

L'ESMA TRACCIA IL PERIMETRO DELLE SEDI DI NEGOZIAZIONE

L'ESMA, l'autorità di regolamentazione e vigilanza dei mercati finanziari dell'UE, lo scorso 2 febbraio 2023 ha pubblicato la propria relazione finale (la "**Relazione**") sul parere relativo al perimetro delle sedi di negoziazione (il "**Parere**") che era stato posto in consultazione nel 2022.

Obiettivo dell'Autorità è fornire indicazioni sulle caratteristiche che qualificano sistemi e strutture come "multilaterali" e impongono agli stessi di essere autorizzati come "sede di negoziazione".

Le modifiche della Direttiva 2014/65/UE ("**MiFID II**") e la continua innovazione dei mercati finanziari hanno, infatti, portato ad interpretazioni diverse circa la necessità di autorizzare un sistema come sede di negoziazione, diversità che l'Autorità intende armonizzare.

Dopo aver riepilogato le diverse definizioni di sedi di negoziazione fornite nella MiFID II (cfr. articolo 4, paragrafo 1, n. 21 "mercato regolamentato", n. 22 "sistema multilaterale di negoziazione", n. 23 "sistema organizzato di negoziazione", n. 24 "sede di negoziazione"), l'Autorità esamina gli elementi che qualificano un sistema come multilaterale per poi approfondire alcune fattispecie di più difficile inquadramento.

Viene innanzitutto evidenziato che quanto previsto all'articolo 1, paragrafo 7 della MiFID II¹ comporta l'obbligo per qualsiasi sistema multilaterale di richiedere l'autorizzazione come sede di negoziazione. Ciò implica che, ai sensi della MiFID II, per stabilire se è necessario essere autorizzati come sede di negoziazione occorre stabilire se un sistema/una struttura è considerato multilaterale; una volta identificato come multilaterale, dovrà necessariamente essere autorizzato come sede di negoziazione.

La combinazione tra l'obbligo imposto dall'articolo 1, paragrafo 7 della MiFID II e la definizione di "sistema multilaterale", di cui all'articolo 4, paragrafo 1, n. 19, della MiFID II², mira a garantire che la negoziazione di strumenti finanziari sia effettuata sempre in sedi organizzate.

¹ **Direttiva 2014/65/UE, Articolo 1 – Ambito di applicazione**

"[...] 7. Tutti i sistemi multilaterali per strumenti finanziari strutturati operano in conformità delle disposizioni del titolo II per quanto riguarda i sistemi multilaterali di negoziazione e per i sistemi organizzati di negoziazione o delle disposizioni del titolo III per quanto riguarda i mercati regolamentati. [...]"

² **Direttiva 2014/65/UE, Articolo 4 - Definizioni**

"1. Ai fini della presente direttiva, si applicano le seguenti definizioni: [...]"

19) «sistema multilaterale»: un sistema o meccanismo che consente l'interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari"

L'inquadramento di un sistema come "sistema multilaterale" dipende dal verificarsi quattro requisiti cumulativi, individuati a partire dalla definizione fornita nella MiFID II:

- a) deve trattarsi di un sistema o di una struttura;
- b) devono esistere molteplici interessi di acquisto e di vendita di terzi;
- c) questi interessi di negoziazione sono in grado di interagire;
- d) gli interessi di negoziazione devono riguardare strumenti finanziari.

Di seguito si riportano le principali considerazioni elaborate dall'ESMA sui 4 requisiti, anche in considerazione delle opinioni degli operatori di mercato pervenute durante la consultazione sul Parere, che analizzano i diversi aspetti/criteri che dovrebbero essere presi in considerazione per stabilire se un sistema o una struttura debbano essere classificate come sistema multilaterale.

a) Sistema o struttura

- un sistema, nel contesto della definizione di sistemi multilaterali, deve essere inteso come un insieme di regole (accordi contrattuali o procedure *standard*), alle quali i partecipanti devono attenersi, che disciplinano le modalità di interazione degli interessi di negoziazione di terzi relativi a strumenti finanziari e modellano e facilitano l'interazione tra tali interessi. Tuttavia, il semplice fatto di essere un sistema non implica che il sistema sia multilaterale, l'essere o meno multilaterale dipenderà dal verificarsi anche degli altri tre requisiti;
- il tipo di tecnologia utilizzata o il fatto che si tratti o meno di un sistema automatizzato non determina se si tratti di un "sistema". È la modalità di funzionamento del sistema che è fondamentale per valutare se l'attività debba richiedere un'autorizzazione;
- i sistemi di comunicazione di uso generale non rientrano nella definizione di sistemi multilaterali in quanto, nonostante essi consentano la comunicazione degli interessi di negoziazione, non sono disciplinati da regole che facilitino l'interazione di tali interessi;
- va distinta la posizione del fornitore di software rispetto a quella dell'operatore di software. Se è l'impresa di investimento a stabilire le regole di interazione e si limita a utilizzare il fornitore di software come outsourcing delle capacità informatiche, il fornitore di software non rientra nell'ambito della definizione di sistema multilaterale;
- un sistema multilaterale non deve necessariamente essere un unico sistema (informatico), può essere costituito da una combinazione di sistemi, regole e/o accordi che insieme soddisfano i quattro criteri di un sistema multilaterale.

b) Molteplici interessi di acquisto e vendita da parte di terzi

L'ESMA ha adottato un approccio estensivo nella valutazione del secondo requisito:

- il termine "terzi" si riferisce a persone diverse dall'operatore del sistema, che non sono direttamente collegate tra loro e sono riunite in una transazione;

-
- il termine "multiplo" si riferisce al sistema che consente a vari interessi di negoziazione di interagire nello stesso sistema o struttura;
 - anche i sistemi in cui interagiscono solo due interessi di negoziazione possono rientrare nel campo di applicazione della definizione di sistema multilaterale se sono disciplinati da regole di un operatore terzo, persino un sistema a singolo negoziatore può rientrare nell'ambito della definizione purché sia gestito da una persona diversa dal negoziatore;
 - viceversa, non è multilaterale un sistema in cui l'interazione avviene solo tra due controparti, senza coinvolgimento di terzi (es. piattaforme degli internalizzatori sistematici);
 - tuttavia, l'ESMA non ha fornito chiarimenti sulla distinzione tra questa tipologia di intermediazione e il servizio di ricezione e trasmissione di ordini (RTO), nonostante la questione fosse stata sollevata da più operatori nell'ambito della consultazione, e si è limitata ad assicurare che valuterà se ulteriori chiarimenti saranno necessari in futuro sul punto.

c) Interazione tra interessi di scambio

- affinché vi sia "interazione" un sistema deve consentire, non solo la comunicazione dei diversi interessi di negoziazione, ma anche la possibilità per i membri di agire su tali interessi di negoziazione e abbinare, organizzare e/o negoziare i termini essenziali della transazione al fine di negoziare gli strumenti finanziari;
- l'interazione richiede che il sistema contenga regole che riguardano l'abbinamento, l'organizzazione e/o la negoziazione degli interessi di negoziazione;
- un sistema che si limita a visualizzare gli interessi di negoziazione di terzi che sono instradati e soggetti all'esecuzione secondo le regole della sede di negoziazione pertinente, non dovrebbe essere considerato un sistema multilaterale, di conseguenza le bacheche, la pubblicità generale e/o l'aggregazione di interessi di negoziazione, difettando della possibilità di "reagire" per gli utenti, non dovrebbero qualificarsi come sistemi multilaterali;
- tra i requisiti per identificare un sistema multilaterale non è compresa la conclusione di un contratto, occorre semplicemente che gli interessi di negoziazione possano interagire all'interno del sistema (pertanto dovrà essere autorizzato anche il sistema in cui viene effettuata solo una preorganizzazione di una transazione mentre gli ulteriori dettagli contrattuali vengono concordati altrove, cfr. "sistemi che preorganizzano le transazioni").

d) Strumenti finanziari

- l'interazione degli interessi di negoziazione dei terzi che comprano e vendono deve avere ad oggetto strumenti finanziari che, ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, n. 15 della MiFID II, sono quelli individuati nella Sezione C dell'Allegato I della MiFID II;

-
- se un asset crittografico rientra nell'ambito della definizione di strumento finanziario, rientra anche nell'ambito di applicazione della normativa sui sistemi multilaterali.

Completata la disamina dei requisiti dei sistemi multilaterali, l'ESMA analizza alcuni casi specifici in cui l'applicazione del quadro normativo dell'UE può essere difficile da determinare:

1. i *technology providers*
2. i sistemi di negoziazione basati sulla richiesta di quotazione ("RFQ") e
3. i sistemi che preorganizzano le transazioni.

1. Technology providers

Con il progredire dell'innovazione tecnologica, sono aumentate le soluzioni innovative che facilitano la comunicazione e l'accesso alle varie fonti di interessi di negoziazione. Talvolta la linea di demarcazione tra i semplici strumenti di comunicazione e gli accordi che potrebbero di fatto costituire sistemi multilaterali è difficile da individuare. Nella Relazione vengono prese in considerazione alcune fattispecie con le relative specificità che possono influire sulla categorizzazione di tali sistemi, ma è sempre necessaria una valutazione caso per caso.

Come già evidenziato sopra, le strutture in cui non vi è una vera e propria esecuzione o organizzazione delle negoziazioni non dovrebbero richiedere l'autorizzazione come sede di negoziazione. Se una piattaforma si limita a fornire dati sui prezzi o altri strumenti utilizzati per prendere decisioni di trading, non dovrebbe necessitare di un'autorizzazione come sede di negoziazione. Viceversa, ove la piattaforma consenta una reale interazione tra gli utenti (es. includendo un pulsante o fornendo la possibilità di comunicare) con cui l'intenzione di effettuare un'operazione possa essere confermata nel sistema si avrà un sistema multilaterale.

L'ESMA, partendo da quanto già definito nella relazione finale sul funzionamento dei sistemi organizzati di negoziazione, ha ribadito gli elementi che devono sussistere perché un sistema sia identificato come un sistema di tipo "bacheca" e non necessiti dell'autorizzazione:

- a. il sistema di tipo "bacheca" è un'interfaccia che si limita ad aggregare e trasmettere gli interessi di acquisto e di vendita di strumenti finanziari, di conseguenza i "puri strumenti di comunicazione" non rientrano nell'ambito della definizione di sistema multilaterale;
- b. il sistema di tipo "bacheca" non consente la comunicazione o la negoziazione tra le parti pubblicitarie; viceversa, i sistemi con funzionalità più avanzate (es. la facilitazione delle "reazioni" agli interessi di negoziazione e la fornitura dei mezzi per negoziare le transazioni) posseggono i requisiti dei sistemi multilaterali;
- c. il sistema di tipo "bacheca" non dà la possibilità di esecuzione o l'incontro di interessi di acquisto e di vendita nel sistema, a tal proposito la mera connessione tra una bacheca e una sede di esecuzione non rientra nell'ambito della definizione di sistema multilaterale a condizione che (i) non preveda regole per l'interazione degli interessi di negoziazione e (ii) non consenta ai partecipanti di concordare le operazioni all'interno del sistema stesso.

Rientrano nell'ambito dei fornitori di tecnologia anche i sistemi di gestione degli ordini ("OMS") e i sistemi di gestione dell'esecuzione ("EMS") che consentono alle imprese, rispettivamente, di gestire internamente gli ordini e le esecuzioni con maggiore efficacia.

Per capire se un sistema rientra nella definizione di sistemi multilaterali è fondamentale capire cosa il sistema in questione consente agli utenti di fare, indipendentemente dal modo in cui un sistema si classifica, sia che si tratti di un EMS, di un RFQ o di altro. Le indicazioni dell'ESMA sul punto possono essere così riassunte:

- l'Autorità non intende includere nel perimetro dei sistemi multilaterali i sistemi che forniscono servizi di pura connettività tra le imprese di investimento e le sedi di esecuzione;
- un EMS che si limita a fornire l'instradamento degli ordini, senza che una terza parte prescriva le regole per questa interazione, non dovrebbe essere considerato un sistema multilaterale. Tuttavia, i sistemi che presentano caratteristiche aggiuntive potrebbero qualificarsi come sistemi multilaterale;
- un EMS che consenta alle imprese di raccogliere quotazioni multiple da più fonti e in cui questi interessi di negoziazione possano interagire con altri interessi all'interno del sistema potrebbe essere considerato, a seconda delle specificità, un sistema multilaterale;
- se il "fornitore di software" ha stabilito o incorporato le regole che disciplinano l'interazione degli interessi di negoziazione, piuttosto che lasciare che le imprese di investimento che utilizzano il software in questione stabiliscano le proprie regole, è il fornitore di software che sta gestendo il sistema multilaterale.

2. Sistemi di negoziazione basati sulla richiesta di quotazione (RFQ)

I sistemi RFQ sono descritti sia nel Regolamento delegato (UE) n. 2017/587 (RTS 1) che nel Regolamento delegato (UE) n. 2017/583 (RTS 2)³ come sistemi di negoziazione che necessitano pertanto della relativa autorizzazione. Infatti, anche se le richieste e le risposte di un RFQ sono inviate individualmente dai partecipanti, ogni membro può interagire con più negoziatori, ossia vi può essere un'interazione degli interessi di negoziazione di più controparti e di conseguenza risultano integrati i requisiti della definizione di sistema multilaterale. Tale conclusione non muta anche in caso di sistemi che prevedono una funzionalità RFQ-to-one.

Tutti i sistemi gestiti da un operatore indipendente dai partecipanti al sistema (lato acquisto e lato vendita) che consentono a più interessi di negoziazione di interagire, anche ove vi sia un solo fornitore di liquidità, possono essere considerati sistemi multilaterali, in quanto è l'operatore terzo a stabilire le regole del sistema e a definire le modalità di interazione tra il fornitore di liquidità e gli altri partecipanti al sistema. Al contrario, se fosse l'impresa di investimento a stabilire le regole che disciplinano l'interazione bilaterale (ossia ove l'impresa di investimento agisse come gestore), non si tratterebbe di un sistema multilaterale. Il semplice utilizzo di un sistema di terzi, ad esempio sulla base dell'outsourcing della parte informatica, non

³ Allegato I del Regolamento delegato (UE) n. 2017/587 e Allegato I del Regolamento delegato (UE) n. 2017/583: Sistema di negoziazione basato sulla richiesta di quotazione (request for quote): "un sistema di negoziazione in cui vengono fornite una o più quotazioni in risposta ad una richiesta di quotazione presentata da uno o più membri o partecipanti.[...]"

farebbe automaticamente sì che il sistema soddisfi i criteri di un sistema multilaterale.

3. Sistemi che preorganizzano le transazioni

L'ESMA analizza poi la fattispecie dei sistemi che "preorganizzano" le operazioni che vengono poi formalizzate in una sede di negoziazione (già in precedenza era stato chiarito che un'operazione non può essere conclusa su più di una sede di negoziazione contemporaneamente).

Si ritiene possibile effettuare attività di preorganizzazione delle operazioni in modo multilaterale, senza bisogno dell'autorizzazione come sede di negoziazione, al ricorrere di due condizioni:

- che tutte le operazioni organizzate attraverso il sistema o la struttura siano formalizzate in una sede di negoziazione;
- che l'operazione benefici di un'esenzione dalla trasparenza pre-negoziazione nella sede di negoziazione in cui sarà formalizzata.

Tuttavia, se anche solo un piccolo numero di transazioni viene formalizzato OTC, il sistema di preorganizzazione dovrà richiedere l'autorizzazione come sede di negoziazione.

In ogni caso, l'ESMA ritiene che qualsiasi sistema di preorganizzazione debba essere autorizzato come impresa di investimento ai sensi della MiFID II, in quanto fornisce un servizio di investimento ai clienti. Inoltre, tali imprese di preorganizzazione dovrebbero stipulare accordi appositi con la sede di negoziazione per garantire un'adeguata supervisione (nella Relazione, l'ESMA esamina alcuni casi pratici e valuta come dovrebbero essere implementati gli accordi).

L'ESMA sottolinea infine che spetta al sistema di preorganizzazione l'onere di garantire che tutte le operazioni siano da ultimo formalizzate in una sede di negoziazione. Tuttavia, le sedi di negoziazione devono a loro volta garantire che tutte le transazioni formalizzate nella loro sede siano effettuate in conformità alle regole della sede di negoziazione e devono pertanto istituire sistemi idonei a rilevare eventuali tentativi di elusione della normativa.

DISCLAIMER

Il presente *Client Alert* ha il solo scopo di fornire informazioni di carattere generale. Di conseguenza, non costituisce un parere legale né può in alcun modo considerarsi come sostitutivo di una consulenza legale specifica.

Paolo Iemma, Partner
Piazza dei Caprettari, 70
00186 Roma IT
Email: paolo.iemma@grplex.com

Roberta Talone, Junior Associate
Piazza dei Caprettari, 70
00186 Roma IT
Email: roberta.talone@grplex.com