione del mercato;
- b) *circuit breakers*, ovvero misure adottate in occasione di una eccessiva volatilità del mercato e volte alla chiusura del mercato, e dunque non legate al prezzo di un singolo strumento finanziario ma, ad esempio, di un indice.

Quando l'attivazione di un meccanismo di controllo della volatilità dà luogo ad una sospensione delle negoziazioni (sul singolo titolo o sull'intero mercato), la durata della sospensione e il riavvio della negoziazione sono fattori cruciali da considerare nell'elaborazione dei sistemi. La durata della sospensione è solitamente predeterminata e tiene conto del tempo rimanente prima della fine della giornata di negoziazione o della sessione per evitare il rischio di minare l'integrità del mercato e l'efficiente formazione dei prezzi.

Tabella 29 Sintesi dei meccanismi per fronteggiare la volatilità realizzati dalle sedi di negoziazione italiane

TRADING VENUE	MECCANISMI PER FRONTEGGIARE LA VOLATILITÀ
BORSA ITALIANA	<p>Mercati MTA, MIV, MOT, AIM Italia, ExtraMOT e Bit Equity MTF: la negoziazione continua dello strumento finanziario viene automaticamente sospesa e contestualmente viene attivata una fase di asta di volatilità, che si svolge secondo le modalità previste per l'asta di apertura (cd. <i>volatility interruption and price monitoring extension</i>);</p> <p>Mercati ETFplus, IDEM e SeDEX: la negoziazione continua dello strumento finanziario viene automaticamente sospesa per un intervallo la cui durata è stabilita nelle Istruzioni e la proposta che ha determinato la sospensione viene automaticamente cancellata (cd. <i>circuit breaker and temporary halt</i>).</p> <p>Durante la sospensione temporanea della negoziazione non sono consentite l'immissione e la modifica di proposte. Allo scadere della sospensione temporanea le negoziazioni riprendono con le modalità della negoziazione continua, salvo la possibilità per il gestore di effettuare interventi in considerazione di particolari andamenti del mercato specificamente identificati nel Regolamento. La sospensione può essere prolungata fino a che le condizioni di negoziazione non rientrano nei limiti previsti. Le tempistiche di riavvio delle negoziazioni sono stabilite anch'esse nelle Istruzioni o nelle Linee Guida.</p> <p>Per alcuni strumenti (sul Sedex), la negoziazione è limitata nell'ambito delle quote degli specialisti, e si prevede il blocco temporaneo delle negoziazioni in caso di assenza degli specialisti dedicati o dei <i>market maker</i> (<i>price collars within market making quotes and automatic frozen period</i>).</p>
MTS	<p>Mercati MTS Italia e BondVision: è stato introdotto un controllo automatico sui prezzi/tassi e sulle quantità delle Proposte e degli Ordini. Ogni transazione che non rispetti limiti di variazione massima dei prezzi e</p>

	<p>delle quantità, sia che si tratti di nuovi inserimenti o di modifiche di transazioni esistenti, viene rifiutata dal Sistema o genera dei <i>warning</i>. Sul mercato cash di MTS Italia e su BondVision, è stato poi implementato un Sistema di <i>circuit breakers</i> per sospendere automaticamente uno strumento finanziario dalla negoziazione quando si verificano movimenti di prezzo eccessivi. L'applicazione dei <i>circuit breakers</i> viene effettuata dal sistema in base a controlli verso prezzi di riferimento statici e dinamici.</p> <p>Lo Strumento Finanziario sospeso automaticamente può essere riattivato in modo manuale da MTS.</p> <p>Segmento REPO di MTS Italia: il Sistema calcola automaticamente un livello Minimo ed un Valore Massimo di tassi che possono essere inseriti nelle varie transazioni. Tali valori sono differenziati per valuta e tipo di tasso repo - se fisso o <i>floating</i> - e sono calcolati applicando dei livelli di spread al tasso di riferimento. Se il tasso inserito è inferiore al livello minimo o superiore a quello massimo il Sistema genera un messaggio di <i>warning</i> che però non impedisce che la transazione possa essere accettata.</p>
EUROTLX	<p>La microstruttura del mercato permette la conclusione dei contratti durante la fase di negoziazione continua per le quantità disponibili, purché siano rispettati i seguenti limiti di prezzo: (i) <i>price band</i> (limite massimo di variazione rispetto al prezzo di riferimento statico): ordini e quote non comprese in questo range sono automaticamente rigettati; (ii) <i>circuit breaker</i> dinamico (massimo scostamento di prezzo tra due contratti consecutivi) e <i>circuit breaker</i> statico (massimo scostamento di prezzo del contratto rispetto al prezzo di riferimento statico): l'ordine o la quota inserita in violazione è automaticamente rigettata e lo strumento passa in fase di <i>halt</i> per 2 minuti durante i quali non si possono inserire nuove proposte o modificare quelle esistenti ma solo cancellarle.</p> <p>Con riferimento all'RFQ, vi sono limiti di scostamento specifici identificati nella Guida ai Parametri e calcolati rispetto ai migliori prezzi presenti sul book oppure rispetto al prezzo dinamico), al superamento dei quali la risposta ad una RFQ e il contratto sono automaticamente preclusi. Nel corso delle fasi di <i>halt</i> non è consentita l'immissione di una RFQ.</p>
HI-MTF	<p>Mercato <i>quote-driven</i>: viene previsto che qualora i contratti conclusi in una giornata di negoziazione raggiungono una variazione di prezzo superiore o uguale al doppio del limite massimo di variazione delle quote obbligatorie rispetto al prezzo medio ponderato del giorno precedente [in percentuale diversa, stabilita per la singola categoria di titolo trattato] è prevista l'attivazione di un <i>circuit breaker</i> che consiste nella sospensione automatica dello strumento dalle negoziazioni per il tempo necessario alle verifiche (minimo 30 minuti) con comunicazione tempestiva nel sito web di Hi-MTF;</p> <p>Mercato <i>order-driven</i>: è prevista una norma analoga se i contatti conclusi in una giornata superano il limite massimo di variazione dettato per la fase di negoziazione continua per gli ordini rispetto all'ultimo prezzo di riferimento (10%).</p>

Fonte: Elaborazione Consob di dati di vigilanza e Regolamenti delle sedi di negoziazione

3. I TICK DI NEGOZIAZIONE

Al fine di armonizzare le regole di formazione del prezzo e di limitare il *trend* registrato negli ultimi anni di riduzione dei *tick* e connesso aumento delle quote di mercato del trading algoritmico e dell'HFT, MiFID II ha inteso regolamentare gli incrementi minimi a cui può essere soggetto il prezzo di strumenti negoziati in un book di negoziazione (cd. *tick size*). L'intervento regolamentare sul tema deriva anche in tal caso dall'aumento dell'utilizzo di modalità di negoziazione tramite algoritmi. In particolare, l'assenza di una disciplina in materia aveva favorito strategie di esecuzione congeniali agli HFT (immissione di ordini mirati a verificare la profondità del book di negoziazione, ovvero il "saltare la fila" per posizionarsi nella parte alta del book), e aveva creato un *unlevel playing field* tra le varie sedi di negoziazione europee.

L'articolo 49 MiFID II, ulteriormente dettagliato dal Regolamento Delegato (UE) n. 2017/587 (RTS 11), e trasposto nel quadro normativo domestico, ha introdotto un regime obbligatorio e armonizzato di *tick size* per gli strumenti *equity* ed *equity-like* in base al quale gli ordini su tali strumenti finanziari sono soggetti a scostamenti di prezzo minimi, determinati in base al numero medio giornaliero di operazioni (*average daily number of transactions* – ADNT) sul mercato più rilevante in termini di liquidità (ossia la sede di negoziazione in Europa con il più alto *turnover*) e all'intervallo di prezzo nella fascia di liquidità corrispondente al prezzo dell'ordine.

Tabella 30 Fonti normative di riferimento

DISCIPLINA	LIVELLO 1 UE (MiFID II)	LIVELLO 2 UE + ORIENTAMENTI ESMA	LIVELLO 1 NAZIONALE (TUF)
Requisiti operativi delle sedi di negoziazione - <i>tick</i> di negoziazione	Art. 49	RD 2017/588	art. 65- <i>sexies</i> , co.5, lett. d)

Legenda: Regolamento Delegato (UE): RD

L'attuazione delle suddette disposizioni da parte delle sedi di negoziazione italiane che negoziano azioni e certificati di deposito nell'ambito delle regole del mercato e nelle relative disposizioni di attuazione è stata oggetto di specifiche verifiche da parte della Consob, in occasione dell'approvazione delle modifiche ai Regolamenti e attraverso interlocuzioni successive con i soggetti vigilati. Le analisi condotte hanno confermato l'adeguamento di tutte le sedi di negoziazione italiane che negoziano strumenti *equity* ed *equity-like* catturati dal regime alle tabelle dei *tick size* minimi previste dalla normativa comunitaria. Nessuna di queste ultime ha infatti deciso di posizionarsi al di sopra delle fasce stabilite a livello europeo, seppure consentito dalle disposizioni applicabili in materia. In particolare, con riferimento ai mercati gestiti da Borsa Italiana S.p.A., nello specifico MTA ed ETFplus, sono state riviste le tabelle relative ai tick di negoziazione. In dettaglio:

- per l'MTA, viene puntualmente applicata la tabella del Regolamento delegato (UE) n. 2017/588, sulla base della quale Borsa Italiana pubblica, annualmente con avviso, l'elenco degli strumenti finanziari con indicazione del *tick* assegnato, tenendo conto dei calcoli effettuati dall'autorità competente (e pubblicati sul sito ESMA), riservandosi comunque la facoltà di assegnare *tick* superiori a quelli risultanti da tale calcolo;
- per l'ETFplus, si introduce, nelle Istruzioni al Regolamento una tabella MiFID II dei *tick* di negoziazione valida per gli ETF aventi come sottostanti azioni europee. In particolare, in linea con quanto previsto dal Regolamento delegato (UE) n. 2017/588, è applicata una dimensione del *tick* di negoziazione che è pari a quella corrispondente alla fascia di liquidità massima e all'intervallo di prezzo nella fascia di liquidità corrispondente al prezzo dell'ordine.

Le tabelle dei *tick* per gli strumenti azionari sono state altresì riviste per il mercato EuroTLX e per il segmento azionario di HI-MTF *orden driven*, adeguando pienamente il sistema a quanto previsto dal Regolamento Delegato (UE) n. 2017/588.

4. RAPPORTO TRA ORDINI NON ESEGUITI E OPERAZIONI (*ORDER-TO-TRADE RATIO*)

Al fine di prevenire condizioni anormali di negoziazione, in particolar modo connesse all'utilizzo della negoziazione algoritmica e dell'HFT, la MiFID II ha introdotto un obbligo per le sedi di negoziazione di prevedere limiti al rapporto massimo tra ordini non eseguiti e operazioni (OTR), sulla base di una metodologia dettata direttamente dalla regolamentazione europea di II livello.

Tabella 31 Fonti normative di riferimento

DISCIPLINA	LIVELLO 1 UE (MiFID II)	LIVELLO 2 UE + ORIENTAMENTI ESMA	LIVELLO 1 NAZIONALE (TUF)
Requisiti operativi delle sedi di negoziazione - <i>order-to-trade ratio</i>	Art. 48(6) (con rinvio da parte dell'art. 18, paragrafo 5)	RD 2017/566 ESMA Q&A n. 19, 20 e 27 Section 3 on MiFID II and MiFIR market structure topics ¹	art. 65- <i>sexies</i> , co.2, lett. f)

Legenda: Regolamento Delegato (UE): RD. ¹ Documento "ESMA70-872942901-38"

Le sedi di negoziazione, in generale, hanno adempiuto all'obbligo di prevedere i valori massimi degli OTR in termini di volume e numerici, seguendo la metodologia delineata dalla regolamentazione UE (RD 2017/566), dettando solitamente valori più alti per i *market maker*.

Sono state inoltre previste specifiche procedure per il monitoraggio giornaliero dell'attività dei partecipanti sui singoli strumenti finanziari, al fine di verificare l'eventuale superamento dei limiti stabiliti per ciascuno strumento e per tipologia di operatore. In particolare:

- in alcuni casi, oltre a valutare la conformità con il valore massimo consentito in termini numerici o di volume, si verifica anche il superamento di un cd. "*Floor value*", identificato in termini assoluti;
- altre sedi di negoziazione prevedono l'adozione di iniziative da parte del gestore qualora il livello di *compliance* dell'OTR sia in termini numerici che di volume si attesti al di sotto di una soglia prefissata in via reiterata;
- altre sedi monitorano la violazione di uno dei due limiti consentiti su uno specifico strumento finanziario durante una giornata di negoziazione e intervengono in caso di violazioni.

La Tabella che segue sintetizza gli *order-to-trade ratio* adottati dalle sedi di negoziazione italiane.

Tabella 32 OTR adottati dalle sedi di negoziazione italiane

Gestore	Mercato/	Max OTR		Floor value ¹	Max OTR per market makers/	Floor value ¹
	Tipologia strumento finanziario/				Liquidity providers	
	Segmento					
Borsa Italiana	MTA, AIM MAC, MIV, BltGEM & TAH	In termini numerici	2.000	75.000	10.000	150.000
		In termini di volume	10.000		50.000	
	Index futures	In termini numerici	2.000	75.000	10.000	150.000
		In termini di volume	10.000		50.000	
	Index options	In termini numerici	2.000	75.000	10.000	150.000
		In termini di volume	10.000		50.000	
	Stock options, stock futures & stock dividend futures	In termini numerici	1.000	75.000	10.000	150.000
		In termini di volume	5.000		50.000	
	Commodity derivatives negoziati IDEX e AGREX	In termini numerici	500	25.000	2.000	50.000
		In termini di volume	2.500		10.000	
	ETFPlus	In termini numerici	4.000	200.000	20.000	400.000
		In termini di volume	20.000.000		100.000.000	
MOT	In termini numerici	75.000	150.000	150.000	300.000	
	In termini di volume	750.000		1.500.000		
SEDEX	In termini numerici	4.000	200.000	20.000	400.000	
	In termini di volume	20.000.000		100.000.000		
EuroTLX	DGS e FGS (DOMESTIC AND FOREIGN SETTLED GOVIES & SOVEREIGN)	In termini numerici	75.000	60.000	150.000	75.000
		In termini di volume	1.000.000		30.000.000	
	DCE e FCE (DOMESTIC AND FOREIGN SETTLED CERTIFICATES)	In termini numerici	5.000	60.000	60.000	75.000
		In termini di volume	500.000		50.000.000	
	EEQ (Equities)	In termini numerici	1.000	60.000	120.000	75.000
		In termini di volume	50.000		100.000.000	
	Tutti gli altri Segmenti	In termini numerici	75.000	60.000	150.000	75.000
		In termini di volume	1.000.000		30.000.000	

MTS	MTS Italy		In termini numerici	650.000	N/A	N/A	N/A
			In termini di volume	1.250.000			
HI-MTF	Order driven obbligazionario		In termini numerici	20	N/A	3	N/A
			In termini di volume	50.000/ 425.000		50.000	
	Quote driven ²	Titoli di stato Italiani	In termini numerici	10	N/A	2	N/A
			In termini di volume	50.000		150.000	
		Titoli di stato esteri	In termini numerici	10	N/A	2	N/A
			In termini di volume	50.000		150.000	
		Titoli corporate	In termini numerici	10	N/A	2	N/A
			In termini di volume	50.000		50.000	
		Titoli bancari	In termini numerici	10	N/A	2	N/A
			In termini di volume	50.000		50.000	
		Titoli emergenti	In termini numerici	10	N/A	2	N/A
			In termini di volume	50.000		50.000	
		Titoli sovranazionali	In termini numerici	10	N/A	2	N/A
			In termini di volume	50.000		100.000	
		Titoli strutturati	In termini numerici	10	N/A	2	N/A
			In termini di volume	50.000		50.000	
E-MID	E-MID Repo/		N/A	N/A	N/A	N/A	
	E-MIDER						

Fonte: Elaborazione Consob di dati di vigilanza ¹Indica il numero minimo di Ordini su ciascun strumento finanziario per ciascun Operatore al di sotto del quale non sarà considerata una eventuale violazione dell'OTR ² HI-MTF ha elaborato un sistema di determinazione degli OTR molto granulare sul mercato *Quote Driven*, andando a determinare in maniera specifica, sulla base dei dati statistici annuali, il numero e il volume di ordini massimo consentito a seconda della tipologia di strumento finanziario, e della valuta in cui esso è negoziato (nella tabella si riportano soltanto i valori in euro).

5. SERVIZI DI CO-UBICAZIONE (CO-LOCATION)

MiFID II ha previsto la possibilità che le sedi di negoziazione forniscano i servizi di *co-location*. Si tratta del servizio commerciale che consente ai partecipanti al mercato di prendere in locazione degli spazi in prossimità delle piattaforme del mercato, al fine di collocarvi i propri server e minimizzare il tempo di applicazione di una proposta in acquisto/vendita presente sul *book* di negoziazione (*latency*) ovvero il tempo di trasmissione degli ordini al mercato. Tale servizio può essere concesso anche a tipologie predeterminate di partecipanti, purché le regole siano oggettive e non discriminatorie e sia garantita la trasparenza (tramite pubblicazione sul proprio sito web) di una serie di informazioni sui servizi.

Tabella 33 Fonti normative di riferimento

DISCIPLINA	LIVELLO 1 UE (MiFID II)	LIVELLO 2 UE + ORIENTAMENTI ESMA	LIVELLO 1 NAZIONALE (TUF)
Requisiti operativi delle sedi di negoziazione - <i>co-location</i>	Art. 48 (8) (con rinvio da parte dell'art. 18, paragrafo 5)	RD 2017/573 ESMA Q&A n. 2 Section 5 on MiFID II and MiFIR market structure topics ¹	art. 65- <i>sexies</i> , co.5, lett. b)

Legenda: Regolamento Delegato (UE): RD. ¹ Documento "ESMA70-872942901-38"

Il servizio di *co-location* è attualmente fornito da Borsa Italiana, EuroTLX (che si serve dei servizi forniti da Borsa Italiana) e da MTS.

Le sedi di negoziazione svolgono un continuo monitoraggio dell'infrastruttura di accesso al fine di accertarne il corretto funzionamento. Viene, inoltre, assicurata la trasparenza delle condizioni e dei costi, attraverso la pubblicazione di specifici documenti scaricabili dai rispettivi siti internet.

Tabella 34 Operatori che utilizzano il servizio di co-location nelle sedi di negoziazione italiane

Co-LOCATION	MERCATI					
	MTA	ETFPPLUS	MOT	AIM	MTS ITALY ¹	EUROTLX
NUMERO SOGGETTI	29	28	16	13	3	9
DI CUI: OPERATORI ITALIANI	8	8	9	7	0	5
DI CUI: OPERATORI UE	21	20	7	6	3	4

Fonte: Elaborazione Consob di dati di vigilanza. ¹ Per MTS Repo, la co-location è un servizio tecnicamente disponibile ma di fatto non rilevante vista la natura del mercato.

SEZIONE IV – LE *FEE STRUCTURE*

Anche il tema delle strutture commissionali delle *trading venue* ha ricevuto con MiFID II specifica attenzione, sempre alla luce dello sviluppo di tecniche di negoziazione algoritmica che hanno dimostrato trarre particolare vantaggio dalla costruzione di alcuni sistemi di commissioni. La MiFID II regola la struttura delle commissioni applicate dai gestori delle sedi di negoziazione, vietando, in particolare, *fee structure* che possono contribuire a creare i presupposti per condizioni di negoziazione anormali incoraggiando scambi ad alta intensità e che possono causare una sollecitazione eccessiva delle infrastrutture di mercato. Nello specifico, si individua un divieto espresso nei confronti di quelle strutture commissionali che danno luogo, superata una certa soglia, a una minore *fee* anche per le negoziazioni eseguite prima del raggiungimento del *trigger (cliff edge)*. In aggiunta a tale divieto generale, il nuovo quadro regolamentare richiede altresì che il sistema di commissioni adottato dalle *trading venue* presenti condizioni eque e non discriminatorie e che siano accessibili agli operatori tramite la pubblicazione sul sito web del mercato.

Tabella 35 Fonti normative di riferimento

DISCIPLINA	LIVELLO 1 UE (MiFID II)	LIVELLO 2 UE + ORIENTAMENTI ESMA	LIVELLO 1 NAZIONALE (TUF)
Requisiti operativi delle sedi di negoziazione - struttura delle commissioni	Art. 48 (9)(con rinvio da parte dell'art. 18, paragrafo 5)	Reg. Del. (UE) 2017/573 ESMA Q&A n. 6 Section 5 on MiFID II and MiFIR market structure topics ¹	art. 65-sexies, co.5, lett. c)

Legenda: Regolamento Delegato (UE): RD. ¹ Documento "ESMA70-872942901-38"

Al riguardo, le informazioni trasmesse dalle sedi di negoziazione evidenziano, in generale, sistemi di commissioni eque e non discriminatorie, in cui le *fees* sono proporzionate ai ruoli rivestiti nei diversi mercati (partecipanti, fornitori di liquidità, *aggressor/proposal*) e alle caratteristiche del *market model* adottato (per i segmenti *repo* di MTS ad esempio le *fees* sono legate anche alla durata del contratto, RFQ, *quote driven*, collocamento). Le *Price list* per il servizio di negoziazione sono comprensive delle commissioni di esecuzione fisse (*fees* minime mensili o canoni annuali) e di quelle accessorie (in generale legate ai volumi transati), dei rimborsi, degli incentivi (ad esempio sono previsti degli sconti al raggiungimento di determinate soglie ovvero qualora i soggetti operino come *Liquidity Provider* su più mercati gestiti) e dei disincentivi. Si segnala che quasi tutte le *trading venue* pubblicano sul proprio sito web tali informazioni, in adempimento del relativo obbligo.

Con riferimento alla regola che vieta il *cliff edge* si rappresenta una sostanziale *compliance* da parte di tutti i mercati italiani.

SEZIONE V – IL REGIME DI TRASPARENZA PRE-NEGOZIAZIONE E POST-NEGOZIAZIONE

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.

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 il *framework* normativo fa affidamento per realizzare un'efficiente mercato dei capitali in Europa.

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.

Il tema della trasparenza rappresenta, oggi e in prospettiva, un elemento cruciale sia della regolamentazione sia dell'attività di vigilanza. In MiFID II, la trasparenza si pone anche a completamento di un processo volto a spostare la liquidità sulle sedi di negoziazione regolamentate, culminato con la previsione di una *trading obligation* per alcune tipologie di strumenti finanziari azionari e derivati, al fine di limitare la formazione di *dark pools*.

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 viene riservata agli obblighi informativi implementati dalle sedi di negoziazione 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.

Il tema della trasparenza è oggi oggetto di pervasiva regolamentazione. Al riguardo, appare opportuno osservare che le misure di trasparenza introdotte dalla nuova normativa assumono la forma di disposizioni regolamentari direttamente applicabili alla totalità degli operatori che dovranno in tal modo attenersi alle medesime regole in tutti i mercati dell'Unione. Nello specifico, il MiFIR ha stabilito obblighi di trasparenza *pre-trade* e *post-trade* più ampi di quanto presente nella previgente disciplina MiFID I, estendendo le tipologie di strumenti finanziari coperti dal regime anche agli strumenti cd. *equity-like* (quali gli ETF) e *non-equity*

(obbligazioni, strumenti finanziari strutturati, quote di emissione e strumenti derivati) e le sedi di negoziazione ed esecuzione catturati dal regime. In particolare, sono sottoposti a tali obblighi:

- a) le sedi di negoziazione (mercati regolamentati, MTF e OTF) e gli internalizzatori sistematici [*pre-trade* e *post-trade*];
- b) le imprese di investimento che concludono, in proprio conto o per conto dei clienti, operazioni in strumenti finanziari *Traded on a Trading venue* [*post-trade*], tramite un meccanismo di pubblicazione autorizzato.

Tali requisiti di trasparenza vengono poi calibrati in base alle molteplici tipologie di strumenti, e alle diverse tipologie di negoziazioni (sistemi *order-driven*, *quote-driven*, etc.), demandando anche all'ESMA la fissazione di elementi di dettaglio.

Gli obblighi in materia sono poi ulteriormente modulati sulla base del profilo di liquidità degli strumenti finanziari negoziati. Il concetto di liquidità non è completamente nuovo rispetto a MiFID I, dove rilevava soprattutto per le azioni. Tale qualificazione risulta però centrale nel nuovo quadro normativo in particolare per quanto riguarda:

- diverse restrizioni sul prezzo al quale possono essere eseguite le "*negotiated trade*" (operazioni concordate privatamente ma registrate secondo le regole di una sede di negoziazione);
- condizioni di applicabilità dei *waiver* alla trasparenza *pre-trade* e per il differimento dell'informativa *post-trade*;
- limiti all'applicazione del "*double volume cap mechanism*" (che non riguarda le "*negotiated trade*" per strumenti per i quali non c'è un mercato liquido);
- obblighi di quotazione degli internalizzatori sistematici.

1. LA TRASPARENZA PRE-NEGOZIAZIONE

1.1 MERCATI REGOLAMENTATI E SISTEMI MULTILATERALI DI NEGOZIAZIONE

In via generale, il MiFIR richiede ai gestori delle sedi di negoziazione di rendere pubblici i prezzi di acquisto e di vendita e l'entità degli interessi di negoziazione, estendendo pertanto gli obblighi di trasparenza anche alle cd. indicazioni di interesse (Iols), ossia indicazioni di interesse alla negoziazione eseguibili e contenenti tutte le informazioni necessarie per concludere un'operazione, inviate da un membro o partecipante nell'ambito di un sistema di negoziazione.

Tabella 36 Fonti normative di riferimento

DISCIPLINA	LIVELLO 1 UE (MiFIR)	LIVELLO 2 UE + ORIENTAMENTI ESMA	LIVELLO 1 NAZIONALE (TUF)
Obblighi pre-trade per le sedi di negoziazione per strumenti <i>equity/equity-like</i>	Art. 3	Art. 3 e Allegato I, RD 2017/587 Artt. 6-11 RD 2017/567 ESMA Q&As on MiFID II and MiFIR transparency topics ¹	Artt. 72 e 78
Obblighi pre-trade per le sedi di negoziazione per strumenti <i>non-equity</i>	Art. 8	Art. 2 e Allegato I RD 2017/583 Artt. 6-11 Reg. Del. (UE) 2017/567 Q&A ESMA on MiFID II and MiFIR transparency topics ¹	Artt. 72 e 78
Obblighi per fornire dati a condizioni commerciali ragionevoli	Artt. 12-13	Artt. 6-11 RD 2017/567	Artt. 72 e 78

Legenda: Regolamento Delegato (UE): RD. ¹ Documento "ESMA70-872942901-35"

Le informazioni *pre-trade* devono essere messe a disposizione del pubblico in modo continuo durante il normale orario di contrattazione, a condizioni commerciali ragionevoli e in base a regole non discriminatorie. Tali obblighi sono poi calibrati in funzione del tipo di sistema di negoziazione (sistemi *order driven*, *quote-driven*, sistemi ibridi, di negoziazione ad asta periodica e di *voice trading*), così come specificamente dettagliato, con riferimento agli strumenti *equity* ed *equity-like*, all'Allegato I del Regolamento Delegato (UE) n. 2017/587 e, per gli strumenti *non-equity*, nell'ambito dell'Allegato I del Regolamento Delegato (UE) n. 2017/583.

RIQUADRO 7

I SISTEMI DI NEGOZIAZIONE *REQUEST FOR QUOTE*

I sistemi *request for quote* (RFQ) trovano per la prima volta specifica regolamentazione nel MiFIR e nei Regolamenti Delegati (UE) n. 2017/583 per i mercati *non-equity* e n. 2017/587 per i mercati *non-equity*.

In particolare, un sistema RFQ soddisfa le seguenti condizioni: a) un membro o un partecipante forniscono una o più quotazioni in risposta ad una richiesta di quotazione presentata da uno o più altri membri o partecipanti; b) la quotazione è eseguibile esclusivamente dal membro o partecipante richiedente; c) il membro o partecipante richiedente può concludere l'operazione, accettando la quotazione o le quotazioni fornite in risposta alla sua richiesta.

Nell'ambito di MiFIR e dei Regolamenti delegati citati viene definito un particolare regime di trasparenza *pre-trade* proprio in considerazione della peculiarità di tali sistemi e dei rischi assunti dai soggetti che rispondono alle richieste di quotazione esponendosi in maniera trasparente sul mercato. In particolare, MiFIR chiarisce che *"le sedi di negoziazione che gestiscono un sistema di negoziazione basato sulla richiesta di quotazione dovrebbero rendere pubblici i prezzi irrevocabili di acquisto e di vendita o le indicazioni eseguibili di interesse alla negoziazione e lo spessore di tali prezzi al più tardi quando il richiedente è in grado di eseguire l'operazione secondo le regole del sistema. Ciò al fine di assicurare che i membri o i partecipanti che forniscono per primi le loro quotazioni al richiedente non siano messi in condizioni di svantaggio"* (Considerando 8 del Regolamento delegato). Tale aspetto è confermato nell'allegato al Regolamento Delegato nel quale si forniscono i dettagli, per ciascuna tipologia di sistema, delle informazioni *pre-trade* da pubblicare (per i RFQ: *"Le quotazioni e i relativi volumi forniti dai membri o partecipanti che, se accettate, porterebbero alla conclusione di un'operazione in base alle regole del sistema. Tutte le quotazioni presentate in risposta alla richiesta di quotazione possono essere pubblicate nel momento in cui diventano eseguibili ma non oltre"*).

Pertanto, su tali sistemi, tutte le quotazioni (non solo quella in concreto eseguita dal richiedente) in risposta alle richieste devono essere rese pubbliche al più tardi nel momento in cui tali quotazioni diventano eseguibili.

Nell'ambito dei Regolamenti delle diverse sedi di negoziazione italiane, hanno dunque trovato spazio gli obblighi di trasparenza sopra individuati, modulati sulla base dei singoli sistemi di negoziazione, con una lieve prevalenza di quei sistemi in cui la conclusione dei contratti avviene mediante l'abbinamento automatico delle proposte in acquisto con quelle in vendita sulla base di una priorità prezzo/tempo, e che ricadono pertanto nella definizione di sistemi *order driven* (denominati dai Regolamenti delegati citati come *"Sistemi di negoziazione ad asta continua con book di negoziazione"*).

La Tabella che segue sintetizza le informazioni rese disponibili al pubblico dalle diverse *trading venue*.

Tabella 37 Informazioni *pre-trade* disponibili al pubblico

TRADING VENUE	TIPOLOGIA DI SISTEMA	INFORMAZIONI AL PUBBLICO
BORSA ITALIANA (MTA, MIV, MOT, SEDEX, BIT-EQUITY, AIM-MAC, EXTRAMOT, IDEM)	<i>Order driven</i>	Durante la fase di negoziazione continua sono disponibili al pubblico in tempo reale, per ciascuno strumento finanziario, le seguenti le informazioni in merito ai prezzi e quantità di almeno le cinque migliori proposte in acquisto e in vendita nonché le quantità e numero degli ordini aggregati presenti in acquisto e in vendita per almeno i cinque migliori livelli di prezzo.
	RFQ	Sono disponibili i prezzi e le quantità delle risposte alle RFQ, quando il richiedente conferma la propria volontà negoziale ovvero qualora siano soddisfatte le condizioni inserite dal richiedente. Nel caso di applicazione della soglia SSTI, viene pubblicata la media dei prezzi delle risposte alla RFQ.
BORSA ITALIANA (IDEM)	<i>Order driven</i>	Durante la negoziazione continua sono disponibili al pubblico in tempo reale, per ciascuna serie negoziata, almeno i primi cinque livelli di prezzo in acquisto e in vendita e relativi ordini e quantità aggregate.
MTS MTS ITALY	Sistema ibrido	Nel segmento Cash, MTS rende disponibili al pubblico, con frequenza il più prossima possibile al tempo reale per ogni strumento finanziario, il prezzo e la quantità delle cinque migliori proposte di vendita e acquisto aggregate. MTS rende disponibile al pubblico, con ritardo di quindici minuti, prezzo e quantità delle cinque migliori proposte di vendita e acquisto aggregate.
MTS BONDVISION EUROPE MTF	RFQ	Con riferimento al Segmento Cash, vengono rese disponibili al pubblico per ciascuno strumento finanziario, in tempi quanto più possibile vicini alla diffusione in tempo reale almeno i seguenti dati: prezzi, quantità e tempi di ciascuna quota eseguibile. Nel caso di applicazione della deroga SSTI, è pubblicata in tempo reale o nel tempo più prossimo possibile, la media semplice dei prezzi di tutte le quote eseguibili (non solo quella applicata dal richiedente).
EUROTLX SIM EUROTLX MTF	<i>Order driven</i>	Durante la fase di negoziazione continua sono disponibili al pubblico in tempo reale, per ciascuno strumento finanziario, le informazioni relative ai prezzi e quantità di almeno le cinque migliori proposte in acquisto e in vendita nonché le quantità e gli ordini aggregati presenti in acquisto e in vendita per almeno i cinque migliori livelli di prezzo.
	RFQ	Sono rese disponibili le informazioni su prezzi e quantità delle risposte alle RFQ. Qualora si applichi il waiver SSTI, viene pubblicata la media dei prezzi delle risposte alle RFQ, quando il richiedente conferma la propria volontà negoziale.
HI-MTF SIM HI-MTF <i>ORDER DRIVEN</i>	<i>Order driven</i>	Sono fornite, in tempo reale, per quanto tecnicamente possibile, per ciascuno strumento finanziario, le informazioni relative al book di negoziazione anonimo (quantità e prezzi degli ordini) per livelli di prezzi (fino a 5).
HI-MTF SIM HI-MTF <i>QUOTE DRIVEN</i>	<i>Quote Driven</i>	Durante la negoziazione, sono fornite in tempo reale, per quanto tecnicamente possibile, per ciascuno strumento finanziario informazioni sulle quote (quantità e prezzo), in acquisto e in vendita, contribute dai Market Maker e/o Operatori Specializzati.
HI-MTF SIM HI-MTF RFQ	RFQ	Durante la negoziazione, sono fornite, in tempo reale, per quanto tecnicamente possibile, per ciascuno strumento finanziario le informazioni relative alle proposte (anonime) immesse dai Proposal quando complete di prezzo e quantità e quindi eseguibili nonché le risposte (anonime) alle <i>request for quote</i> . Per quanto riguarda la possibile applicazione della deroga SSTI, sono rese disponibili al pubblico, in tempo reale, per quanto tecnicamente possibile, le informazioni sulla media ponderata dei prezzi bid/ask delle risposte alle <i>enquiry</i> .

Fonte: Elaborazione Consob su dati di vigilanza e Regolamenti delle sedi di negoziazione

Per la generalità delle *trading venue* italiane, il prezzo per la pubblicazione dei dati di mercato in *real time* è fissato tenendo conto dei costi di produzione e diffusione dei dati, con l'aggiunta di un margine. Per assicurare che l'ammontare di tale margine sia fissato sulla base di condizioni commerciali ragionevoli, così come richiesto dalla normativa, sono valutati i seguenti elementi: *feedback* dei clienti sul valore/utilità dei dati, il rapporto tra l'impatto e il profilo di rischio e il contesto di mercato.

La disponibilità dei dati gratuitamente dopo 15 minuti è assicurata attraverso la pubblicazione sul sito internet delle sedi di negoziazione ovvero attraverso *direct feed* o distribuzione tramite *data vendors*.

1.2 GLI INTERNALIZZATORI SISTEMATICI

Un regime particolare è previsto per gli internalizzatori sistematici. Secondo quanto previsto dal MiFIR, essi sono infatti sottoposti ad un regime specifico in merito alla pubblicazione di quotazioni irrevocabili in relazione agli strumenti per cui essi svolgono l'attività di internalizzazione sistematica, qualora tali strumenti finanziari siano negoziati in una sede di negoziazione e per essi esista un mercato liquido²⁴. Ciò al fine di garantire che le negoziazioni effettuate OTC non pregiudichino la formazione efficiente del prezzo o la parità delle condizioni di trasparenza tra mezzi di negoziazione.

Tabella 38 Fonti normative di riferimento

DISCIPLINA	LIVELLO 1 UE (MiFIR)	LIVELLO 2 UE + ORIENTAMENTI ESMA	LIVELLO 1 NAZIONALE (TUF)
Obblighi di trasparenza <i>pre-trade equity/equity-like</i>	Artt. 14-15	Artt. 9-11 RD 2017/587 Artt. 6-13 RD 2017/567 Q&A ESMA on MiFID II and MiFIR transparency topics ¹	Artt. 72 e 78
Obblighi di trasparenza <i>pre-trade non-equity</i>	Artt. 18	Artt. 6-11 e 16 Reg. Del. (UE) 2017/567 Q&A ESMA on MiFID II and MiFIR transparency topics ¹	Artt. 72 e 78

Legenda: Regolamento Delegato (UE): RD. ¹ Documento "ESMA70-872942901-35"

Le disposizioni europee identificano distinti obblighi in materia a seconda della natura dello strumento finanziario in relazione al quale viene svolta l'attività di internalizzazione sistematica (strumenti finanziari *equity/equity-like* ovvero *non-equity*). Nello specifico, per la prima tipologia di strumenti, le quotazioni devono essere pubblicate in modo regolare e continuo durante il normale orario di negoziazione e devono essere facilmente accessibili agli altri partecipanti al mercato, a condizioni commerciali ragionevoli. Per quanto riguarda gli strumenti finanziari *non-equity*, gli internalizzatori rendono pubbliche le proprie quotazioni irrevocabili, solo quando sono soddisfatte le due seguenti ulteriori condizioni: a) "un cliente dell'internalizzatore sistematico sollecita una quotazione; b) l'internalizzatore sistematico accetta di pubblicare una quotazione".

Inoltre, agli internalizzatori sistematici viene richiesto:

- di porre in essere tutte le misure ragionevolmente necessarie per assicurare che le informazioni da pubblicare siano attendibili, continuamente verificate per individuare eventuali errori e corrette non appena gli errori vengano identificati;
- il rispetto di disposizioni tecniche equivalenti a quelle specificate per i dispositivi di pubblicazione autorizzati che facilitano il consolidamento dei dati con dati simili provenienti da altre fonti;
- di rendere le informazioni accessibili al pubblico su base non discriminatoria;
- di pubblicare la data e l'ora in cui le quotazioni sono state immesse o modificate.

La pubblicazione può avvenire attraverso le strutture di un mercato regolamentato che abbia ammesso alla negoziazione lo strumento su cui verte l'operazione, un dispositivo di pubblicazione autorizzato ovvero dispositivi proprietari, a seconda della scelta effettuata dall'internalizzatore, che rende noti al pubblico i dettagli del mezzo/dei mezzi prescelto/i tramite la *homepage* del proprio sito.

²⁴ Qualora non esista un mercato liquido per gli strumenti finanziari, gli internalizzatori sistematici comunicano le quotazioni alla clientela solo su richiesta.

Anche a tale riguardo, un elemento di discriminazione risulta essere la qualificazione dello strumento finanziario internalizzato come "*Traded on a trading venue*". Infatti, l'applicazione degli obblighi di trasparenza pre-negoziazione sopra indicati sussiste soltanto laddove lo strumento sia *ToTV*, mentre, in caso contrario, l'internalizzatore può declinare la propria informativa al pubblico in maniera meno stringente, secondo criteri e regole non discriminatori.

Nel caso di strumenti finanziari non-*ToTV*, gli internalizzatori italiani tendono a fornire informazioni relative al miglior prezzo in acquisto e in vendita con le relative quantità nominali con modalità e tempistiche differenziate. Diversamente, per quanto riguarda gli strumenti qualificabili come *ToTV*, gli intermediari assicurano la pubblicazione delle proprie quotazioni (prezzi e rispettive quantità) in modo continuativo durante il normale orario di negoziazione.

Dalle informazioni di vigilanza raccolte, risulta infatti che gli internalizzatori italiani, che operano in misura prevalente in strumenti *non-equity* (in genere, obbligazioni di propria emissione o emesse da banche dello stesso gruppo), utilizzano per l'adempimento degli obblighi di trasparenza *pre-trade* il proprio sito internet, talvolta in aggiunta ad un dispositivo di pubblicazione autorizzato (APA). Con riguardo a tale ultima modalità, si rileva che la maggior parte degli intermediari vigilati ha scelto l'APA *Tradecho* appartenente al *London Stock Exchange Group*.

2. LE DEROGHE ALLA TRASPARENZA PRE-NEGOZIAZIONE

Le autorità competenti hanno la facoltà di concedere ai gestori del mercato e alle imprese di investimento che gestiscono una sede di negoziazione specifiche esenzioni/deroghe (*waiver*) rispetto all'obbligo di pubblicare le informazioni *pre-trade*, in presenza di condizioni specifiche, dettate nel MiFIR e nei Regolamenti delegati (UE) 2017/583 e 2017/587 in maniera differenziata per strumenti finanziari azionari (*equity*) e assimilabili ad essi (*equity-like*) e non rappresentativi di capitale (*non-equity*). L'approvazione delle deroghe alla trasparenza pre-negoziazione richiede altresì il completamento di una procedura ESMA, con il rilascio di una *Opinion* da parte dell'Autorità europea, di cui la Consob deve tener conto nel concedere l'esenzione.

Tabella 39 Fonti normative di riferimento

DISCIPLINA	LIVELLO 1 UE (MiFIR)	LIVELLO 2 UE + ORIENTAMENTI ESMA	LIVELLO 1 NAZIONALE (TUF)
Autorizzazione deroghe alla trasparenza <i>pre-trade</i> per strumenti <i>equity/equity-like</i>	Art. 4	Artt. 5-8 RD 2017/587 Q&A ESMA Section 5 on MiFID II and MiFIR transparency topics	Art. 74
Funzionamento del meccanismo del massimale sul volume e soglie previste	Art. 5	RD 2017/577 Q&A ESMA Section 6 on MiFID II and MiFIR transparency topics ¹	Art. 74, comma 3
Autorizzazione deroghe alla trasparenza <i>pre-trade</i> per strumenti <i>non-equity</i>	Art. 9	Artt. 3-6 RD 2017/583 Q&A ESMA Section 5 on MiFID II and MiFIR transparency topics ¹	Art. 74

Legenda: Regolamento Delegato (UE): RD. ¹ Documento "ESMA70-872942901-35"

Al riguardo, si segnala che, con riferimento alle deroghe per gli strumenti *non-equity* - alla luce della significativa numerosità delle notifiche pervenute - l'ESMA ha pubblicato (in data 28 settembre 2017) uno *Statement* nel quale viene affrontato il tema della gestione del processo di approvazione delle esenzioni da parte delle Autorità nazionali (c.d. *Contingency Plan*) e nel quale si invitano le Autorità competenti a procedere alle proprie valutazioni, approvando comunque le richieste, nel rispetto delle seguenti condizioni: a) il *waiver* sia concesso in via temporanea, provvisoria, ovvero tramite ulteriori strumenti amministrativi che garantiscano

la sua revisione a seguito della formalizzazione del necessario parere dell'ESMA; b) la sede di negoziazione istante venga adeguatamente informata in merito al punto sub (a).

Nel quadro sopra delineato, tutte le sedi di negoziazione italiane, ad eccezione degli MTF gestiti da e-MID SIM S.p.A., hanno presentato alla Consob istanze di deroga alla trasparenza pre-negoziazione. Tali richieste sono state sottoposte all'ESMA al fine di consentire l'elaborazione dell'*Opinion* prescritta dal MiFIR. Allo stato attuale, non tutte le deroghe sono state processate completamente dall'ESMA e, pertanto, in vari casi, la Consob ha proceduto all'analisi e approvazione temporanea del *waiver*, in conformità con il citato *Contingency Plan*. Resta fermo che ogni valutazione di conformità con il regime europeo di tali deroghe, richiederà di essere nuovamente condotta in esito all'emanazione da parte dell'ESMA della prevista *Opinion*.

Tabella 40 Deroghe alla trasparenza pre-negoziazione per le sedi di negoziazione italiane approvate dalla Consob

	EQUITY ED EQUITY-LIKE			NON-EQUITY				
	NT	OMF	LIS	ILLIQUID	LIS	OMF	SSTI	PACKAGE ORDER
APPROVATE IN VIA DEFINITIVA	2	2	2	1	5	2	--	--
APPROVATE IN VIA TEMPORANEA	--	--	--	6	2	1	4	5
TOTALE	2	2	2	7	7	3	4	5

Legenda: NT= Negotiated Transactions; OMF= Order Management Facility; LIS= Large in Scale; SSTI= Size Specific to the Instrument.

Tabella 41 Deroghe alla pre-trade delle sedi di negoziazione italiane

SEDE DI NEGOZIAZIONE/ TIPOLOGIA STRUMENTI FINANZIARI	TIPOLOGIA DEROGHE/DESCRIZIONE
<p><u>BORSA ITALIANA</u></p> <p>EQUITY/ EQUITY-LIKE</p> <p>[MTA, MIV, ETFPlus (ad eccezione degli ETC ed ETN che ricadono nell'area degli strumenti non-equity), AIM Italia/Mercato Alternativo del Capitale, BIt Equity MTF]</p>	<p>Large in Scale waiver [art. 4(1)(c) MiFIR e combinato disposto dell'articolo 7(1) e (2) e della Tabella 1 dell'Allegato II del Regolamento delegato (UE) n. 2017/587]</p> <p>Proposte di dimensioni elevate rispetto alle normali dimensioni del mercato (LIS):</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ che originano da operazioni concordate e riportate secondo le regole del mercato, effettuate: (i) all'interno dello spread corrente ponderato per il volume per gli strumenti liquidi; (ii) all'interno dello spread corrente ponderato per il volume ovvero entro una percentuale di scostamento dal prezzo dinamico, definito come il prezzo dell'ultima operazione eseguita sullo strumento, per gli strumenti illiquidi; (iii) all'interno di una percentuale di scostamento (stabilita dalla trading venue in modo tale da consentire lo svolgimento di controlli sulle operazioni) rispetto ai migliori prezzi visibili in acquisto in vendita; ▪ immesse sul sistema RFQ, all'interno di una percentuale di scostamento dallo spread tra i migliori prezzi in acquisto e vendita sull'<i>order book</i> stabilita dalla <i>trading venue</i> ovvero, in assenza, una percentuale di scostamento dall'ultimo prezzo negoziato.
	<p>Negotiated trade within the volume current weighted spread waiver [articolo 4(1)(b)(i) MiFIR e 5 del Regolamento delegato (UE) n. 2017/587]</p> <p>Operazioni pre-concordate e riportate secondo le regole del mercato su strumenti liquidi, effettuate all'interno dello spread corrente ponderato per il volume risultante dal book di negoziazione. Qualora non sia possibile determinare lo spread corrente ponderato per il volume (ossia quando non vi sono ordini visibili sull'<i>order book</i> su uno solo o su entrambi i lati dello stesso), le operazioni saranno rigettate.</p> <p>I contratti conclusi con tale modalità contribuiscono al calcolo del cd. Double Volume Cap di cui al MiFIR, ad eccezione dei contratti che originano dai cd. Large in Scale (LIS), che beneficiano di una ipotesi di deroga separata (cfr. sopra).</p> <p>Tali operazioni sono consentite soltanto durante la fase di negoziazione continua e sono sottoposte a controlli in real time e post-trade al fine di identificare eventuali abusi di mercato.</p>

	<p>Negotiated trade waiver in illiquid instruments [art. 4(1)(b)(ii) MIFIR e 5 del Regolamento delegato (UE) n. 2017/587]</p> <p>Operazioni pre-concordate e riportate secondo le regole del mercato su strumenti illiquidi, effettuate all'interno dello spread corrente ponderato per il volume, o in assenza (ossia quando non vi sono ordini visibili sull'<i>order book</i> su uno solo o su entrambi i lati dello stesso), entro una percentuale di scostamento dal prezzo dinamico, definito come il prezzo dell'ultima operazione eseguita sullo strumento, la cui anzianità è pre-definita dalla sede di negoziazione al fine di garantire che si tratti di un "<i>suitable reference price</i>" (nel caso in cui l'anzianità sia superiore al minimo, non sarà possibile inserire l'operazione concordata).</p> <p>I contratti conclusi con tale modalità non contribuiscono al calcolo del cd. Double Volume Cap. Anche in questo caso, le operazioni sono consentite soltanto durante la fase di negoziazione continua.</p> <p>Order management facility waiver (stop loss e iceberg) [art. 4(1)(d) MIFIR e 8 del Regolamento delegato (UE) n. 2017/587]</p> <p>Proposte conservate in un sistema di gestione degli ordini in attesa della divulgazione e, in particolare:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ iceberg order: si tratta di ordini (di quantità minima pari o superiore a Euro 10.000) per i quali è visibile e disponibile per l'esecuzione soltanto una parte del volume totale (cd. peak size), mentre la parte rimanente permane nel sistema di gestione degli ordini della trading venue e si attiva (con una nuova time priority) una volta che la parte visibile è stata eseguita. Nel caso di un aggressive order eccedente la somma dei picchi di tutti gli iceberg order sull'altro lato dell'<i>order book</i>, le eventuali quantità rimanenti nascoste di tali iceberg order sono eseguite proporzionalmente al volume rimanente non visualizzato di ciascun ordine, in quanto tutti i nuovi picchi hanno medesima priorità temporale; ▪ stop order: si tratta di ordini con o senza limite di prezzo, che non sono immessi nell'<i>order book</i> e permangono, non visibili, nel sistema di gestione degli ordini della trading venue fino al raggiungimento di un prezzo trigger, basato sull'ultimo prezzo negoziato sullo stesso strumento finanziario; sono immessi nell'<i>order book</i> con priorità temporale pari al momento in cui sono attivati per il raggiungimento del prezzo trigger e sono sempre pari o superiori alla eventuale quantità minima di negoziazione stabilita dalla sede di negoziazione.
<p>BORSA ITALIANA</p> <p>NON-EQUITY</p>	<p>Order management facility waiver (stop loss e iceberg) [art. 9(1)(a) MiFIR e Articolo 4 del Regolamento delegato (UE) n. 2017/583]</p> <p>Proposte conservate in un sistema di gestione degli ordini in attesa della divulgazione e, in particolare:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ iceberg order: si tratta di ordini (di quantità minima pari o superiore a Euro 10.000) per i quali è visibile e disponibile per l'esecuzione soltanto una parte del volume totale (cd. peak size), mentre la parte rimanente permane nel sistema di gestione degli ordini della trading venue e si attiva (con una nuova time priority) una volta che la parte visibile è stata eseguita. Nel caso di un aggressive order eccedente la somma dei picchi di tutti gli iceberg order sull'altro lato dell'<i>order book</i>, le eventuali quantità rimanenti nascoste di tali iceberg order sono eseguite proporzionalmente al volume rimanente non visualizzato di ciascun ordine, in quanto tutti i nuovi picchi hanno medesima priorità temporale; ▪ stop order: si tratta di ordini con o senza limite di prezzo, che non sono immessi nell'<i>order book</i> e permangono, non visibili, nel sistema di gestione degli ordini della trading venue fino al raggiungimento di un prezzo trigger, basato sull'ultimo prezzo negoziato sullo stesso strumento finanziario; sono immessi nell'<i>order book</i> con priorità temporale pari al momento in cui sono attivati per il raggiungimento del prezzo trigger e sono sempre pari o superiori alla eventuale quantità minima di negoziazione stabilita dalla sede di negoziazione. <p>[ordini iceberg: mercati regolamentati MOT, ETFplus (per gli ETC/ETN) ed IDEM e agli MTF SEDEX ed ExtraMOT MTF; stop order: IDEM]</p> <p>Large in Scale waiver [articolo 9(1)(a) MiFIR e Articolo 3 del Regolamento delegato (UE) n. 2017/583]</p> <p>Proposte di dimensioni elevate rispetto alle normali dimensioni del mercato (LIS):</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ che originano da operazioni concordate e riportate secondo le regole del mercato, effettuate all'interno di una percentuale di scostamento (stabilita dalla <i>trading venue</i> in modo tale da consentire lo svolgimento di controlli sulle operazioni) rispetto ai migliori prezzi presenti sul book in acquisto e in vendita (in assenza di prezzi sul book di negoziazione, le operazioni non possono essere immesse) [MOT, ETFplus (per gli ETC/ETN) ed IDEM e agli MTF SEDEX ed ExtraMOT MTF]; ▪ immesse sul sistema RFQ, all'interno di una percentuale di scostamento dai migliori prezzi in acquisto e vendita sull'<i>order book</i> stabilita dalla <i>trading venue</i> ovvero, in assenza, all'interno di una percentuale di scostamento dall'ultimo prezzo negoziato o dall'ultimo prezzo di riferimento (definito come prezzo di chiusura giornaliero) se nessuna operazione è stata eseguita nella giornata di negoziazione [ETFplus, MOT e ExtraMOT MTF]. <p>Le regole del mercato prevedono che la deroga si applichi solo a quegli ordini che eccedono la soglia minima stabilita dall'ESMA in linea con la metodologia prevista dal Regolamento delegato (UE) n. 2017/583. Nel caso del mercato IDEM, la soglia sarà convertita nel numero equivalente di lotti per ciascun contratto, utilizzando il prezzo di ciascun contratto alla fine del 2017.</p>

	<p>Size specific to the instrument waiver <i>[articolo 9(1)(b) MiFIR e Articolo 5 del Regolamento delegato (UE) n. 2017/583]</i></p> <p>Indicazioni eseguibili di interesse alla negoziazione superiori alla dimensione specifica dello strumento finanziario e inferiori alla dimensione elevata in rapporto alle normali dimensioni del mercato nell'ambito di un sistema RFQ, che si inseriscono all'interno di una percentuale di scostamento dai migliori prezzi in acquisto e vendita sull'<i>order book</i> stabilita dalla <i>trading venue</i> ovvero, in assenza, all'interno di una percentuale di scostamento dall'ultimo prezzo negoziato o dall'ultimo prezzo di riferimento (definito come prezzo di chiusura giornaliero) se nessuna operazione è stata eseguita nella giornata di negoziazione. E' prevista la pubblicazione della media dei prezzi di risposta alla RFQ.</p> <p><i>[MOT ed ETFplus (per gli ETC/ETN) e ExtraMOT MTF]</i></p> <p>Illiquid waiver <i>[articolo 9(1)(c) MiFIR e Articolo 6 del Regolamento delegato (UE) n. 2017/583]</i></p> <p>Proposte di negoziazione aventi ad oggetto strumenti per i quali non esiste un mercato liquido:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ immesse sul sistema RFQ, all'interno di una percentuale di scostamento dai migliori prezzi in acquisto e vendita sull'<i>order book</i> stabilita dalla <i>trading venue</i> ovvero, in assenza, all'interno di una percentuale di scostamento dall'ultimo prezzo negoziato o dall'ultimo prezzo di riferimento (definito come prezzo di chiusura giornaliero) se nessuna operazione è stata eseguita nella giornata di negoziazione [ETFplus, MOT e ExtraMOT MTF]; ▪ che originano da operazioni concordate e riportate secondo le regole del mercato, effettuate all'interno dello spread corrente ponderato per il volume; ovvero, in assenza, (i) per gli ETN/ETC, entro una percentuale di scostamento dal prezzo dinamico, definito come il prezzo dell'ultima operazione eseguita sullo strumento, o dall'ultimo prezzo di riferimento (definito come prezzo di chiusura giornaliero); (ii) per gli altri strumenti, a qualsiasi prezzo [MOT, ETFplus (per gli ETC/ETN), IDEM e ExtraMOT MTF]. <p>LIS component package order <i>[artt. 2, paragrafo 1, punto (49), MiFIR e 9, paragrafo 1, lettera e), punto (ii), MiFIR, e Regolamenti delegati (UE) n. 2017/583 e 2194/2017]</i></p> <p>Conclusione contestuale di più operazioni concordate che:</p> <ol style="list-style-type: none"> a) hanno ad oggetto almeno due diversi strumenti finanziari del segmento IDEM Equity; b) sono concluse tra almeno due diverse controparti, in conto proprio o in conto terzi oppure tra il conto proprio e il conto terzi dello stesso soggetto, o tra il conto terzi e il conto terzi dello stesso soggetto; c) per le quali almeno una delle operazioni concordate che compongono il package order superi la soglia minima prevista per le operazioni di dimensione elevata (LIS), a condizione che non sussista un mercato liquido per il pacchetto nel suo insieme. <p>Si prevede altresì una condizione di prezzo per le operazioni concordate che fanno parte di un package order, se di dimensione al di sotto della soglia di dimensione elevata, per cui esse devono essere concluse a un prezzo compreso all'interno dello spread rappresentato dai migliori prezzi presenti sul book di negoziazione (estremi inclusi, BBO); il prezzo per le componenti di dimensione elevata del package order viceversa può essere esterno al BBO, purché per una percentuale inferiore alla soglia massima definita nella Guida ai Parametri.</p>
<p style="text-align: center;">MTS</p> <p style="text-align: center;">NON-EQUITY [MTS ITALY]</p>	<p>Large in scale waiver <i>[Art. 9(1)(a) MiFIR e art. 3 RD 2017/583]</i></p> <p>Ordini/registrazioni di operazioni dimensioni elevate rispetto alle normali dimensioni del mercato (LIS) (così come riflesso nel database della sede di negoziazione e aggiornata su base continua), a seguito di un controllo effettuato dal sistema, rispettivamente al momento dell'inserimento dell'ordine ovvero all'avvio della registrazione dell'operazione, per le funzionalità Mid-Price e Trade Registration.</p> <p>Illiquid waiver <i>[Art. 9(1)(c) MiFIR e art. 6 RD 2017/583]</i></p> <p>Ordini/registrazioni di operazioni su strumenti obbligazionari illiquidi, a seguito di un controllo effettuato dal sistema, rispettivamente al momento dell'inserimento dell'ordine ovvero all'avvio della registrazione dell'operazione, per le funzionalità Mid-Price e Trade Registration, che consentono la formalizzazione di operazioni pre-concordate sulla piattaforma di negoziazione.</p> <p>Order management facility (iceberg) <i>[Art. 9(1)(a) MiFIR e art. 4 RD 2017/583]</i></p> <p>Ordini (di quantità minima pari o superiore a Euro 2 mln) per i quali è visibile e disponibile sul <i>Main Order Book</i> per l'esecuzione soltanto una parte del volume totale (cd. <i>peak size</i>), mentre la parte rimanente ("<i>in reserve</i>") permane nel sistema di gestione degli ordini della <i>trading venue</i> e si attiva (con una nuova <i>time priority</i>) una volta che la parte visibile è stata eseguita.</p>
<p style="text-align: center;">MTS</p> <p style="text-align: center;">NON-EQUITY [BONDVISION EUROPE MTF]</p>	<p>Large in scale waiver <i>[Art. 9(1)(a) MiFIR e art. 3 RD 2017/583]</i></p> <p>Ordini di dimensione elevata in rapporto alle normali dimensioni del mercato, con riferimento al sistema RFQ, e alle funzionalità <i>Trade Registration</i> e <i>Click to trade</i>.</p>

	<p>Illiquid waiver [Art. 9(1)(c) MiFIR e art. 6 RD 2017/583]</p> <p>Ordini su strumenti finanziari per i quali non esiste un mercato liquido, con riferimento al sistema RFQ, e alle funzionalità <i>Trade Registration</i> e <i>Click to trade</i></p>
	<p>Illiquid component package order [Art. 2, paragrafo 1, punto (49), MiFIR e 9, paragrafo 1, lettera e), punto (i), MiFIR, e Regolamenti delegati (UE) n. 2017/583 e 2194/2017]</p> <p>Ordini a pacchetto (<i>butterflies/switch</i>) per i quali almeno una delle componenti è uno strumento finanziario per cui non esiste un mercato liquido, a meno che non esista un mercato liquido per l'ordine a pacchetto nel suo insieme, per il sistema RFQ e per la funzionalità <i>Trade Registration</i>.</p>
	<p>LIS component package order [Art. 2, paragrafo 1, punto (49), MiFIR e 9, paragrafo 1, lettera e), punto (ii), MiFIR, e Regolamenti delegati (UE) n. 2017/583 e 2194/2017]</p> <p>Ordini a pacchetto (<i>butterflies/switch</i>) per i quali almeno una delle componenti è di dimensioni elevate rispetto alle normali dimensioni del mercato, a meno che non esista un mercato liquido per l'ordine a pacchetto nel suo insieme per il sistema RFQ e per la funzionalità <i>Trade Registration</i></p>
	<p>Size specific to the instrument waiver [Art. 9(1)(b) MiFIR e art. 5 RD 2017/583]</p> <p>Indicazioni eseguibili di interesse alla negoziazione superiori alla dimensione specifica dello strumento finanziario e inferiori alla dimensione elevata in rapporto alle normali dimensioni del mercato nell'ambito del sistema RFQ, con la pubblicazione della media semplice dei prezzi associati alle indicazioni eseguibili di interesse</p>
EUROTLX NON-EQUITY	<p>Large in Scale waiver [articolo 9(1)(a) MiFIR e Articolo 3 del Regolamento delegato (UE) n. 2017/583]</p> <p>Ordini di dimensione elevata in rapporto alle normali dimensioni del mercato (<i>large in scale</i>) relativi a proposte di negoziazione immesse sul sistema RFQ, all'interno di una percentuale di scostamento dai migliori prezzi in acquisto e vendita sull'<i>order book</i> stabilita dalla <i>trading venue</i> ovvero, in assenza, all'interno di una percentuale di scostamento dall'ultimo prezzo negoziato o dall'ultimo prezzo di riferimento (definito come prezzo di chiusura giornaliero) se nessuna operazione è stata eseguita nella giornata di negoziazione.</p>
	<p>Size specific to the instrument waiver [articolo 9(1)(b) MiFIR e Articolo 5 del Regolamento delegato (UE) n. 2017/583]</p> <p>Indicazioni eseguibili di interesse alla negoziazione superiori alla dimensione specifica dello strumento finanziario e inferiori alla dimensione elevata in rapporto alle normali dimensioni del mercato nell'ambito di un sistema RFQ, all'interno di una percentuale di scostamento dai migliori prezzi in acquisto e vendita sull'<i>order book</i> stabilita dalla <i>trading venue</i> ovvero, in assenza, all'interno di una percentuale di scostamento dall'ultimo prezzo negoziato o dall'ultimo prezzo di riferimento (definito come prezzo di chiusura giornaliero) se nessuna operazione è stata eseguita nella giornata di negoziazione. Viene prevista la pubblicazione della media dei prezzi di risposta alla RFQ.</p>
	<p>Illiquid waiver [articolo 9(1)(c) MiFIR e Articolo 6 del Regolamento delegato (UE) n. 2017/583]</p> <p>Ordini aventi ad oggetto strumenti finanziari per i quali non esiste un mercato liquido relativi a proposte di negoziazione immesse sul sistema RFQ, all'interno di una percentuale di scostamento dai migliori prezzi in acquisto e vendita sull'<i>order book</i> stabilita dalla <i>trading venue</i> ovvero, in assenza, all'interno di una percentuale di scostamento dall'ultimo prezzo negoziato o dall'ultimo prezzo di riferimento (definito come prezzo di chiusura giornaliero) se nessuna operazione è stata eseguita nella giornata di negoziazione.</p>
HI-MTF NON-EQUITY	<p>Size specific to the instrument waiver [articolo 9(1)(b) MiFIR e Articolo 5 del Regolamento delegato (UE) n. 2017/583]</p> <p>Indicazioni eseguibili di interesse alla negoziazione superiori alla dimensione specifica dello strumento finanziario nell'ambito del sistema RFQ, con la pubblicazione della sola media ponderata dei prezzi associati alle risposte alle <i>request for quote</i> che beneficiano del <i>waiver</i>.</p>

RIQUADRO 10

IL MECCANISMO DEL MASSIMALE SUL VOLUME (*DOUBLE VOLUME CAP MECHANISM*)

Nel declinare la disciplina della trasparenza, il MiFIR ha anche previsto alcune eccezioni e limitazioni che consentono di bilanciare le finalità di informativa al pubblico con la necessità di preservare le strategie di negoziazione degli operatori.

In particolare, è previsto un meccanismo di contenimento dell'utilizzo di alcune tipologie di deroghe alla trasparenza pre-negoziazione in relazione agli strumenti rappresentativi di capitale (*equity* ed *equity-like*)²⁵, con l'obiettivo di evitare un eccessivo ed indiscriminato utilizzo delle deroghe alla trasparenza tale da compromettere una corretta formazione del prezzo. Si tratta del cd. meccanismo del massimale sul volume (*double volume cap*), sulla base del quale:

- (i) non più del 4% del controvalore complessivo negoziato su uno strumento finanziario su una sede di negoziazione 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 sedi di negoziazione utilizzando le cennate deroghe.

Al superamento della soglia di cui alla lettera (i), l'Autorità competente deve sospendere l'utilizzo delle deroghe sulla sede di negoziazione per un periodo di 6 mesi; al superamento della soglia di cui alla lettera (ii), tutte le Autorità competenti sono tenute a sospendere l'uso delle deroghe su tutte le sedi di negoziazione per un periodo di 6 mesi. Si tratta di un potere di carattere non discrezionale, il cui esercizio è dovuto a seguito della verifica tecnica dell'effettivo superamento dei limiti identificati dal MiFIR.

Ai fini del monitoraggio delle suddette soglie, il MiFIR prevede la pubblicazione da parte dell'ESMA, entro il 5° giorno lavorativo dopo la fine di ogni mese, del volume totale negoziato per ciascuno strumento finanziario nei 12 mesi precedenti, della percentuale delle negoziazioni di uno strumento finanziario realizzata nell'Unione beneficiando delle suddette deroghe, nonché in ciascuna sede di negoziazione nei 12 mesi precedenti.

In termini pratici, per consentire di procedere al calcolo, le sedi di negoziazione sono tenute a trasmettere all'ESMA i dati relativi all'utilizzo delle suddette deroghe nei 15 giorni precedenti, due volte al mese (il primo e il sedicesimo giorno di ciascun mese). Nella pubblicazione dei dati, l'ESMA fornisce dunque specifica informativa in merito ad un eventuale superamento delle soglie del MiFIR da parte delle diverse sedi di negoziazione. Su tale base, le singole Autorità nazionali procedono all'emanazione dei necessari provvedimenti nei confronti delle sedi di negoziazione vigilate.

Ai sensi del citato Regolamento, tali provvedimenti devono essere adottati entro i due giorni successivi alla pubblicazione dei dati da parte dell'ESMA; al fine di garantire il coordinamento tra le misure adottate dalle singole autorità nazionali, l'ESMA procede all'indicazione puntuale degli strumenti finanziari di volta in volta oggetto di sospensione e delle relative tempistiche di efficacia dei provvedimenti adottati.

In data 7 marzo 2018, per la prima volta²⁶, e, successivamente con cadenza mensile, l'ESMA ha proceduto alla pubblicazione dei dati necessari per l'applicazione del meccanismo del *double volume cap*.

Al riguardo, si osserva come la prima applicazione del meccanismo del massimale sul volume abbia fornito alcune indicazioni preliminari in merito all'impatto dello stesso sulle sedi di negoziazione italiane, con specifico riferimento ai mercati e agli MTF gestiti da Borsa Italiana S.p.A.

L'analisi dei dati rivela infatti un utilizzo limitato delle deroghe alla trasparenza pre-negoziazione sulle sedi di negoziazione italiane rispetto ai volumi di negoziazione globali. L'incidenza degli scambi sotto deroga effettuati su Borsa

²⁵ Si tratta delle deroghe per i sistemi di abbinamento di ordini in cui il prezzo dello strumento finanziario in oggetto è derivato dalla sede di negoziazione nella quale tale strumento finanziario è stato ammesso alla negoziazione per la prima volta o dal mercato più rilevante in termini di liquidità (*reference price waiver* - articolo 4, paragrafo 1, lettera a), MiFIR) e per le operazioni concordate effettuate all'interno dello spread corrente ponderato per il volume risultante dal book di negoziazione o dalle quotazioni dei market maker della sede di negoziazione che gestisce quel sistema (*negotiated transaction within current volume weighted spread waiver* - articolo 4, paragrafo 1, lettera b), punto i), MiFIR). A tale riguardo, si osserva che, in Italia, l'utilizzo di una delle tipologie di deroga interessate dal meccanismo del massimale sul volume, è stato autorizzato dalla Consob soltanto con riguardo ad alcuni mercati regolamentati e MTF gestiti da Borsa Italiana S.p.A.: si tratta della deroga avente ad oggetto operazioni pre-concordate e riportate secondo le regole del mercato su strumenti liquidi, effettuate all'interno dello spread corrente ponderato per il volume risultante dal book di negoziazione [articolo 4(1)(b)(i) MiFIR e 5 del Regolamento delegato (UE) n. 2017/587]. Nessuna altra sede di negoziazione italiana è stata autorizzata all'utilizzo delle deroghe soggette al DVC.

²⁶ In sede di prima applicazione, sono state registrate alcune problematiche di raccolta dati da parte dell'ESMA, che hanno comportato il ritardo della prima pubblicazione due mesi, e l'incompletezza del set informativo reso disponibile dall'Autorità europea.

Italiana risulta infatti generalmente molto limitata.

In particolare, si osserva che i mercati coinvolti dai provvedimenti di sospensione sono risultati, prevalentemente, il mercato MTA e BIt Equity MTF. A livello italiano, i titoli interessati ammontano ad un totale di 104 strumenti finanziari (28 ETF e il restante strumenti azionari). Per quasi tutti gli strumenti, la sospensione è stata conseguente al superamento della soglia dell'8% a livello europeo. Si tratta prevalentemente di blue chip liquide negoziate in varie sedi di negoziazione europee, con riferimento alle quali il superamento della soglia è dovuto principalmente ai volumi di negoziazione che beneficiano dei *waiver* registrati sul *London Stock Exchange*, e su sedi di negoziazione europee, come CBOE Europe - CXE Dark Order Book, CBOE Europe - BXE off-book, Posit, UBS MTF, Turquoise Dark.

Il superamento anche della soglia del 4% a livello dei singoli mercati e MTF gestiti da Borsa Italiana S.p.A. è stato invece registrato per un numero molto più limitato di strumenti finanziari. Si tratta per la maggior parte di azioni non liquide, negoziate principalmente in Italia.

Tabella 42 Sintesi dei titoli soggetti al DVC sulle sedi di negoziazione italiane

	TOTALE TITOLI SOSPESI	DI CUI: TITOLI PER CUI E' STATA SUPERATA LA SOGLIA DEL 4% A LIVELLO DI SINGOLA SEDE DI NEGOZIAZIONE	DI CUI: TITOLI PER CUI E' STATA SUPERATA LA SOGLIA DELL'8% A LIVELLO EUROPEO	TRADING VENUE CON IL MAGGIOR VOLUME DI NEGOZIAZIONE SOTTO WAIVER A LIVELLO EU
MARZO 2018	56	4 (MTA)	56	London Stock Exchange (17), UBS MTF (8), CBOE Europe - CXE Dark Order Book (7), Posit (6), Turquoise Dark (6), MTA (4), CBOE Europe - BXE off-book (4), CBOE Europe - BXE dark order book (2), Euronext Paris (1), CBOE Europe Equities (1)
APRILE 2018	8	4 (MTA)	7	MTA (3) CBOE Europe Equities (2) UBS MTF (2)
MAGGIO 2018	7	2 (MTA)	5	CBOE Europe Equities (4) UBS MTF (1)
GIUGNO 2018	3	2 (MTA, MIV)	2	MTA (1) CBOE Europe Equities (1)
LUGLIO 2018	3	0	3	CBOE Europe Equities (2) Euronext Paris (1)
AGOSTO 2018	31	1 (MTA)	31	Euronext Paris (28) MTA (1) CBOE Europe Equities (2)
SETTEMBRE 2018	5	2 (MTA)	3	CBOE Europe Equities (2) MTA (1)
OTTOBRE 2018	2	2 (MTA)	2	MTA (2)

Si fornisce di seguito una tabella riepilogativa dei titoli sottoposti a sospensione sino ad oggi, con indicazione del livello di sospensione.

Tabella 43 Sintesi dei titoli soggetti al DVC a livello europeo

	MARZO 2018	APRILE 2018	MAGGIO 2018	GIUGNO 2018	LUGLIO 2018	AGOSTO 2018	SETTEMBRE 2018	OTTOBRE 2018
TITOLI SOSPESI A LIVELLO EUROPEO	736	797	845	896	955	1158	564	548
TITOLI SOSPESI A LIVELLO DI SINGOLA SEDE DI NEGOZIAZIONE	19	24	30	36	69	104	110	104
REVOCHE DI PRECEDENTI SOSPENSIONI DA DVCAP	0	27	12	2	13	54	4	3

3. LA TRASPARENZA POST-NEGOZIAZIONE

3.1 MERCATI REGOLAMENTATI E SISTEMI MULTILATERALI DI NEGOZIAZIONE

Anche con riguardo al regime di trasparenza post-negoiazione, il MiFIR ha stabilito obblighi più ampi di quanto presente nella vigente disciplina MiFID I, in maniera simile a quanto previsto per la pubblicazione delle informazioni *pre-trade*. In particolare, il citato Regolamento richiede la pubblicazione di un livello minimo di dettaglio dei dati relativi alle operazioni eseguite, ossia il prezzo al quale l'operazione è stata conclusa, nonché il volume e la data di esecuzione. Ciò al fine di fornire ai partecipanti al mercato le informazioni chiave sulle negoziazioni condotte sulle sedi di negoziazione – RM, MTF e OTF.

Tabella 44 Fonti normative di riferimento

DISCIPLINA	LIVELLO 1 UE (MiFIR)	LIVELLO 2 UE + ORIENTAMENTI ESMA	LIVELLO 1 NAZIONALE (TUF)
Obblighi post-trade per le sedi di negoziazione per strumenti <i>equity/equity-like</i>	Art. 6	Artt. 12-14 RD 2017/587 Q&A ESMA on MiFID II and MiFIR transparency topics ¹	Artt. 72 e 78
Obblighi post-trade per le sedi di negoziazione per strumenti <i>non-equity</i>	Art. 10	Art. 7 RD 2017/583 Q&A ESMA on MiFID II and MiFIR transparency topics ¹	Artt. 72 e 78
Obblighi per fornire dati a condizioni commerciali ragionevoli	Artt. 12-13	Artt. 6-11 RD 2017/567	Artt. 72 e 78

Legenda: Regolamento Delegato (UE): RD. ¹ Documento "ESMA70-872942901-35"

Anche in tal caso, il regime è calibrato a seconda della tipologia di strumento finanziario interessato (*equity/equity-like* o *non-equity*).

In via generale, si richiede poi che le informazioni post-negoiazione siano rese disponibili al pubblico in *real time* per quanto tecnicamente possibile sulla base di condizioni commerciali ragionevoli. Le medesime informazioni devono poi esser fornite a titolo gratuito dopo 15 minuti dalla pubblicazione dell'operazione.

Tabella 45 Le informazioni post-negoiazione per i mercati gestiti da Borsa Italiana

MERCATI	INFORMAZIONI AI PARTECIPANTI	INFORMAZIONI AL PUBBLICO
MTA, MIV, MOT, SEDEX, BiT EQUITY, AIM-MAC, EXTRAMOT	<ul style="list-style-type: none"> • sintesi delle condizioni di negoziazione per ogni strumento finanziario, tra cui il prezzo dell'ultimo contratto e 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"> • Durante la fase di negoziazione al pubblico, in tempo reale: <ul style="list-style-type: none"> – pubblicazione del prezzo, del giorno e dell'orario di conclusione e della quantità dell'ultimo contratto concluso, nonché dell'identificativo dello strumento finanziario; – nel caso di applicazione di una ipotesi di differimento, quantità e controvalore negoziati cumulati; – con specifico riferimento agli OICR aperti diversi dagli ETF, è prevista la sola pubblicazione in tempo reale del prezzo convenzionale, e la pubblicazione del prezzo di esecuzione nel giorno di borsa aperta successivo a quello di negoziazione • Le informazioni sui contratti conclusi, inoltre, sono contenute nel Listino Ufficiale diffuso al termine del giorno di borsa aperta successivo a quello di negoziazione e disponibile sul sito Internet di Borsa Italiana. Il Listino ufficiale riporta, per ciascuno strumento finanziario, almeno le seguenti informazioni: a) numero dei contratti conclusi; b) quantità totale negoziata; c) prezzi minimo e massimo e relative quantità negoziate; d) prezzi di asta di apertura, di asta di chiusura, di riferimento e ufficiale.

IDEM	<ul style="list-style-type: none"> il prezzo e la quantità dell'ultimo contratto concluso la quantità in acquisto e in vendita relative ai migliori prezzi presenti nel mercato la quantità complessivamente negoziata nonché, qualora i sottostanti siano strumenti finanziari, i relativi controvalori 	<ul style="list-style-type: none"> prezzo, giorno e orario di conclusione, quantità dell'ultimo contratto concluso nonché identificativo dello strumento finanziario prezzi minimo e massimo registrati fino al momento della rilevazione, con alcune eccezioni (ad esempio i prezzi delle operazioni concordate di dimensione elevata); numero di contratti conclusi, Le informazioni sui contratti conclusi, inoltre, sono contenute nel Listino Ufficiale diffuso al termine del giorno di borsa aperta successivo a quello di negoziazione e disponibile sul sito Internet di Borsa Italiana. Il Listino ufficiale riporta, per ciascuno strumento finanziario, alcune informazioni minime, tra cui, le seguenti informazioni: a) numero di contratti conclusi; b) controvalore nozionale dei contratti negoziati; c) prezzi minimo e massimo; d) prezzo di riferimento
-------------	---	---

Tabella 46 Le informazioni post-negoziazione per i mercati gestiti da EuroTLX Sim

MERCATI	INFORMAZIONI AI PARTECIPANTI	INFORMAZIONI AL PUBBLICO
EUROTLX	<ul style="list-style-type: none"> sintesi delle condizioni di negoziazione per ogni strumento finanziario, tra cui il prezzo dell'ultimo contratto e 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"> Durante la fase di negoziazione al pubblico, in tempo reale: <ul style="list-style-type: none"> pubblicazione del prezzo, del giorno e dell'orario di conclusione e della quantità dell'ultimo contratto concluso, nonché dell'identificativo dello strumento finanziario; nel caso di applicazione di una ipotesi di differimento, quantità e controvalore negoziati cumulati;

Tabella 47 Le informazioni post-negoziazione per i mercati gestiti da HI-MTF Sim

MERCATI	INFORMAZIONI AI PARTECIPANTI	INFORMAZIONI AL PUBBLICO
HI-MTF QUOTE DRIVEN	<ul style="list-style-type: none"> Ai market maker e/o operatori specializzati, in tempo reale, per quanto tecnicamente possibile: 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. Agli aderenti diretti/aderenti osservatori: medesime informazioni del punto precedente, in tempo reale, per quanto tecnicamente possibile, attraverso un flusso informatico. 	<ul style="list-style-type: none"> Durante la negoziazione, sono fornite, in tempo reale, per quanto tecnicamente possibile, per ciascuno strumento finanziario le seguenti informazioni: il prezzo, la quantità, la data e l'ora dell'ultimo contratto concluso, la scheda informativa relativa ad ogni strumento finanziario ammesso alle negoziazioni; All'avvenuta esecuzione delle proposte sono pubblicate, con un ritardo massimo di 15 minuti le seguenti informazioni: 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. Entro l'inizio della giornata successiva, per ciascuno strumento finanziario trattato vengono pubblicati i dati di riepilogo della precedente giornata di negoziazione. Entro il terzo giorno lavorativo di ogni mese, per ciascuno strumento finanziario trattato nel corso del mese precedente, vengono pubblicate le seguenti informazioni: 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>Hi-MTF ORDER DRIVEN</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Sono messe a disposizione, in tempo reale, per quanto tecnicamente possibile, agli Aderenti Diretti le seguenti informazioni: condizioni di negoziazione (ultimo contratto, volume degli scambi); situazione delle negoziazioni concluse degli Aderenti Diretti (fornite solo a questi ultimi); totale negoziazioni concluse per ciascuno strumento finanziario con l'indicazione dell'ora, della quantità e del prezzo di esecuzione. • Entro la medesima giornata di negoziazione, per ciascuno strumento finanziario trattato, vengono pubblicati: il numero di contratti conclusi; le quantità e il controvalore complessivamente scambiati; il Prezzo medio ponderato. • Entro il terzo giorno lavorativo di ogni mese, per ciascuno strumento finanziario trattato nel corso del mese precedente, vengono pubblicate le seguenti informazioni: il numero delle negoziazioni eseguite; le quantità complessivamente negoziate ed il controvalore scambiato. 	<ul style="list-style-type: none"> • Durante la negoziazione, sono fornite, in tempo reale, per quanto tecnicamente possibile, per ciascuno strumento finanziario le seguenti informazioni: il prezzo, la quantità, la data e l'ora dell'ultimo contratto concluso, la scheda informativa relativa ad ogni strumento finanziario ammesso alle negoziazioni; • All'avvenuta esecuzione delle proposte sono pubblicate, con un ritardo massimo di 15 minuti le seguenti informazioni: 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. • Entro il terzo giorno lavorativo di ogni mese, per ciascuno strumento finanziario trattato nel corso del mese precedente, vengono pubblicate le seguenti informazioni: 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>RFQ</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Sono messe a disposizione degli Aggressor in tempo reale, per quanto tecnicamente possibile, per ciascuno strumento quotato, almeno le seguenti informazioni per il corretto esercizio delle funzioni di negoziazione: le condizioni di negoziazione (timer che indica la durata rimanente dell'Enquiry, volume totale degli scambi giornalieri, prezzo minimo di scambio della giornata e prezzo massimo di scambio della giornata); il dettaglio delle negoziazioni concluse per ciascuno strumento finanziario con l'indicazione dell'ora, della quantità e del prezzo di esecuzione; un'informativa riassuntiva che riepiloga l'esito delle proprie azioni. • Sono messe a disposizione dei Proposal in tempo reale, per quanto tecnicamente possibile, almeno le seguenti informazioni per il corretto esercizio delle funzioni di negoziazione: le condizioni di negoziazione (parametri di negoziazione, ultimo contratto, prezzo migliore in acquisto e in vendita, volume degli scambi); il totale delle negoziazioni concluse per ciascuno strumento finanziario con l'indicazione dell'ora, della quantità e del prezzo di esecuzione. 	<ul style="list-style-type: none"> • Durante la negoziazione, sono fornite, in tempo reale, per quanto tecnicamente possibile, per ciascuno strumento finanziario le seguenti informazioni: il prezzo, la quantità, la data e l'ora dell'ultimo contratto concluso; • All'avvenuta esecuzione delle proposte sono pubblicate, con un ritardo massimo di 15 minuti le seguenti informazioni: 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. • Entro l'inizio della giornata successiva, per ciascuno strumento finanziario trattato vengono pubblicati i dati di riepilogo della precedente giornata di negoziazione. • Entro il terzo giorno lavorativo di ogni mese, per ciascuno strumento finanziario trattato nel corso del mese precedente, vengono pubblicate le seguenti informazioni: il numero delle negoziazioni eseguite; le quantità complessivamente negoziate ed il controvalore scambiato; il prezzo minimo e il prezzo massimo delle negoziazioni eseguite.

Tabella 48 Le informazioni post-negoziato per i mercati gestiti da MTS

MERCATI	INFORMAZIONI AI PARTECIPANTI	INFORMAZIONI AL PUBBLICO
MTS ITALY	<p><i>Segmento Cash e Repo</i></p> <ul style="list-style-type: none"> Per ogni Strumento Finanziario, vengono rese disponibili sullo schermo di negoziazione per ogni Partecipante, con frequenza il più possibile prossima al tempo reale, le seguenti informazioni: Prezzo, quantità e orario dell'ultimo Contratto concluso; l'elenco di tutti i Contratti che ha concluso. Possono essere forniti a ogni Partecipante dati statistici per ogni Strumento Finanziario contenenti le informazioni seguenti: nel corso di ogni Giorno di negoziazione e alla chiusura del Mercato: codice identificativo e descrizione dello Strumento Finanziario, Prezzo minimo, massimo e medio ponderato e volumi negoziati calcolati sulla base dei Contratti conclusi durante lo stesso Giorno di Negoziazione; all'apertura di ogni Giorno di Negoziazione: Codice identificativo e descrizione dello Strumento Finanziario, Prezzo minimo, massimo e medio ponderato e volumi negoziati calcolati sulla base dei Contratti conclusi durante il precedente Giorno di Negoziazione. 	<p><i>Segmento Cash</i></p> <ul style="list-style-type: none"> Sono rese disponibili al pubblico, con frequenza il più prossima possibile al tempo reale e su ragionevoli basi commerciali e non discriminatorie, per ogni Strumento Finanziario: almeno Prezzo, quantità e orario dell'ultimo Contratto concluso. Le stesse informazioni sono rese disponibili al pubblico, con ritardo di quindici minuti. Alla fine di ogni Giorno di Negoziazione, viene pubblicato sul sito internet un elenco che indica, per ogni Strumento Finanziario negoziato sul Mercato, almeno il Prezzo minimo, massimo e medio ponderato e il volume totale negoziato, calcolato in riferimento ai Contratti conclusi nel Giorno di Negoziazione. I contratti cancellati sono esclusi da tale elenco, nonché quelle transazioni considerate anomale dal gestore. <p><i>Segmento Repo</i></p> <p>Alla fine di ogni Giorno di Negoziazione, è pubblicato sul sito internet un elenco che indica, per ogni Strumento Finanziario e Contratto Repo negoziato sul Mercato e in conformità con le Istruzioni, almeno il Prezzo minimo, massimo e medio ponderato e il volume totale negoziato, calcolato in riferimento ai Contratti conclusi nel Giorno di Negoziazione. I contratti annullati sono esclusi da tale elenco, nonché quelle transazioni considerate anomale o straordinarie.</p>
BONDVISION EUROPE MTF	<p><i>Segmenti Cash e Repo</i></p> <ul style="list-style-type: none"> Per ciascuno Strumento Finanziario e Contratto Repo, sono rese disponibili a ciascun Partecipante nel tempo più ravvicinato possibile a quello reale, le seguenti informazioni: a ciascun Dealer / Quote Provider, ove applicabile, i dati dei Trade di cui sono controparte; a ciascun End User / Quote Requester, ove applicabile, i dati dei Trade di cui sono controparte. 	<p><i>Segmento Cash</i></p> <ul style="list-style-type: none"> Sono resi disponibili al pubblico per ciascuno Strumento Finanziario, in tempi quanto più possibile vicini alla diffusione in tempo reale e secondo modalità ragionevoli da un punto di vista commerciale e non discriminatorie, almeno i seguenti dati: Prezzi, Quantità e tempi di ciascun Trade eseguito. con riferimento al Segmento Cash, MTS rende disponibili al pubblico per ciascuno Strumento Finanziario su base posticipata le medesime informazioni. <p><i>Segmento GCM</i></p> <p>Il gestore del mercato si riserva di poter procedere alla pubblicazione di taluni dati in forma anonima e aggregata.</p>

3.2 GLI INTERNALIZZATORI SISTEMATICI

Il regime di trasparenza post-negoziato è stato esteso dal MiFIR non solo agli internalizzatori sistematici ma anche alle imprese di investimento che concludono, in proprio conto o per conto dei clienti, operazioni in strumenti finanziari negoziati in una sede di negoziazione (*ToTV*). Tale disciplina ricalca sostanzialmente quella già disegnata per le sedi di negoziazione in termini di informazioni che tali soggetti sono tenuti a fornire al pubblico.

Un elemento di differenziazione, così come nel caso della trasparenza pre-negoziato, è tuttavia rappresentato dal differente canale di pubblicazione previsto per gli intermediari. Infatti, le imprese di investimento sono tenute ad assolvere ai propri obblighi di trasparenza *post-trade* tramite un dispositivo di

pubblicazione autorizzato (*Approved Publication Arrangement - APA*), fatta salva la possibilità per gli internalizzatori sistematici di adempiere a tali obblighi anche direttamente tramite i propri sistemi.

Tabella 49 Fonti normative di riferimento

DISCIPLINA	LIVELLO 1 UE (MiFIR)	LIVELLO 2 UE + ORIENTAMENTI ESMA	LIVELLO 1 NAZIONALE (TUF)
Obblighi di trasparenza <i>post-trade equity/equity-like</i>	Art. 20	Artt. 12-14 RD 2017/587 Q&A ESMA 6 e 8 Section 2 on MiFID II and MiFIR transparency topics ¹	Artt. 72 e 78
Obblighi di trasparenza <i>post-trade non-equity</i>	Art. 21	Art. 7 RD 2017/583 Q&A ESMA 6 e 8 Section 2 on MiFID II and MiFIR transparency topics ¹	Artt. 72 e 78

Legenda: Regolamento Delegato (UE): RD. ¹ Documento "ESMA70-872942901-35"

Con riguardo alla trasparenza post-negoiazione, dalle informazioni di vigilanza raccolte, la generalità degli intermediari ha comunicato di adeguarsi agli obblighi introdotti dal MiFIR, fornendo le necessarie informazioni sui prezzi e i volumi dei contratti negoziati. A tal fine, sono stati stipulati accordi con gli APA, con un ruolo rilevante anche in questo caso dell'APA *Tradecho*.

4. IL DIFFERIMENTO DELLA TRASPARENZA POST-NEGOIAZIONE

Anche per la trasparenza post-negoiazione, il MiFIR prevede che le autorità nazionali possano autorizzare le sedi di negoziazione a differire la pubblicazione delle informazioni sulle operazioni concluse, sulla base di specifiche condizioni.

Tabella 50 Fonti normative di riferimento

DISCIPLINA	LIVELLO 1 UE (MiFIR)	LIVELLO 2 UE + ORIENTAMENTI ESMA	LIVELLO 1 NAZIONALE (TUF)
Autorizzazione differimenti della trasparenza post-trade per strumenti <i>equity/equity-like</i>	Art. 7	Artt. 15 RD 2017/587	Art. 7
Autorizzazione deroghe alla trasparenza post-trade	Art. 11	Artt. 8-11 RD 2017/583	Art. 76

Legenda: Regolamento Delegato (UE): RD. ¹ Documento "ESMA70-872942901-35"

I casi di differimento ricalcano sostanzialmente le ipotesi di deroga stabiliti per le deroghe *pre-trade*, e in particolare:

- A) con riguardo agli strumenti *equity* ed *equity-like*, quando sussistono le seguenti condizioni:
- l'operazione è conclusa tra un'impresa di investimento, che negozia per conto proprio secondo modalità diverse dalla negoziazione *matched principal*, e un'altra controparte; e
 - le dimensioni dell'operazione sono di dimensioni elevate, secondo le soglie specificamente individuate nella regolamentazione delegata;

- B) con riferimento agli strumenti *non-equity*, quando le operazioni:
- a) sono di dimensione elevata in rapporto alla dimensione standard del mercato dello strumento finanziario in questione; o
 - b) riguardano uno strumento per il quale non esiste un mercato liquido;
 - c) per volume superano una dimensione specifica dello strumento finanziario, che esporrebbe i fornitori di liquidità a rischi indebiti e tiene conto del fatto che i partecipanti più rilevanti al mercato sono investitori al dettaglio o all'ingrosso;
 - d) sono operazioni a pacchetto che soddisfano uno dei seguenti criteri:
 - una o più delle sue componenti sono operazioni in strumenti finanziari non aventi un mercato liquido;
 - una o più delle sue componenti sono operazioni in strumenti finanziari di dimensione elevata in rapporto alle normali dimensioni del mercato;
 - l'operazione viene eseguita tra un'impresa di investimento che negozia per conto proprio secondo modalità diverse dalla negoziazione *matched principal*, e un'altra controparte e una o più delle sue componenti sono operazioni in strumenti finanziari superiori alla dimensione specifica dello strumento.

Le tempistiche del differimento sono anche differenziate a seconda dello strumento finanziario interessato e, per gli strumenti *equity* ed *equity-like*, variano (come specificato nel Regolamento delegato (UE) n. 2017/587) dai 60 minuti fino alla fine del successivo giorno di negoziazione, a seconda della tipologia di strumento, del volume medio giornaliero degli scambi (ADT) e della dimensione, mentre per gli strumenti *non-equity*, il termine di pubblicazione differita è stabilito alle 19:00 ora locale del secondo giorno lavorativo successivo all'operazione.

Le sedi di negoziazione ottengono dall'autorità la preventiva approvazione dei dispositivi proposti per la pubblicazione differita delle operazioni e li rendono noti chiaramente ai partecipanti al mercato e al pubblico; in tal caso, non vi è una specifica procedura/Opinion ESMA (come per le deroghe alla *pre-trade*) ma l'ESMA sorveglia l'applicazione dei dispositivi per la pubblicazione differita delle operazioni e presenta una relazione annuale alla Commissione sulle loro modalità di applicazione effettiva.

Per consentire lo svolgimento da parte della Consob delle verifiche in merito al rispetto delle condizioni previste dal MiFIR ai fini dell'autorizzazione, l'articolo 68 del Regolamento Mercati richiede alle imprese di investimento che intendono avvalersi della pubblicazione differita di trasmettere alla Consob, almeno 3 mesi prima della data di entrata in vigore della deroga, una nota esplicativa di dettaglio nella quale vengono rappresentate le motivazioni per le quali si ritiene la deroga redatta in conformità al dettato normativo unitamente ad alcune informazioni di dettaglio.

Quanto sopra rappresentato trova applicazione sia agli strumenti finanziari *equity/equity-like* sia agli strumenti finanziari *non-equity*. Tuttavia, per questi ultimi, le autorità possono, insieme con un'autorizzazione di pubblicazione differita, applicare i cd. *super-deferral/supplementary deferral*, e dunque:

- esigere la pubblicazione di informazioni limitate su un'operazione o di informazioni su più operazioni in forma aggregata, ovvero una combinazione delle due, durante il periodo di differimento stesso;
- consentire che si ometta la pubblicazione del volume di una singola operazione durante un periodo di differimento prorogato;

- riguardo agli strumenti *non-equity* che non sono debito sovrano, ammettere la pubblicazione di più operazioni in forma aggregata durante un periodo di differimento prorogato;
- riguardo agli strumenti di debito sovrano, ammettere la pubblicazione di più operazioni in forma aggregata per un periodo di tempo indefinito.

Al riguardo, si osserva l'alto grado di flessibilità del regime, che consente a ciascuno Stato Membro di scegliere una modulazione diversa dei differimenti. In generale, si osserva che a livello europeo, le diverse Autorità competenti hanno adottato approcci differenti. In alcuni casi, infatti, i *regulator* hanno elaborato un *general ruling*, approvando indistintamente tutte o solo alcune tipologie di differimento, mentre in altre ipotesi, è previsto un processo di autorizzazione individuale²⁷.

In Italia, ferma restando la possibilità per le sedi di negoziazione e gli intermediari di scegliere il regime di differimento più adeguato alle proprie esigenze tra quelli consentiti dalla normativa, è comunque necessario un processo di approvazione individuale da parte della Consob della singola richiesta di *deferral*. In aggiunta, ogni decisione assunta al riguardo deve essere comunque rappresentata nel regolamento del mercato (soggetto ad autorizzazione/verifica Consob) e fornita adeguata informativa al pubblico.

Le sedi di negoziazione e gli intermediari italiani (tra gli internalizzatori sistematici, soltanto Banca IMI) hanno presentato diverse istanze per avvalersi del regime di differimento sopra descritto, in particolare con riguardo alle operazioni concluse sulle sedi di negoziazione o OTC su strumenti finanziari *non-equity*. In alcuni casi, il regime di differimento ordinario è stato affiancato da una richiesta di applicazione di una o più tipologie di *super-deferral*. Ciò risulta di particolare interesse nel caso di operazioni di dimensione elevata o che afferiscono a strumenti finanziari negoziati su un mercato illiquido, dove l'immediata disponibilità delle informazioni relative alle transazioni eseguite a tutto il mercato può rappresentare uno svantaggio per le controparti del contratto.

Tabella 51 Differimento della trasparenza post-negoziazione per le sedi di negoziazione e gli intermediari italiani approvati dalla Consob

	EQUITY ED EQUITY-LIKE	NON-EQUITY			
	LIS	ILLIQUID	LIS	SSTI	PACKAGE ORDER
TRADING VENUE	1	4	5	4	2
INTERMEDIARI	4	8	5	5	--
TOTALE	5	12	10	9	2

Legenda: LIS= Large in Scale; SSTI= Size Specific to the Instrument.

²⁷ Cfr. la tabella pubblicata da ESMA al link <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-provides-overview-mifid-ii-deferral-regimes>, che fornisce dettagli sui regimi di differimento adottati nei diversi Stati Membri.

Tabella 52 Differimenti delle sedi di negoziazione e degli intermediari italiani

SEDE DI NEGOZIAZIONE/ TIPOLOGIA STRUMENTI FINANZIARI	TIPOLOGIA DEROGHE/DESCRIZIONE
<u>BORSA ITALIANA</u>	<p>Large in scale – Simple deferral [articolo 7, comma 1, MiFIR, e articolo 15 e Allegato II del Regolamento delegato (UE) n. 2017/587]</p> <p>Deferral per le operazioni concordate e riportate secondo le regole del mercato o eseguite nel sistema RFQ di dimensione elevata in rapporto alla dimensione standard del mercato dello specifico strumento finanziario o della relativa categoria. Pubblicazione dei dati relativi alle suddette operazioni al più tardi il secondo giorno di borsa aperta successivo a quello di conclusione dell'operazione.</p> <p>[per le operazioni concordate: mercati MTA, MIV e ETFPlus (ad eccezione degli ETC ed ETN che ricadono nell'area degli strumenti non-equity), AIM Italia/Mercato Alternativo del Capitale, Blt Equity MTF; per le operazioni su RFQ: mercato ETFPlus]</p>
<u>BORSA ITALIANA</u>	<p>Large in scale – Simple deferral [articolo 11, comma 1, lettera a), MiFIR, e articoli 8, paragrafo 1, lettera a), e 9 del Regolamento delegato (UE) n. 2017/583]</p> <p>Operazioni concordate e riportate secondo le regole del mercato o eseguite nel sistema RFQ di dimensione elevata in rapporto alla dimensione standard del mercato dello specifico strumento finanziario o della relativa categoria. Si intende procedere alla pubblicazione dei dati relativi alle suddette operazioni al più tardi il secondo giorno di borsa aperta successivo a quello di conclusione dell'operazione (per IDEM, alla fine della giornata di negoziazione).</p> <p>[con riferimento alle operazioni concordate: mercati regolamentati MOT ed ETFplus (per gli ETC/ETN) e MTF SEDEX ed ExtraMOT MTF, e IDEM; per quanto riguarda le operazioni su RFQ: mercati regolamentati MOT e ETFplus ed ExtraMOT MTF]</p> <p>Illiquid – Simple deferral [articolo 11, comma 1, lettera b), MiFIR e articolo 8, paragrafo 1, lettera b), del Regolamento delegato (UE) n. 2017/583]</p> <p>Operazioni concordate e riportate secondo le regole del mercato o eseguite nel sistema RFQ aventi ad oggetto uno strumento per cui non esiste un mercato liquido. Si intende procedere alla pubblicazione dei dati relativi alle suddette operazioni al più tardi il secondo giorno di borsa aperta successivo a quello di conclusione dell'operazione.</p> <p>[mercati regolamentati MOT ed ETFplus (per gli ETC/ETN) ed ExtraMOT MTF]</p> <p>SSTI – Simple deferral [articolo 11, comma 1, lettera c), MiFIR e articoli 8, paragrafo 1, lettera c), e 10 del Regolamento delegato (UE) n. 2017/583]</p> <p>Operazioni eseguite nel sistema RFQ che per volume superano una dimensione specifica dello strumento, e per cui uno degli intermediari agisca in conto proprio. Si intende procedere alla pubblicazione dei dati relativi alle suddette operazioni al più tardi il secondo giorno di borsa aperta successivo a quello di conclusione dell'operazione</p> <p>[mercati regolamentati MOT ed ETFplus (per gli ETC/ETN) ed ExtraMOT MTF]</p> <p>LIS component package transaction – Simple deferral [articolo 11, paragrafo 1, del MiFIR e articolo 8, paragrafo 1, lettera d), punto ii), del Regolamento delegato (UE) n. 2017/583]</p> <p>Operazioni concordate del tipo <i>package order/transaction</i> per le quali almeno una delle controparti ne faccia richiesta al momento dell'immissione e a condizione che la dimensione di almeno una delle componenti dell'operazione a pacchetto rispetti la dimensione minima prevista dalla normativa MiFIDII/MiFIR. I dettagli di ciascuna operazione per la quale è stata richiesta la pubblicazione differita saranno resi pubblici alla fine della giornata di negoziazione.</p> <p>[mercato IDEM]</p>

<u>MTS</u>	<p>Large in scale – Simple deferral + Super-deferral <i>[articolo 11, commi 1, lettera a), e 3, MiFIR e articoli 8, paragrafo 1, lettera a), 9 e 11 del Regolamento delegato (UE) n. 2017/583]</i></p> <p>Operazioni di dimensione elevata in rapporto alla dimensione standard del mercato dello specifico strumento finanziario o della relativa categoria. Si intende procedere alla pubblicazione dei dati relativi alle suddette operazioni sul proprio sito internet entro le ore 19 del secondo giorno lavorativo successivo alla data dell'operazione. Per BondVision Europe MTF, si intende applicare tutti i <i>supplementary deferral</i>, il cui funzionamento è stabilito nell'articolo 11, paragrafo 3, MiFIR e dettagliato all'articolo 11 del Regolamento delegato (UE) n. 2017/583 per obbligazioni e titoli di stato.</p> <p><i>[mercato regolamentato MTS Italy e MTF BondVision]</i></p>
	<p>Illiquid – Simple deferral + Super-deferral <i>[articolo 11, commi 1, lettera b), e 3, MiFIR e articoli 8, paragrafo 1, lettera b), e 11, del Regolamento delegato (UE) n. 2017/583]</i></p> <p>Operazioni aventi ad oggetto uno strumento per cui non esiste un mercato liquido. Si intende procedere alla pubblicazione dei dati relativi alle suddette operazioni sul proprio sito internet entro le ore 19 del secondo giorno lavorativo successivo alla data dell'operazione. Per BondVision Europe MTF, si intende applicare tutti i <i>supplementary deferral</i>, il cui funzionamento è stabilito nell'articolo 11, paragrafo 3, MiFIR e dettagliato all'articolo 11 del Regolamento delegato (UE) n. 2017/583 per obbligazioni e titoli di stato.</p> <p><i>[mercato regolamentato MTS Italy e MTF BondVision]</i></p>
	<p>SSTI – Simple deferral + Super-deferral <i>[articolo 11, comma 1, lettera c), MiFIR e articoli 8, paragrafo 1, lettera c), 10 e 11, del Regolamento delegato (UE) n. 2017/583]</i></p> <p>Operazioni che per volume superano una dimensione specifica dello strumento, che esporrebbe i fornitori di liquidità a rischi indebiti e tiene conto del fatto che i partecipanti più rilevanti al mercato sono investitori al dettaglio o all'ingrosso. Si intende procedere alla pubblicazione dei dati relativi alle suddette operazioni sul proprio sito internet entro le ore 19 del secondo giorno lavorativo successivo alla data dell'operazione. Per BondVision Europe MTF, si intende applicare tutti i <i>supplementary deferral</i>, il cui funzionamento è stabilito nell'articolo 11, paragrafo 3, MiFIR e dettagliato all'articolo 11 del Regolamento delegato (UE) n. 2017/583 per obbligazioni e titoli di stato.</p> <p><i>[mercato regolamentato MTS Italy e MTF BondVision]</i></p>
	<p>LIS and illiquid component package transaction – Simple deferral + Super-deferral <i>[articolo 11, paragrafo 1, del MiFIR e articoli 8, paragrafo 1, lettera d), punti i) e ii), e 11, del Regolamento delegato (UE) n. 2017/583]</i></p> <p>Operazione a pacchetto che soddisfa uno dei seguenti criteri: (i) una o più delle sue componenti sono operazioni in strumenti finanziari non aventi un mercato liquido; (ii) una o più delle sue componenti sono operazioni in strumenti finanziari di dimensione elevata in rapporto alle normali dimensioni del mercato. Si intende procedere alla pubblicazione dei dati relativi alle suddette operazioni sul proprio sito internet entro le ore 19 del secondo giorno lavorativo successivo alla data dell'operazione. Si intende applicare tutti i <i>supplementary deferral</i>, il cui funzionamento è stabilito nell'articolo 11, paragrafo 3 (ad eccezione delle lettere c) e d)), MiFIR e dettagliato all'articolo 11 del Regolamento delegato (UE) n. 2017/583 per obbligazioni e titoli di stato.</p> <p><i>[MTF BondVision]</i></p>
<u>EUROTLX</u>	<p>Large in scale – Simple deferral <i>[articolo 11, comma 1, lettera a), MiFIR, e articoli 8, paragrafo 1, lettera a), e 9 del Regolamento delegato (UE) n. 2017/583]</i></p> <p>Operazioni eseguite nel sistema RFQ di dimensione elevata in rapporto alla dimensione standard del mercato dello specifico strumento finanziario o della relativa categoria. Nello specifico, si intende procedere alla pubblicazione dei dati relativi alle suddette operazioni al più tardi il secondo giorno di mercato aperto successivo a quello di conclusione dell'operazione.</p>
	<p>Illiquid – Simple deferral <i>[articolo 11, comma 1, lettera b), MiFIR e articolo 8, paragrafo 1, lettera b), del Regolamento delegato (UE) n. 2017/583]</i></p> <p>Operazioni eseguite nel sistema RFQ aventi ad oggetto uno strumento per cui non esiste un mercato liquido. Nello specifico, si intende procedere alla pubblicazione dei dati relativi alle suddette operazioni al più tardi il secondo giorno di mercato aperto successivo a quello di conclusione dell'operazione.</p>

	<p>SSTI – Simple deferral [articolo 11, comma 1, lettera c), MiFIR e articoli 8, paragrafo 1, lettera c), e 10 del Regolamento delegato (UE) n. 2017/583]</p> <p>Operazioni eseguite nel sistema RFQ che per volume superano una dimensione specifica dello strumento, e per cui uno degli intermediari agisca in conto proprio. Nello specifico, si intende procedere alla pubblicazione dei dati relativi alle suddette operazioni al più tardi il secondo giorno di mercato aperto successivo a quello di conclusione dell'operazione.</p>
<u>FIDEURAM</u>	<p>Large in scale, illiquid, SSTI – Simple deferral [articoli 11, paragrafo 1, lettere a), b) e c), e 21, paragrafo 4, MiFIR e dell'articolo 8 e Allegato III del Regolamento delegato (UE) n. 2017/583]</p> <p>Operazioni su strumenti obbligazionari trattati che:</p> <ul style="list-style-type: none"> – sono di dimensione elevata in rapporto alle normali dimensioni del mercato dello strumento finanziario (cd. large in scale); – riguardano uno strumento o una classe di strumenti finanziari per cui non esiste un mercato liquido; – sono eseguite tra l'impresa di investimento che negozia per conto proprio secondo modalità diverse dalla negoziazione <i>matched principal</i>, e un'altra controparte e per volume superano la dimensione specifica dello strumento oggetto della transazione. <p>Nello specifico, si intende procedere alla pubblicazione dei dati relativi alle suddette operazioni tramite il dispositivo di pubblicazione autorizzato entro le ore 19 del secondo giorno lavorativo successivo alla data dell'operazione.</p>
<u>BANCA IMI</u>	<p>Large in scale, illiquid, SSTI – Simple deferral + Super-deferral [articoli 11, paragrafo 1, lettere a), b) e c), e 21, paragrafo 4, MiFIR e dell'articoli 8 e 11 e Allegato III del Regolamento delegato (UE) n. 2017/583]</p> <p>Operazioni che:</p> <ul style="list-style-type: none"> – sono di dimensione elevata in rapporto alle normali dimensioni del mercato dello strumento finanziario (cd. large in scale); – riguardano uno strumento o una classe di strumenti finanziari per cui non esiste un mercato liquido; – sono eseguite tra l'impresa di investimento che negozia per conto proprio secondo modalità diverse dalla negoziazione <i>matched principal</i>, e un'altra controparte e per volume superano la dimensione specifica dello strumento oggetto della transazione. <p>Nello specifico, l'intermediario si avvale:</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ dell'ipotesi di differimento semplice con fino alle ore 19 del secondo giorno lavorativo successivo alla data dell'operazione; ✓ in maniera differenziata a seconda dello strumento finanziario interessato, delle ipotesi di cd. <i>super-deferral</i>, durante il quale viene disposta la pubblicazione di un set più limitato di dati relativi alle operazioni, attraverso l'aggregazione degli stessi ovvero l'omissione del volume. In particolare, per le obbligazioni, gli strumenti finanziari strutturati, i derivati cartolarizzati, i derivati su tassi di cambio, si prevede la pubblicazione in forma aggregata di varie operazioni eseguite nel corso di una settimana di calendario il martedì successivo entro le 09:00 ora locale per un periodo di quattro settimane, allo scadere delle quali sono pubblicati tutti i dettagli delle singole operazioni. Per i derivati su tassi d'interesse, su strumenti rappresentativi di capitale, su merci, su crediti e su quote di emissione, è prevista l'omissione della pubblicazione del volume della singola operazione per un periodo prorogato di quattro settimane, con la pubblicazione di tutti i dettagli alla scadenza del periodo di differimento. Per i titoli di debito sovrano, la Banca intende procedere con la pubblicazione del volume della singola operazione per un periodo prorogato di quattro settimane, seguito dalla pubblicazione in forma aggregata di varie operazioni eseguite nel corso di una settimana di calendario il martedì successivo entro le 09:00 ora locale.
	<p>Large in scale – Simple deferral [articolo 7, comma 1, e 20, MiFIR, e articolo 15 e Allegato II del Regolamento delegato (UE) n. 2017/587]</p> <p>Operazioni di dimensione elevata rispetto alle normali dimensioni del mercato dello strumento finanziario (<i>large in scale</i>) tra l'impresa di investimento, che negozia per conto proprio secondo modalità diverse dalla negoziazione <i>matched principal</i>, e un'altra controparte.</p> <p>Gli intermediari intendono procedere ai dati relativi alle suddette operazioni nel rispetto e secondo le soglie e termini previsti dalla regolamentazione delegata.</p>
<u>GRUPPO SELLA</u> (BANCA SELLA HOLDING S.P.A., BANCA SELLA S.P.A. E BANCA PATRIMONI SELLA Et C. S.P.A.)	<p>Illiquid – Simple deferral [articoli 11, paragrafo 1, lettera b), e 21, paragrafo 4, MiFIR e dell'articolo 8 e Allegato III del Regolamento delegato (UE) n. 2017/583]</p> <p>Operazioni eseguite OTC in strumenti finanziari derivati su tassi di cambio e strumenti finanziari derivati su tassi di interesse negoziati su sedi di negoziazione dell'Unione Europea per i quali non esiste un</p>

	mercato liquido. Si procederà alla pubblicazione dei dati relativi alle suddette operazioni tramite il dispositivo di pubblicazione autorizzato entro le ore 19 del secondo giorno lavorativo successivo alla data dell'operazione.
<p><u>GRUPPO BANCO BPM</u> (BANCO BPM S.P.A., BANCA ALETTI & C. S.P.A. E BANCA AKROS S.P.A.)</p>	<p>Large in scale, illiquid, SSTI – Simple deferral <i>[articoli 11, paragrafo 1, lettere a), b) e c), e 21, paragrafo 4, MiFIR e dell'articolo 8 e Allegato III del Regolamento delegato (UE) n. 2017/583]</i></p> <p>Operazioni che:</p> <ul style="list-style-type: none"> – sono di dimensione elevata in rapporto alle normali dimensioni del mercato dello strumento finanziario (cd. large in scale); – riguardano uno strumento o una classe di strumenti finanziari per cui non esiste un mercato liquido; – sono eseguite tra l'impresa di investimento che negozia per conto proprio secondo modalità diverse dalla negoziazione <i>matched principal</i>, e un'altra controparte e per volume superano la dimensione specifica dello strumento oggetto della transazione. <p>Nello specifico, si intende procedere alla pubblicazione dei dati relativi alle suddette operazioni tramite il dispositivo di pubblicazione autorizzato entro le ore 19 del secondo giorno lavorativo successivo alla data dell'operazione.</p>
	<p>Large in scale – Simple deferral <i>[articolo 7, comma 1, e 20, MiFIR, e articolo 15 e Allegato II del Regolamento delegato (UE) n. 2017/587]</i></p> <p>Operazioni di dimensione elevata rispetto alle normali dimensioni del mercato dello strumento finanziario (<i>large in scale</i>) tra l'impresa di investimento, che negozia per conto proprio secondo modalità diverse dalla negoziazione <i>matched principal</i>, e un'altra controparte. Gli intermediari intendono procedere ai dati relativi alle suddette operazioni nel rispetto e secondo le soglie e termini previsti dalla regolamentazione delegata.</p>