



Spettabile **Borsa Italiana S.p.A.**

Piazza degli Affari, 6

20123 Milano

Trasmessa via e-mail a: regulation&posttrading@lseg.com

Oggetto: Consultazione relativa alle "Modifiche alle istruzioni al regolamento dei mercati - Gestione errori – Mercato SeDeX"

Cari Signori,

in relazione alla consultazione in oggetto avviata da Borsa italiana S.p.A. in merito alla gestione degli errori sul Mercato SeDeX, ACEPI tiene a sottolineare innanzitutto il proprio pieno favore alla proposta di revisione delle regole vigenti.

Ciò sia in un'ottica di rafforzamento della protezione dell'investitore individuale, sia di efficienza del mercato e di snellimento delle regole di funzionamento dello stesso. L'obiettivo di protezione dell'investitore si raggiunge infatti anche tramite l'esistenza di un mercato efficiente in ogni circostanza, ivi incluso nelle ipotesi di cancellazione degli errori nella formazione del prezzo degli strumenti finanziari negoziati nel mercato SeDeX.

Un sistema efficiente di cancellazione dei contratti in caso di errore consente inoltre ai *market maker* di ampliare i volumi di quotazione e di ridurre gli spread *bid/ask*, a beneficio degli investitori finali.

ACEPI ha nella propria "*mission*" lo sviluppo di mercati efficienti e trasparenti, e a tal fine ha sollecitato di recente un confronto con Borsa Italiana S.p.A. in merito alla revisione delle attuali regole di gestione degli errori in vigore nel mercato SeDeX.

Il regime attuale non ci appare completamente adeguato, poiché rende particolarmente difficile la cancellazione delle proposte di prezzo, anche in caso di errori evidenti.

L'attuale testo delle proposte di modifica (ISTR 04), non ci pare tuttavia in grado di ovviare alle difficoltà operative degli intermediari già evidenziate da ACEPI nei precedenti confronti, e che attualmente affrontano operatori ed investitori individuali sul SeDeX.

Tali proposte di modifica ci appaiono peraltro disallineate rispetto alle regole vigenti sulle altre principali borse europee di negoziazione di derivati cartolarizzati.

A tal riguardo nelle tabelle 1 e 2 di seguito illustriamo le principali differenze.

Tabella 1

| | SPAGNA | GERMANIA | SVEZIA | PAESI BASSI |
|--------------------------------|--|---|--|--|
| Regole di cancellazione | <p>Richiesta entro un'ora e sempre prima della chiusura del mercato. Valorizzazione ad un prezzo pari a:</p> <p>(a) ultima transazione 10 minuti prima dell'errore, (b) media delle valutazioni di 3 membri esperti del segmento, (c) valutazione del dipartimento di supervisione tramite strumenti comparabili. Preferenza per il punto b.</p> | <p>Richiesta entro due ore. 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. 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 indicative quote di specialisti, altri. 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 cancellato, il <i>trade</i> deve essere causato da un evidente errore ed aver causato una sostanziale modifica del "<i>price picture</i>". Ad eccezione di "casi speciali", la richiesta va inoltrata entro un'ora. Trades eseguiti a seguito di un trade errato (<i>stop-loss</i>, <i>resales</i>, ecc) possono essere cancellati. Nel caso di <i>trades</i> avvenuti in mancanza di prezzo del sottostante, è l'Exchange a stabilire se il <i>trade</i> è avvenuto ad un prezzo non ragionevole</p> | <p>Euronext ha un controllo automatico del prezzo, con possibilità di rigettare o invalidare <i>trades</i> avvenuti al di fuori delle soglie imposte senza interrompere il mercato. Invalidazione da parte di Euronext per errori manifesti, per transazioni che causano "<i>improper trading</i>", prezzo non rappresentativo, o se il sistema di controllo automatico non era in funzione e il <i>trade</i> era al di fuori delle soglie. Se la cancellazione è 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> |
| Circuit Breakers | | No " <i>Circuit Breaker</i> " per Certificati quotati | No " <i>Circuit Breakers</i> ". Se <i>circuit breaker</i> sul sottostante, sono bloccate le quotazioni dei titoli con tale sottostante | No " <i>circuit breakers</i> " per ETP. Blocco delle quotazioni di ETP se vi è un <i>circuit breaker</i> sul sottostante. |

Tabella 2

| SPAGNA | |
|---------------------------------------|---|
| Prezzo dello strumento | Limiti di variazione |
| ≤ 0,10 EUR | Mínima de 0,04 euros. |
| 0.10 < EUR ≤ 0.50 | Mínima de 0,05 euros y variación superior al 25% |
| 0.50 < EUR ≤ 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 ≤ FMV | +/- 5 % |
| 5 ≤ FMV < 10 | +/- 0,50 € |
| 2 ≤ FMV < 5 | +/- 10 % |
| 1 ≤ FMV < 2 | +/- 15% |
| 0,75 ≤ FMV < 1 | +/- 25 % |
| 0,25 ≤ FMV < 0,75 | +/- 35 % |
| 0,10 ≤ FMV < 0,25 | +/- 50 % |
| FMV < 0,10 | +/- 100 % |

In un'ottica di confronto costruttivo, e al fine di migliorare la protezione degli investitori, ACEPI ha sollecitato le osservazioni degli intermediari suoi associati, ed ha raccolto le seguenti proposte di modifica alle regole ora in vigore:

- L'applicazione di 2 delle 3 attuali condizioni di cancellazione;
- L'allungamento del periodo di rilevazione del "mis-trade" fino ad 1 ora. Questa modifica è fondamentale soprattutto nel caso in cui una delle due controparti sia un investitore individuale, categoria che in generale ha bisogno di tempi più lunghi per la rilevazione degli errori;

- L'allungamento del periodo in cui si osserva l'arbitraggio fino a 10 minuti (rispetto ai 60 secondi attuali);
- Distinguere tra i flussi di *prop trading* e quelli in conto terzi;
- Ai fini dell'individuazione dei contratti oggetto di cancellazione, occorrerebbe considerare non solo le perdite scaturenti in relazione a singoli titoli (identificati da un solo ISIN), ma anche quelle complessive scaturenti in relazione a (a) titoli aventi il medesimo sottostante, oppure (b) a categorie di prodotti, come classificati nella Mappa ACEPI;
- Rivedere ulteriormente le bande di cancellazione;
- Nell'ambito dell'attività di vigilanza svolta da Borsa Italiana S.p.A., verificare la conformità dell'operatività degli intermediari alla buona prassi di mercato. Ci si riferisce ad esempio a quell'operatività degli intermediari formalmente consentita, ma orientata a sfruttare il verificarsi di errori a proprio profitto, alterando il meccanismo di formazione dei prezzi da parte dei *market maker*, con pregiudizio per gli investitori. Tale approccio di vigilanza sarebbe in linea con quello adottato al riguardo da Euronext, anche in ottica sanzionatoria;
- L'individuazione di parametri oggettivi per categorie di prodotto che portino automaticamente alla cancellazione delle proposte.

Con riferimento all'ultima proposta sopra evidenziata, ACEPI considera fondamentale il calcolo del valore intrinseco del *fair value* degli strumenti finanziari.

Nel caso dei *Covered Warrants*, 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 Certificates* del SeDeX, invece, l'attuale procedura non determina un prezzo teorico per lo strumento finanziario 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 contratto o al prezzo di riferimento. La transazione viene cancellata solo se tale variazione è superiore al 5%. Si possono quindi verificare situazioni "limite" nelle quali, pur in presenza di contratti conclusi a prezzi errati, questi non vengano cancellati, come avviene invece in altri mercati di quotazione europea.

Per far fronte a questa circostanza, ACEPI ritiene di importanza fondamentale che Borsa Italiana calcoli il *fair value* degli strumenti finanziari, e a tal fine ACEPI si rende disponibile a contribuire all'eventuale



costituzione di un *panel di market makers* che potrebbe fornire tali valori, secondo le modalità da definire congiuntamente con Borsa Italiana S.p.A..

ACEPI coglie inoltre l'occasione fornita dalla presente consultazione per segnalare a Borsa Italiana S.p.A. la propria valutazione positiva circa le caratteristiche del nuovo modello di mercato introdotto nell'Aprile 2016, e attualmente in vigore per i segmenti *Covered Warrant* strutturati/esotici, *Leverage Certificates*, classe A, e *Investment Certificates*, classe B.

Conseguentemente si richiede di valutare l'opportunità di estendere tale modello a tutto il mercato SeDeX.

Infine, segnaliamo la disponibilità di ACEPI ad incontri periodici con Borsa Italiana S.p.A. al fine del confronto sulla frequenza e tipologia di situazioni di errori significativi sul mercato SeDeX, per poter possibilmente valutare insieme le relative cause e gli eventuali correttivi.

Cordiali saluti.

A handwritten signature in cursive script, reading "Giovanni Zocchi". The signature is written above a horizontal line.

ACEPI