

Spett.le  
**Borsa Italiana - LSEG**  
Piazza degli Affari, 6  
20123, Milano  
email: regulation&posttrading@lseg.com

Milano, 11 giugno 2018

**COMMENTI AL DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE INERENTE LE MODIFICHE AL  
REGOLAMENTO DEL MERCATO SEDEX E LE ISTRUZIONI AL REGOLAMENTO  
DEI MERCATI**

**PREMESSA**

L'ACEPI accoglie con grande favore l'opportunità offerta da Borsa Italiana di formulare le proprie osservazioni in merito alle modifiche ai regolamenti in oggetto, già sottoposti a precedente consultazione in via preliminare all'avvio del nuovo sistema multilaterale di negoziazione dedicato agli strumenti finanziari cartolarizzati.

In un'ottica di semplificazione dell'operatività quotidiana degli operatori e di riduzione dei costi ed oneri a carico di questi ultimi, ACEPI auspica che tale consultazione possa rappresentare il primo di altri interventi regolamentari volti ad introdurre regole di mercato sempre più chiare e trasparenti nell'ottica di tutelare l'interesse degli investitori e scoraggiare pratiche di arbitraggio da parte di operatori professionali a scapito di questi ultimi.

In relazione alla consultazione in oggetto, si sottopongono le seguenti specifiche osservazioni:

\* \* \*

**1. Modifica delle istruzioni al regolamento dei mercati**

In linea generale, ACEPI accoglie con favore l'eliminazione dei termini di durata minima e di preavviso attualmente in vigore per gli Operatori Market Maker Mifid2, Operatori Specialisti e Market Maker Volontari, così come contenuto nelle modifiche agli articoli IA. 4.4.1, 4.4.3, 6.4.1, 6.4.2, 7.4.3 e 8.3.1.

Tuttavia, si ritiene che l'approccio proposto, secondo il quale la cessazione degli obblighi di market making avvenga su richiesta dell'operatore a decorrere dalla data comunicata da Borsa Italiana, richieda anche l'imposizione di un termine massimo per quest'ultima comunicazione effettuata da Borsa Italiana.

Al riguardo, per il market maker volontario, la previsione dell'articolo IA.8.3.1 paragrafo 6, introduce già il termine di 30 giorni in capo a Borsa Italiana per la comunicazione della data di cessazione degli obblighi. Tale termine si ritiene altresì mutuabile anche per le altre tipologie di operatore market maker e le rispettive comunicazioni effettuate da Borsa Italiana circa la cessazione degli obblighi.

## **2. Liquidazione dei contratti su base netta**

La proposta di introdurre un nuovo modello operativo di liquidazione su base netta dei contratti conclusi sul mercato, seppure ancora in fase preliminare, è accolta favorevolmente da ACEPI, che ritiene tale intervento un ulteriore passo nella direzione di un miglior funzionamento ed una maggiore trasparenza del mercato SeDeX.

In particolare, si ritiene di estrema importanza la portata di un intervento in tema di compensazione, garanzia e liquidazione dei contratti per il potenziale impatto sui costi di regolamento degli intermediari e, a tal fine, si auspica che, Borsa Italiana e Monte Titoli, nelle more della revisione dei processi post trading possano preservare l'auspicato profilo di efficienza per gli intermediari e in generale per il mercato SeDeX.

## **3. Regole di cancellazione degli errori e circuit breaker**

Sebbene l'attuale consultazione non abbia ad oggetto le regole di cancellazione degli errori e la gestione dei circuit breaker, ACEPI coglie l'occasione per ribadire quanto già sostenuto in occasione della precedente consultazione circa l'avvio del nuovo sistema multilaterale di negoziazione.

Al riguardo, si ritiene estremamente attuale ed opportuna la revisione delle attuali regole di cancellazione degli errori in un'ottica di rafforzamento della protezione dell'investitore individuale ed al fine di snellire e rendere più efficiente il funzionamento del mercato.

Tale obiettivo di protezione dell'investitore, infatti, si raggiunge tramite l'esistenza di un mercato efficiente in ogni circostanza, comprese le ipotesi di cancellazione degli errori nella formazione del prezzo degli strumenti finanziari quotati. A tal fine, un sistema efficiente di cancellazione degli errori consentirebbe ai market maker di ampliare i volumi di quotazione e ridurre gli spread bid/ask a beneficio degli investitori finali.

Il regime attuale non appare del tutto adeguato in quanto rende particolarmente difficile la cancellazione delle proposte di prezzo, anche in caso di errori evidenti, oltre ad essere disallineato

rispetto alle regole vigenti in altri mercati europei di negoziazione di strumenti finanziari derivati cartolarizzati.

Al riguardo le tabelle 1 e 2 illustrano le principali differenze.

**Tabella 1**

SPAGNA	GERMANIA	SVEZIA	PAESI BASSI
<b>Regole di cancellazione</b>			
<p>Richiesta entro un'ora e sempre prima della chiusura del mercato.</p> <p>Valorizzazione ad un prezzo pari a:</p> <p>a) ultima transazione 10 minuti prima dell'errore,</p> <p>b) media valutazioni di 3 membri esperti del segmento,</p> <p>c) valutazione del dipartimento di supervisione tramite strumenti comparabili.</p> <p>Preferenza per il punto b</p>	<p>Richiesta entro due ore.</p> <p>Cancellazione se il prezzo non è in linea con il mercato: errore tecnico, prezzo "evidentemente" non in linea con il mercato, prezzo basato su un prezzo del sottostante poi corretto ufficialmente da un'autorità. Una specificazione errata della quantità non rileva ai fini della cancellazione.</p> <p>Decisione in capo al Management Board dell'Exchange, previa consultazione delle parti, e con possibile consultazione di (3) esperti. Criteri: media degli ultimi 3 prezzi, Time Weighted Mean di 3 quote indicative di specialisti, altri.</p> <p>Limiti di variazione diversi a seconda del tipo di sottostante</p>	<p>Cancellazione in caso di "ovvi" errori o violazioni/eccessive deviazioni dal prezzo recente. Per essere cancellata, il trade deve essere causato da un evidente errore ed aver causato una sostanziale modifica del "price picture".</p> <p>Ad eccezione di "casi speciali", la richiesta va inoltrata entro un'ora. Operazioni eseguiti a seguito di un trade errato (stop-loss, resales, ecc) possono essere cancellate. Nel caso di trade avvenuti in mancanza di prezzo del sottostante, l'Exchange a stabilire se il trade è avvenuto ad un prezzo non ragionevole.</p>	<p>Euronext ha un controllo automatico del prezzo, con possibilità di rigettare o invalidare trade avvenuti al di fuori delle soglie imposte senza interrompere il mercato. Invalidazione da parte di Euronext per errori manifesti, per transazioni che causano "improper trading", prezzo non rappresentativo, o se il sistema di controllo automatico non era in funzione e il trade era al di fuori delle soglie. Se la cancellazione e invece richiesta, dopo l'invio della richiesta di cancellazione (entro 120 minuti), questa avviene se la transazione è avvenuta ad un prezzo non rappresentativo o se la controparte è consenziente. Un'intera strategia può essere cancellata se inserita insieme tramite il c.d. "Central Order Book".</p>
<b>Circuit Breaker</b>			
	<p>No Circuit Breaker per Certificati quotati</p>	<p>No Circuit Breakers.</p> <p>Se circuit breaker sul sottostante, bloccate le quotazioni dei titoli con tale sottostante</p>	<p>No circuit breakers per ETP.</p> <p>Blocco delle quotazioni di ETP se vi è un circuit breaker sul sottostante</p>

**Tabella 2**

SPAGNA	
Prezzo dello strumento	Limiti di variazione
$\leq 0,10$ EUR	Mínima de 0,04 euros.
$0,10 < \text{EUR} \leq 0,50$	Mínima de 0,05 euros y variación superior al 25%
$0,50 < \text{EUR} \leq 1$	Superior al 20%
$>1$ EUR	Superior al 15%
SVEZIA	
Prezzo dello strumento	Limiti di variazione
$<0,05$ SEK/NOK/DKK / $0,05$ EUR	300 % or 0.05 SEK/NOK/DKK / 0.05 EUR (2 ticks for sale)
$0,05-0,49$ SEK/NOK/DKK / $0,05-0,09$ EUR	100 % or 0.25 SEK/NOK/DKK / 0.05 EUR (50 % for sale)
$0,50-0,99$ SEK/NOK/DKK / $0,10-0,49$ EUR	50 % or 0.25 SEK/NOK/DKK / 0.125 EUR
$1-4,99$ SEK/NOK/DKK / $0,50-0,99$ EUR	25 % or 0.75 SEK/NOK/DKK / 0.15 EUR
$5-49,99$ SEK/NOK/DKK / $1-4,99$ EUR	15 % or 5 SEK/NOK/DKK / 0.5 EUR
$50-100$ SEK/NOK/DKK / $5-10$ EUR	10%
$>100$ SEK/NOK/DKK / $>10$ EUR	5%
PAESI BASSI	
Prezzo dello strumento	Limiti di variazione
$10 \leq \text{FMV}$	+/- 5 %
$5 \leq \text{FMV} < 10$	+/- 0,50 €
$2 \leq \text{FMV} < 5$	+/- 10 %
$1 \leq \text{FMV} < 2$	+/- 15%
$0,75 \leq \text{FMV} < 1$	+/- 25 %
$0,25 \leq \text{FMV} < 0,75$	+/- 35 %
$0,10 \leq \text{FMV} < 0,25$	+/- 50 %
$\text{FMV} < 0,10$	+/- 100 %

In un'ottica di confronto costruttivo, e al fine di un miglioramento della protezione degli investitori, ACEPI ribadisce quanto proposto in precedenza circa gli auspicabili interventi di modifica delle regole attualmente esistenti:

- Applicazione di due delle tre attuali condizioni di cancellazione.
- Allungamento del periodo di rilevazione dell'errore a 2 ore e l'allungamento del periodo in cui si osserva l'arbitraggio a 10 minuti (rispetto ai 60 secondi attuali). La prima modifica è fondamentale soprattutto nel caso in cui una delle due controparti sia un investitore individuale che, in generale, necessita di tempi più lunghi per riscontrare l'errore.
- Distinzione tra flussi di prop trading e flussi in conto terzi.
- Revisione delle bande di cancellazione per allineamento con gli standard europei.
- Individuazione di parametri oggettivi per categorie di prodotto che portino automaticamente alla cancellazione delle proposte.

Con riferimento all'ultimo punto sopra evidenziato, ACEPI considera fondamentale il calcolo del valore intrinseco del fair value degli strumenti.

Nel caso dei covered warrant, il parametro oggettivo che si potrebbe considerare è il valore intrinseco: nel caso di quotazione al di sotto di tale valore, diverrebbe evidente l'errore da parte del market maker.

Per il segmento investment certificate del mercato SeDeX, invece, l'attuale procedura non determina un prezzo teorico per il prodotto a partire dal quale calcolare una potenziale soglia di perdita ed eventualmente cancellare la transazione. L'attuale sistema rileva la variazione del prezzo del prodotto rispetto al prezzo dell'ultimo trade o al prezzo di riferimento. La transazione viene cancellata solo se tale variazione è superiore al 5%. Si possono quindi verificare situazioni nella quali pur in presenza di transazioni concluse a prezzi errati, esse non vengano cancellate, come avviene invece in altri mercati di quotazione europea. Per far fronte a questo problema, ACEPI ritiene di importanza fondamentale che Borsa Italiana calcoli il fair value dei prodotti, e a tal fine ACEPI si rende disponibile a costituire un panel di market maker che potrebbe fornire tali valori, secondo modalità da definire congiuntamente a Borsa Italiana .

In subordine all'accoglimento delle modifiche relative alla gestione degli errori, ACEPI suggerisce di valutare l'opportunità di prevedere l'immediata comunicazione al pubblico di "circuit breaker" mediante modalità che rendano tale evento evidente e facilmente individuabile da parte dell'investitore non appena lo stesso si verifichi ovvero cessi (ad esempio pop-up/warning sul sito di Borsa Italiana).

Infine, ribadiamo la disponibilità di ACEPI a incontri periodici con Borsa Italiana al fine di confrontarsi sulla frequenza e tipologia di situazioni di errori sul mercato SeDeX per valutare insieme le relative cause e gli eventuali correttivi.

\* \* \*

Rimaniamo a disposizione per qualsiasi chiarimento riteneste opportuno in relazione al presente documento. A tal fine, riportiamo di seguito il contatto di riferimento:

**Giovanna Zanotti (Direttore Scientifico ACEPI)**

Tel. + 39 335 6528121

Email: giovanna.zanotti@acepi.it

\* \* \*

Con osservanza,

**Associazione Italiana Certificates & Prodotti d'Investimento – ACEPI**



Il Direttore Scientifico