

CONSOB

Presentazione della Relazione per il 2013

Roma, 12 maggio 2014

La vigilanza sui mercati e sugli intermediari

Discussion

Università Cattolica del Sacro Cuore

Giovanni Petrella
Università Cattolica, Milano
giovanni.petrella@unicatt.it

Facoltà di Scienze
Bancarie, Finanziarie
e Assicurative



Agenda



Università Cattolica del Sacro Cuore

- Principali sviluppi tecnologici e di mercato
- High-frequency trading
- Mercati di strumenti derivati
- Liquidità in- e off-market, liquidità latente e dark pool
- Tecnologia e accesso ai dati

I principali sviluppi tecnologici e di mercato



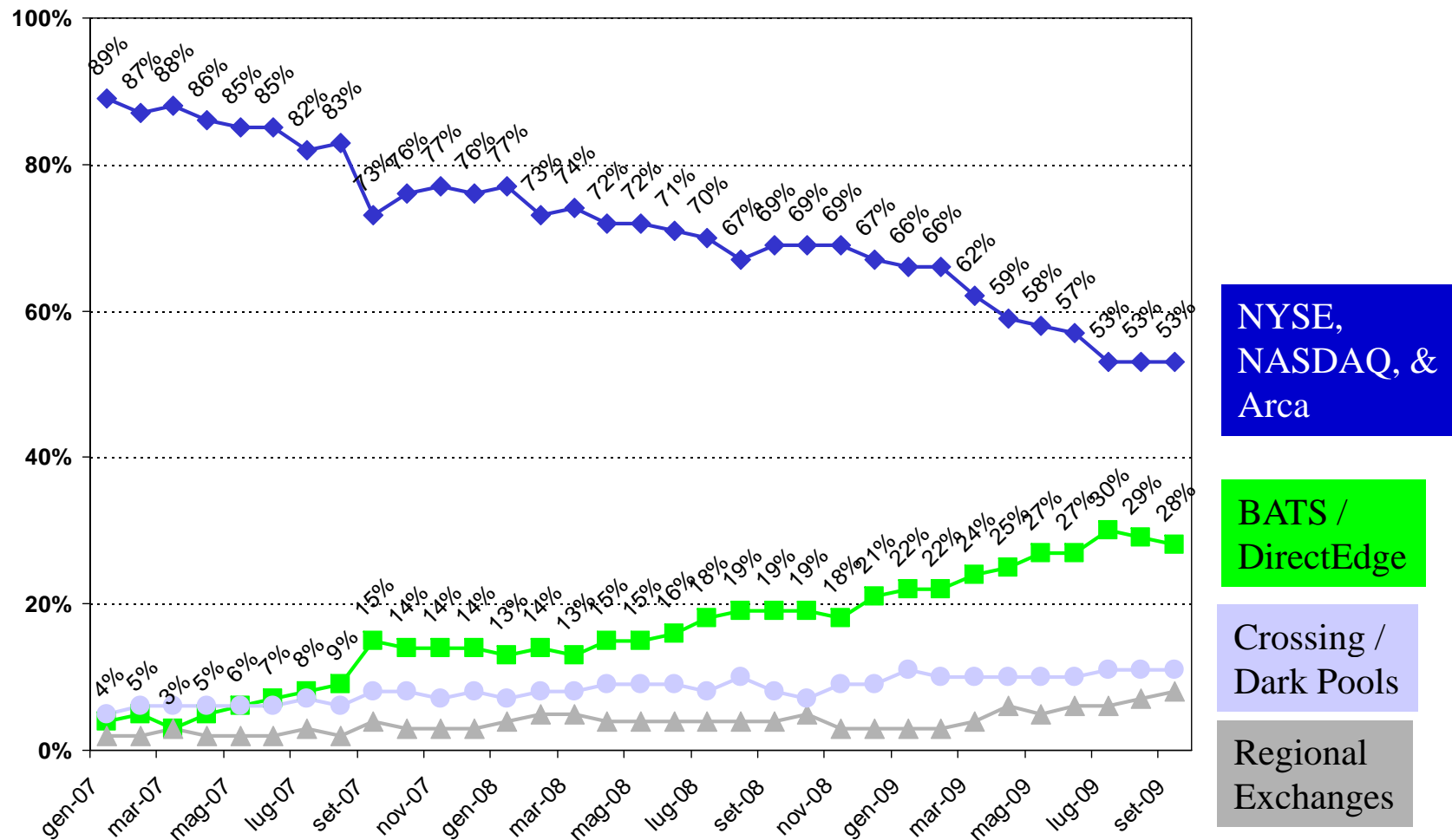
Università Cattolica del Sacro Cuore

- Frammentazione dei mercati
 - Frammentazione è l'altra faccia della competizione
 - Dalla competizione tra ordini alla competizione tra mercati
- Aumento dei volumi e riduzione della trade size
- Strutture commissionali "make-or-take"
 - Retrocessioni per la fornitura di liquidità (limit order)
- Liquidità invisibile e "dark pool"
- Co-location
- Aumento degli ordini e del rapporto ordini/eseguiti
- Trading algoritmico e ad alta frequenza ("high-frequency trading")

La competizione tra trading venues negli USA



Università Cattolica del Sacro Cuore



Fonte: TABB Group LiquidityMatrix™

La competizione tra trading venues in Europa



Università Cattolica del Sacro Cuore

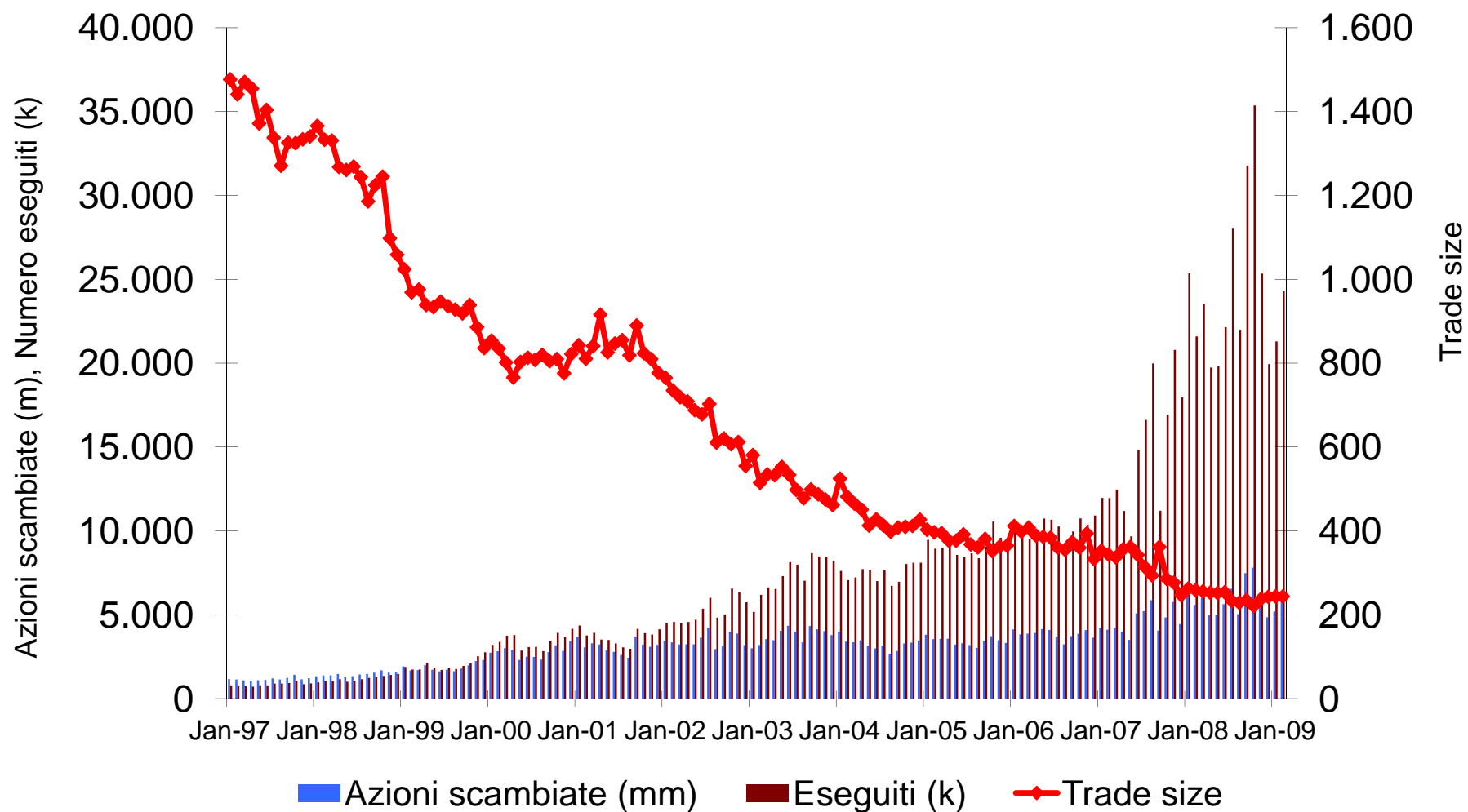
Venue	Value(EUR)	Volume	Trades	Share	
BATS Chi-X CXE	26,864,905,453	2,507,275,740	5,610,329	14.68%	
Deutsche Börse	22,352,927,318	693,869,914	1,333,469	12.21%	
LSE	21,475,674,660	4,139,272,205	2,768,207	11.74%	
Paris	19,807,348,710	931,902,337	2,283,246	10.82%	
Turquoise	17,753,985,107	1,864,247,452	3,819,853	9.70%	
Milan	15,379,890,483	7,053,735,664	1,374,068	8.40%	
Amsterdam	11,992,473,652	555,558,159	804,611	6.55%	
Madrid	11,021,524,171	1,811,249,840	1,233,739	6.02%	
SIX Swiss	8,907,184,200	208,092,682	440,967	4.87%	
BATS Chi-X BXE	8,245,774,969	669,386,428	1,835,152	4.51%	
Stockholm	7,138,224,140	794,248,230	1,016,904	3.90%	
Oslo	2,371,189,950	600,071,797	450,393	1.30%	
Copenhagen	2,261,202,030	120,673,683	313,700	1.24%	
Swiss Exchange	2,010,933,381	98,853,482	210,784	1.10%	
Brussels	1,783,342,322	86,528,262	301,203	0.97%	
Helsinki	1,719,734,010	723,450,253	344,079	0.94%	
Equiduct	924,993,803	106,388,122	147,656	0.51%	
Lisbon	716,534,890	1,618,660,843	134,642	0.39%	

Fonte: Fidessa

Volumi negoziati e dimensione degli eseguiti



Università Cattolica del Sacro Cuore



Fonte: TABB Group and Exchange Data

High-Frequency Trading (I)



Università Cattolica del Sacro Cuore

- Dimensioni del fenomeno: stime non univoche
 - Azionario US: 21% nel 2005, 56% nel 2010, 60-70% nel 2012 (stime Tabb Group)
 - Azionario EU: 39% (WFE e Tabb) o 22% (ESMA) nel 2012
- Fattori che “facilitano” lo sviluppo dell’HFT in un mercato: infrastrutture tecnologiche all’avanguardia, trasparenza e liquidità, strutture commissionali “make-or-take”, tick size ridotti
- Effetti: evidenze empiriche non conclusive
 - Lo sviluppo dell’HFT è coinciso con diversi altri fattori (elevate turbolenza di mercato, cambiamenti regolamentari e strutturali), endogeno rispetto a liquidità e volatilità
 - Strategie eterogenee (market making, arbitraggio, direzionali; 2a generazione: strategic sequential trading, market sentiment da social media...), necessità di distinguere
 - Campioni non selezionati casualmente, analisi di proxy rappresentative di HFT, dati relativi a un intermediario

High-Frequency Trading (II)



Università Cattolica del Sacro Cuore

- Rischi per l'efficienza dei mercati
 - Prezzi e scambi influenzati dalle «make-or-take» fees
 - Liquidità instabile («flash crash» 6 maggio 2010)
- Rischi per l'equità e l'integrità dei mercati
 - La superiore velocità di accesso al mercato crea condizioni discriminatorie
 - Possibilità di manipolazione dei prezzi
- Rischi per la stabilità e l'affidabilità dei mercati
 - Malfunzionamento degli algoritmi (accaduti)
 - Overflow dei sistemi
- Il monitoraggio dei mercati e delle strategie di trading richiede conoscenze e, soprattutto, sistemi tecnologici in grado di gestire una notevole mole di dati («big data»)
 - Ruolo del tick size

Mercati di strumenti derivati



Università Cattolica del Sacro Cuore

- EMIR
 - Compensazione accentrata presso CCP per alcune classi di derivati (clearing obligation)
 - Segnalazione delle negoziazioni (reporting)
 - Attenuazione del rischio per derivati non compensati (tecniche di mitigazione del rischio)
- MIFIR
 - Obbligo di negoziazione (trading obligation) per alcune classi di derivati ricompresi tra quelli soggetti al clearing
- Rischi associati al collateral management
 - L'aumento della collateralizzazione riduce il rischio di controparte nelle transazioni collateralizzate, ma riduce anche l'ammontare di attività disponibili per i crediti non collateralizzati
 - Competizione per l'acquisizione di collateral (trasformazione del collateral, repo)
 - Implicazioni sulla gestione del funding degli intermediari

Liquidità in- e off-market



Università Cattolica del Sacro Cuore

- Oltre alle negoziazioni che avvengono nei mercati, occorre presidiare
 - le interazioni tra scambi in- e off-market (con EMIR+MIFIR: derivati analoghi in- e off-market)
 - la liquidità non visualizzata sui book (undisplayed), che va dagli ordini nascosti ai dark pool
- Anche lo sviluppo delle negoziazioni di prodotti di investimento exchange traded (ETF, ETP, ETC) ha modificato il panorama dei mercati e pone sfide in termini di:
 - Trasparenza
 - Conflitti di interesse
 - Stabilità

Conclusioni



Università Cattolica del Sacro Cuore

- Sfide rilevanti per il monitoraggio degli scambi nei mercati e fuori dai mercati
- Per tenere il passo con gli sviluppi più recenti il monitoraggio del mercati richiederà l'adozione di tecnologie sofisticate e veloci
 - Gestione e analisi di «big data»
 - Interventi real time vs. interventi ex post (sospensioni per eccesso di volatilità)
 - Messa a disposizione di dati al pubblico (ricercatori accademici e analisti del settore) potrebbe facilitare la ricerca sugli effetti
- La regolamentazione di fenomeni i cui effetti non sono identificabili univocamente potrebbe basarsi su «progetti pilota»
 - SEC su tick size e trasparenza corporate bond (TRACE)