

---

# COMMISSIONE AIFIRM

## RELAZIONE DI CONVALIDA DEI SISTEMI DI NEGOZIAZIONE ALGORITMICA E DEGLI ALGORITMI DI NEGOZIAZIONE

### Tavolo tecnico | Market abuse e sistema di sorveglianza automatizzato

---

<b>OBIETTIVI</b>	Approfondire i requisiti normativi e le relative attività di adeguamento per il sistema automatizzato di sorveglianza per l'individuazione delle manipolazioni di mercato, previsto ai sensi dell'articolo 13 del Regolamento Delegato 2017/589	
<b>INCONTRO 1</b>	25 novembre 2019	12:00 – 13:00
<b>INCONTRO 2</b>	29 novembre 2019	14.30 – 15.30

---

### Indice

1. Obiettivi dell'incontro .....	2
2. Evidenze emerse .....	2
2.1 Operatività di market making .....	2
2.2 Sistema automatizzato di sorveglianza .....	3
2.3 Esiti delle verifiche annuali sul sistema automatizzato.....	4

## 1. OBIETTIVI DELL'INCONTRO

Sono stati oggetto di approfondimento i presidi richiesti dalla normativa con l'obiettivo di garantire che i sistemi di negoziazione non possano essere utilizzati, dall'intermediario o dai suoi clienti, per finalità contrarie alla normativa sul market *abuse*.

Nello specifico, nel corso degli incontri sono stati analizzati:

- la normativa applicabile, con focus sugli aspetti che potrebbero comportare possibili dubbi interpretativi legati alla contemporanea presenza di due distinti *framework* normativi;
- le soluzioni informatiche adottate dagli intermediari, con particolare riferimento al sistema di sorveglianza automatizzato richiesto dalla normativa;
- le modalità operative e le responsabilità assegnate dagli intermediari per la raccolta e il conseguente invio a Consob degli esiti delle verifiche annuali effettuate sul sistema automatizzato di sorveglianza.

Si fa rimando alla presentazione "**AIFIRM\_Commissione Algotrading\_Market abuse**" per maggiori dettagli su quanto illustrato nel corso dell'incontro e al Paragrafo "**Evidenze emerse**" per la sintesi di quanto rappresentato da parte degli intermediari.

## 2. EVIDENZE EMERSE

### 2.1 OPERATIVITÀ DI MARKET MAKING

#### *Incontro 1*

Dopo avere ripercorso gli obiettivi della norma, riepilogati all'interno della presentazione illustrata nel corso dell'incontro, è stato affrontato il tema della ricomprensione dell'operatività di *market making* nel perimetro delle attività di monitoraggio effettuate per "*garantire che i sistemi di negoziazione non possano essere utilizzati per finalità contrarie al Regolamento 596/2014*".

A tale proposito, è stato innanzitutto ripercorsa la diversa impostazione adottata dalla normativa di riferimento, nello specifico:

- **MIFID II**, fa esplicito riferimento, oltre che alle operazioni effettuate (eseguiti), più in generale anche a tutti gli ordini inviati alle sedi di negoziazione, ricomprendendo per estensione (come più volte argomentato fin dal Technical Advice) anche le quote (non eseguite);
- **MAD II/MAR**, che "*si applica a qualsiasi operazione, ordine di compravendita o condotta relativi agli strumenti finanziari [...] indipendentemente dal fatto che tale operazione, ordine di compravendita o condotta avvenga in una sede di negoziazione*". Non sono pertanto menzionate esplicitamente le quote (non eseguite), fatto salvo riconoscere in maniera esplicita la legittimità dell'operatività di *market making* e al contempo richiamare direttamente attività illecite che possono essere condotte, quali ad esempio il *front running*.

Sulla base del complessivo quadro normativo è stato, infine, condiviso che l'operatività di *market making* può potenzialmente comportare situazioni di abuso di mercato – seppure nella pratica soprattutto nazionale in maniera estremamente poco diffusa – e pertanto che l'intermediario è tenuto a valutarne la conformità normativa, ma che tale valutazione può essere effettuata attraverso:

- analisi "a priori", senza ricomprendere tale operatività nel perimetro del sistema di sorveglianza automatizzato. A tale proposito, è stato evidenziato che gli intermediari hanno talvolta ritenuto adeguati i presidi già adottati per tale operatività, con riferimento ad esempio sia ai filtri di negoziazione sia alle attività di monitoraggio real-time dagli operatori e/o di controllo post-trade da parte delle funzioni di controllo;
- sistema di sorveglianza automatizzato, che viene alimentato anche con tale operatività. A tale scopo, si evidenzia come gli intermediari, sempre in funzione di natura, dimensione e complessità della propria operatività, possano valutare se prevedere l'adozione di meccanismi e/o controlli dedicati atti a rilevare, specificatamente per l'operatività di *market making*, la presenza di situazioni di abuso di mercato (con l'obiettivo di minimizzare falsi positivi e falsi negativi).

Si evidenzia, infine, come la pervasività del presidio adottato per l'operatività di *market making* (i.e. a priori o tramite sistema di *detection*) dipenda, anche in questo caso, soprattutto da natura, dimensione e complessità dell'operatività svolta dell'intermediario, tenendo ovviamente in adeguata considerazione i costi/benefici legati alla raccolta e successiva elaborazione da parte di un sistema informatico di un elevatissimo quantitativo di dati (come quello generato da attività di *market making*).

## 2.2 SISTEMA AUTOMATIZZATO DI SORVEGLIANZA

### Incontro 1

Stante il fatto che gli intermediari e soprattutto i relativi fornitori informatici hanno già da diversi anni consolidato le proprie soluzioni per rispondere ai requisiti della normativa MAD II/MAR, per MiFID II è stato sostanzialmente effettuato un *enhancement* di tali soluzioni.

Nello specifico, tenuto anche conto di quanto rappresentato nel paragrafo precedente, le soluzioni adottate per MiFID II da parte degli intermediari presentano ad oggi le seguenti caratteristiche:

- sistema di *detection* che consente la produzione e analisi dell'operatività entro il giorno successivo (inizio o fine giornata), ancorché possono sussistere situazioni in cui – intervenendo anche ulteriori applicativi per affinare gli *alert* prodotti – le tempistiche potrebbero superare l'orizzonte temporale comunicato dal Regolatore;
- alimentazione del sistema automatizzato di sorveglianza con tutte le transazioni effettuate (a fronte di tutte le tipologie di operatività) e gli ordini immessi a mercato; con riferimento alle quote non eseguite, le stesse sono ricomprese da quegli intermediari che, alla luce della natura, della dimensione e della complessità della propria operatività, ritengano necessario un maggiore presidio dell'attività di *market making*;
- i meccanismi di controllo adottati (ivi inclusi gli algoritmi di controllo sviluppati) non sono distinti per tipologia di operatività (conto proprio vs conto terzi, operatività algoritmica e non) così come gli *alert* generati, che sono poi analizzati manualmente dalla struttura organizzativa incaricata;
- alcuni sistemi riescono a consentire una ricostruzione puntuale del *deal* che ha portato alla generazione dell'*alert*, fino a individuare il singolo trader/algoritmo che ha trasmesso il messaggio.

## **Incontro 2**

È stato evidenziato dagli intermediari come la completezza, la correttezza e la tempestività degli *alert* generati dal sistema automatizzato di sorveglianza siano un aspetto cruciale per un'efficace attività di sorveglianza delle possibili situazioni di abuso di mercato; tuttavia è stato rappresentato che:

- tale attività di monitoraggio comporta la raccolta ed elaborazione di un'elevata quantità di dati, soprattutto nel caso in cui si ricomprenda anche l'operatività di *market making*;
- per affinare le analisi, minimizzando situazioni di falsi positivi e falsi negativi, possono essere coinvolti anche più applicativi che da un lato migliorano la qualità dell'*alert* prodotto ma che dall'altro allungano le tempistiche di produzione dello stesso.

Ad ogni modo, tale aspetto è opportunamente presidiato dagli intermediari attraverso le verifiche effettuate sia dalle funzioni di controllo interno nell'ambito svolgimento delle proprie attività sia della struttura organizzativa responsabile del riesame annuale del sistema automatizzato di sorveglianza i cui esiti devono essere trasmessi a Consob (cfr. paragrafo "*Esiti delle verifiche annuali sul sistema automatizzato*").

### **2.3 ESITI DELLE VERIFICHE ANNUALI SUL SISTEMA AUTOMATIZZATO**

## **Incontro 2**

In aggiunta alla Relazione di convalida, redatta dall'intermediario ai sensi dell'articolo 9 del Regolamento Delegato 2017/589 e trasmessa a Consob ai sensi dell'articolo 49(2)a del Regolamento Mercati, la normativa comunitaria e nazionale richiede sempre con frequenza annuale di:

- effettuare un riesame del sistema automatizzato di sorveglianza ai sensi dell'articolo 13(6) del Regolamento Delegato 2017/589, da trasmettere a Consob ai sensi dell'articolo 49(2)b del Regolamento Mercati;
- effettuare un riesame e sottoporre a prove i meccanismi di continuità operativa ai sensi dell'articolo 14(4) del Regolamento Delegato 2017/589, da trasmettere a Consob ai sensi dell'articolo 49(2)b del Regolamento Mercati.

Con particolare al sistema automatizzato di sorveglianza (ma per tale riflessione estendibile anche ai meccanismi di continuità operativa), è stato evidenziato come la normativa nazionale si limita ad esplicitare unicamente la struttura responsabile della trasmissione a Consob, mentre la normativa comunitaria preveda alcuna indicazione in merito alla struttura organizzativa responsabile del riesame annuale (come invece previsto per il processo di autovalutazione e convalida, esplicitamente attribuito alla funzione di Risk Management).

Per tale ragione, ciascun intermediario ha provveduto a individuare in autonomia una struttura organizzativa responsabile della raccolta delle evidenze e definizione degli esiti nel processo di riesame annuale, nello specifico:

- la funzione di Compliance, in modo particolare la struttura organizzativa che si occupa di Market Abuse;
- la funzione di Internal Audit;

- Organizzazione, opportunamente coadiuvata dalle altre strutture organizzative coinvolte.

È stato, pertanto, affrontato il tema dell'indipendenza da garantire tra la struttura organizzativa responsabile di:

- i processi atti a impedire situazioni di abuso di mercato (Compliance);
- il riesame annuale del sistema automatizzato di sorveglianza.

A tale proposito, gli intermediari hanno adottato due soluzioni alternative:

- coinvolgere la funzione di Internal Audit nel processo di riesame attraverso la sottoposizione delle evidenze prima della trasmissione a Consob;
- attribuire direttamente la responsabilità alla funzione di controllo di terzo livello.

Con riferimento alle analisi effettuate e ai relativi esiti prodotti, gli intermediari hanno considerato principalmente i seguenti controlli e relative evidenze (tutti o parte di esse):

- analisi statistica dei falsi positivi;
- analisi puntuale delle possibili situazioni di abuso di mercato rappresentate da soggetti terzi (es. Regolatore, Sedi di negoziazione), per verificare la loro corretta *detection* da parte del sistema automatizzato di sorveglianza;
- controlli su efficace parametrizzazione del sistema automatizzato;
- analisi sul processo, dalla *detection* sino alla gestione dell'*alert* da parte delle diverse funzioni organizzative coinvolte.

Inoltre, sono state individuate le seguenti modalità alternative di produzione e trasmissione a Consob degli esiti delle verifiche sul sistema automatizzato di sorveglianza:

- produzione nell'ambito del medesimo processo di autovalutazione effettuato anch'esso con frequenza annuale e conseguente invio in Allegato alla Relazione di convalida;
- predisposizione con processo dedicato e conseguente invio separato rispetto alla relazione di convalida.

Infine, è stato evidenziato come la scelta della struttura organizzativa *owner*, le attività di analisi svolte e le modalità di produzione e trasmissione degli esiti siano tra loro estremamente correlate e da considerare congiuntamente da parte dell'intermediario nella scelta della propria soluzione target, sempre a completamento di riflessioni che partono dalla natura, dimensione e complessità della propria operatività.