



Commissione AIFIRM | Relazione di convalida dei sistemi di negoziazione algoritmica e degli algoritmi di negoziazione

Tavolo tecnico | Cantiere «Processo di autovalutazione e validazione algoritmica» – Perimetro operativo

15 novembre 2019

EXECUTIVE SUMMARY



Il presente documento è volto ad analizzare specifiche operatività degli intermediari che potrebbero rientrare nelle nozioni normative di

- **negoziazione algoritmica**, come descritta dall'articolo 4(1)39 di MiFID II e dall'articolo 18 del Regolamento Delegato 2017/565
- fornitura di accesso elettronico diretto ai propri clienti (**DEA service**), come descritta dall'articolo 4(1)41 di MiFID II e dall'articolo 20 del Regolamento Delegato 2017/565 e pertanto essere assoggettare ai relativi requisiti normativi previsti dal Regolatore



Nelle slide seguenti, saranno rappresentati i seguenti punti:

- **Framework operatività algoritmica**, per individuare le diverse tipologie di operatività di negoziazione algoritmica e clusterizzarle in coerenza con i requisiti normativi
- **Focus su specifiche operatività** per le quali possono sussistere dubbi circa la possibilità di ricomprenderle nel quadro regolamentare della negoziazione algoritmica



L'obiettivo, a seguito di un'approfondita analisi normativa, è quello di delineare delle **linee guida per individuare e clusterizzare l'operatività algoritmica**

FRAMEWORK OPERATIVITÀ ALGORITMICA

CLUSTERIZZAZIONE OPERATIVITÀ ALGORITMICA



SHARING TIME

Quale operatività e quali strategie di negoziazione algoritmica sono state rilevate da parte degli intermediari italiani partecipanti alla presente Commissione ?

Nozione normativa di trading algoritmico

**MiFID II
ARTICOLO 4(1)39**

**RD 2017/565
ARTICOLO 18**

La **negoiazione algoritmica** è definita come «**negoiazione** di strumenti finanziari in cui un **algoritmo informatizzato determina automaticamente i parametri individuali degli ordini**, come ad esempio se avviare l'ordine, i tempi, il prezzo o la quantità dell'ordine o come gestire l'ordine dopo la sua presentazione, **con intervento umano minimo o nullo e non comprende i sistemi utilizzati unicamente per trasmettere ordini** a una o più **sedi** di negoziazione, per **trattare ordini** che **non comportano la determinazione di parametri** di trading, per **confermare ordini** o per **eseguire il trattamento post-negoiazione** delle operazioni eseguite

«... un **sistema** è considerato operare in **assenza** o con un **limitato intervento umano se**, per qualsiasi processo di ordine o di generazione della quotazione o per qualsiasi processo volto a ottimizzare l'esecuzione dell'ordine, **un sistema automatizzato prende le decisioni in qualsiasi fase dell'inizializzazione, della generazione, della trasmissione o dell'esecuzione** degli ordini o delle quotazioni in base a parametri predeterminati.»

Analisi delle piattaforme di negoziazione per individuare gli algoritmi in perimetro della normativa sull'algo trading

Piattaforme di trading proprietarie	L'intermediario ha sviluppato piattaforme di trading proprietarie in cui sono disponibili algoritmi <i>custom</i>	✓
Piattaforme di trading acquistate/esternalizzate	L'intermediario ha acquistato/esternalizzato a terzi lo sviluppo (e la manutenzione) delle piattaforme di trading utilizzate. In tal caso, valutare se le strategie disponibili sono: a) funzionalità standard sviluppate di <i>default</i> dai <i>software provider</i> b) presenti su sorgenti esterne che alimentano la piattaforma di trading (fogli excel, API, user pages) c) meccanismi <i>custom</i> sviluppati dai <i>software provider</i> sulla base delle esigenze dell'intermediario d) meccanismi <i>custom</i> sviluppati dall'intermediario in appositi moduli messi a disposizione dei <i>software provider</i>	✓
Piattaforme di trading offerte dal mercato	L'intermediario per accedere al mercato utilizza la suite fornita dallo stesso in cui vi sono delle strategie di negoziazione algoritmica supportate nativamente	Da Valutare 

FOCUS | REQUEST FOR QUOTE (RFQ)

Nozione normativa di sistema RFQ

POSITION PAPER
CONSOB*

- Un **sistema RFQ** è un «**sistema di negoziazione** che **soddisfa** le seguenti **condizioni**
- 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
 - la **quotazione** è **eseguibile esclusivamente dal** membro o partecipante **richiedente**
 - il **membro** o partecipante **richiedente può concludere** l'operazione, **accettando la quotazione** o le quotazioni fornite in risposta alla sua richiesta

* L'articolo 1(2) del Regolamento Delegato 2017/583 e la Tabella 1 dell'allegato 1 del Regolamento Delegato 2017/587 presentano la stessa definizione di sistema RFQ

Descrizione

Algo

Motivazione

Le **quotazioni fornite in risposta** alle **RFQ** possono essere gestite:

1	Manualmente dai trader	✗	Non è rispettato il requisito del « <i>limitato intervento umano</i> » stabilito per l'attività di negoziazione algoritmica
2	In via automatizzata da parte dei sistemi dell'intermediario ed essere immediatamente applicabili da parte dei membri o partecipanti che hanno presentato la richiesta di quotazione	✓	L'attività viene svolta senza intervento umano e rispetta i requisiti dell'attività di negoziazione algoritmica
3	In via automatizzata da parte dei sistemi dell'intermediario, richiedendo tuttavia un intervento manuale da parte del trader per l'esecuzione della transazione (eventualmente in caso di superamento di determinati importi, sulla base di regole definite dalle stesse sedi di negoziazione tramite il last look)	✗	Non è rispettato il requisito del « <i>limitato intervento umano</i> » stabilito per l'attività di negoziazione algoritmica. Tuttavia, l'intermediario può estendere il proprio <i>framework</i> interno previsto per la negoziazione algoritmica anche a tale operatività

MARKET MAKING E RFQ

- ✓ Avete effettuato la **medesima interpretazione normativa** nella definizione del perimetro ?
- ✓ Avete individuato **altre casistiche** da portare all'attenzione della Commissione ?
- ✓ L'operatività di **Responder a RFQ** è da considerare tra le attività di *market making specialist e/o liquidity providing* ?

Focus | SOR vs AOR

Nozione normativa di SOR

RD 2017/565
CONSIDERANDO 22

TECHNICAL ADVICE
SEZIONE 5(1)24

Q&A ESMA
MKT STRUCTURES

Nella nozione di negoziazione algoritmica sono

- ricompresi gli **Smart Order Router (SOR)** che per ottimizzare i processi di esecuzione degli ordini utilizzano algoritmi che stabiliscono i parametri dell'ordine diversi dalla sede o delle sedi in cui dovrebbe essere presentato
- esclusi gli **Automated Order Router (AOR)** che, sebbene usino algoritmi, determinano solamente la sede o le sedi di negoziazione in cui dovrebbe essere presentato l'ordine senza cambiare alcun altro parametro dell'ordine

I SOR sono algoritmi in grado di suddividere l'ordine iniziale in *child orders* o determinare la tempistica di presentazione dell'ordine iniziale o dei *child orders*. Ad esempio, ricadono nella nozione di SOR gli algoritmi con le seguenti funzionalità: Trigger-contingent, Delayed start time, Trailing stop-loss order e Iceberg.

Non rientra nella definizione di SOR un algoritmo che presenta lo stesso ordine a più sedi di negoziazione senza cambiare alcun altro parametro dell'ordine (inclusa la modifica della *size* dell'ordine dividendolo in più *child order*) con l'obiettivo di eseguire l'ordine su una di esse e cancellare dalle altre sedi gli ordini non eseguiti

	Descrizione	Algo	Motivazione
Motore statico	Motore di esecuzione che prevede la selezione automatica dell'unica sede di negoziazione prevista in funzione di strumento finanziario e caratteristiche dell'ordine	✗	I motori rientrano nella definizione di AOR e sono pertanto esclusi dalla nozione di negoziazione algoritmica, nella misura in cui: ▪ <u>non</u> comportano modifiche ai parametri degli ordini ▪ <u>non</u> prevedono il differimento nel momento della loro trasmissione alle sedi ▪ sono volti unicamente a individuare le sedi su cui eseguire gli ordini (in fase di sottoposizione o a seguito di ricezione dell'ineseguito)
Motore dinamico	Motore di esecuzione che determina la sede sulla base delle condizioni presenti al momento dell'esecuzione sulle sedi raggiunte e dei fattori considerati nella strategia	✗	
Sweeping	Motore con funzionalità che consente alternativamente di: a) gestire le porzioni non eseguite, in parte o nella sua interezza, dell'ordine ritrasmettendolo ad altre sedi b) gestire l'ordine su più sedi in funzione della distribuzione dei prezzi sulle singole sedi, in tale modo si va <i>de facto</i> a colpire un book aggregato composto dalle migliori proposte, in termini di prezzo e quantità, presenti su più mercati	Da valutare	
Volume Participation (VP)	Motore che gestisce ordini di dimensioni significative inviando a mercato più <i>child order</i> calcolati sulla base di una percentuale fissa e predefinita dei volumi scambiati sui mercati	✓	I motori che gestiscono tramite algoritmo gli ordini curando prevedono funzionalità finalizzate a modificare i parametri degli ordini (es. splitting del <i>parent order</i> e timing di invio al mercato dei <i>child order</i>) sono da ricomprendere nella nozione di SOR
Time Weighted Average Price (TWAP)	Motore che <i>splitta</i> un ordine di dimensioni considerevoli in più <i>child order</i> (di dimensione fissa o randomica) che vengono progressivamente inviati al mercato in un dato intervallo temporale	✓	
Volume Weighted Average Price (VWAP)	Motore che <i>splitta</i> un ordine di dimensioni considerevoli in più <i>child order</i> che vengono progressivamente inviati al mercato sulla base di una funzione di distribuzione calcolata su base di dati storici dei volumi di mercato (con l'obiettivo di eseguire gli ordini a un prezzo quanto più possibile vicino al VWAP in un determinato intervallo temporale)	✓	

FOCUS | ACCESSO ELETTRONICO DIRETTO (DEA)

Nozione normativa di DEA

MiFID II
ARTICOLO 4(1)41

RD 2017/565
ARTICOLO 20

Q&A ESMA
MKT STRUCTURES

Il servizio di DEA prevede la presenza di un **accordo** in base al quale un'impresa di investimento consente a una persona di **utilizzare il proprio codice di negoziazione** in modo da trasmettere per via elettronica ordini relativi a uno strumento finanziario direttamente alla sede di negoziazione, compresi gli accordi che implicano la fornitura di qualsiasi sistema di collegamento alla sede

Non deve essere ricompresa nella nozione di DEA la seguente operatività:

- Intermediazione dell'ordine senza che il cliente del servizio possa esercitare **discrezionalità sulla frazione esatta di secondo** dell'inserimento dell'ordine e alla durata dell'ordine in tale lasso di tempo
- Meccanismi di ottimizzazione dei processi di esecuzione degli ordini che stabiliscono parametri dell'ordine (**SOR**) integrati nell'infrastruttura del fornitore del servizio
- Trading on-line (**TOL**)

Sussiste comunque un servizio di DEA anche nel caso si verifichi un **ritardo tra l'invio dell'ordine dal DEA client e il recepimento sul book della sede**, in quanto tale ritardo potrebbe essere ritenuto fisiologico sia per ritardi legati alla latenza di rete sia dal momento che l'ordine deve comunque passare per controlli esplicitamente previsti dal Regolatore per i DEA provider all'interno dell'articolo 20 del Regolamento Delegato 2017/589

Nel documento di Consob «Mappatura delle sedi di negoziazione in Italia dopo l'entrata in vigore di MiFID/MiFIR» di Ottobre 2018 è emersa la **presenza di un solo operatore italiano qualificato come DEA**; di seguito le principali motivazioni considerate dagli intermediari per l'esclusione



PRINCIPALI MOTIVAZIONI PER L'ESCLUSIONE DELL'OPERATIVITÀ DALLA NOZIONE DI DEA

Valutazione qualitative

- Il servizio prestato alla clientela si configura come esecuzione ordini o comunque non sussiste un accordo scritto per il quale è possibile definire come DEA il servizio offerto
- Le infrastrutture di accesso ai mercati sono le stesse utilizzate per i servizi di esecuzione e ricezione e trasmissione di ordini (es. linee condivise)

Valutazione quantitative

- Il servizio di interconnessione offerto, alla luce di analisi statistiche, non permette alla clientela di determinare l'esatta frazione di secondo (intesa come il tempo che intercorre tra la sottoposizione dell'ordine da parte del cliente all'intermediario alla sua trasmissione nei confronti della sede)

BROKER E DEA PROVIDER

- ✓ Avete riscontrato **broker** che si sono **dichiarati DEA Provider** nei vostri confronti ?
- ✓ Nel caso, quale **documentazione** vi è stata richiesta/fornita (questionario *due diligence*, addendum contrattuali, etc.) ?



Deloitte.

