



Spett.le Borsa Italiana – LSEG

Piazza degli Affari 6, Milan, 20123

regulation&posttrading@lseg.com

SEDEX – CHIUSURA DEL MERCATO REGOLAMENTATO E CONTESTUALE AVVIO DEL NUOVO SISTEMA MULTILATERALE DI NEGOZIAZIONE

In relazione alla consultazione di Borsa italiana sulle modifiche al Regolamento dei mercati di Borsa Italiana, si sottopongono le seguenti osservazioni specifiche per il mercato SeDeX.

In linea generale, ACEPI accoglie con favore la chiusura del mercato regolamentato SeDeX e il contestuale avvio di un nuovo sistema multilaterale di negoziazione dedicato agli strumenti finanziari derivati cartolarizzati, in un'ottica di semplificazione dell'attività *day-by-day* degli operatori e di riduzione dei costi e oneri a carico di questi ultimi.

ACEPI auspica che tale evento possa essere altresì l'occasione per introdurre regole di mercato sempre più chiare, semplici e trasparenti che tutelino più adeguatamente l'interesse degli investitori e scoraggino pratiche di arbitraggio da parte di operatori professionali a scapito di questi ultimi.

Tuttavia, si ritiene opportuno sottolineare che occorre che tale cambiamento del mercato SeDeX avvenga tenendo in considerazione tutti i relativi impatti nei confronti degli investitori, degli aderenti al mercato e degli emittenti.

Al riguardo l'ACEPI, che ha tra gli obiettivi della sua mission lo sviluppo sostenibile del mercato Italiano dei prodotti d'investimento, ritiene doveroso esprimere una seria preoccupazione per il potenziale aggravio dei costi di partecipazione al mercato italiano a carico degli emittenti e delle relative conseguenze sull'offerta agli investitori di tali strumenti.

Si noti infatti che dal confronto con l'esperienza internazionale emerge che, in generale, i costi relativi all'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari su un MTF sono inferiori a quelli relativi all'ammissione alla negoziazione degli stessi su un mercato regolamentato, sia a livello di costi di listing, che di contributi dovuti all'autorità regolamentare competente.

È evidente che, allo stato attuale, gli emittenti sarebbero molto penalizzati dal nuovo status del SeDeX sotto il profilo dei costi.

L'aggravio di costi è soprattutto marcato con riferimento ai contributi di vigilanza dovuti all'autorità regolamentare competente. Infatti, l'attuale listino dei contributi, seppur prevedendo giustamente un costo unitario inferiore per gli strumenti ammessi alla negoziazione su un MTF rispetto a quelli quotati su un mercato regolamentato, non prevede tuttavia un limite massimo di contribuzione (cap). Allo stato attuale, quindi, tutti gli emittenti si vedrebbero costretti a ridurre la propria gamma di prodotti sul mercato SeDeX, in quanto l'aggravio di costi renderebbe l'attuale offerta non più sostenibile.

ACEPI ritiene che questa ipotesi avrebbe in ultimo ripercussioni negative anche sugli investitori del mercato domestico che avrebbero a disposizione meno prodotti rispetto ad altri mercati europei e che potrebbero essere spinti a negoziare gli stessi su piattaforme estere, alternative al SeDeX, spesso caratterizzate da un minor livello di tutela complessiva dell'investitore e da maggiori costi di negoziazione.

Inoltre ACEPI auspica che anche i costi di ammissione alla negoziazione vengano allineati allo standard di altri mercati domestici e internazionali, soprattutto per evitare arbitraggi da parte di altri operatori europei che potrebbero offrire piattaforme alternative a costi più convenienti.

In occasione del cambiamento di status del mercato SeDeX, ACEPI intende quindi invitare tutti i soggetti coinvolti a riconsiderare la struttura e i livelli di costo connessi a questo mercato in un'ottica complessiva, e conseguentemente propone di avviare un tavolo di confronto insieme alla CONSOB su tale tema, con l'obiettivo di eliminare gli impatti negativi per gli emittenti e per gli attori del mercato in generale e creare le condizioni favorevoli per un ulteriore sviluppo di tale mercato.

* * *

1. Domanda di Ammissione

L'attuale bozza di regolamento del nuovo mercato SeDeX richiede, all'articolo 211, che l'emittente produca, unitamente alla domanda di ammissione alla negoziazione, in sintesi:

- (a) un prospetto *stand alone* conforme alla Direttiva Prospetti, sia esso tripartito o unitario, approvato dalla CONSOB o da un'autorità regolamentare europea e debitamente "passaportato";
- (b) un prospetto di base, approvato dalla CONSOB o da un'autorità regolamentare europea e debitamente passaportato, integrato dalle condizioni definitive dell'offerta; o
- (c) uno o più documenti che contengano informazioni equivalenti a quelle che sarebbero state richieste dagli allegati IX, X, XI o XII al Regolamento n. 809/2004/CE. *"Tali informazioni devono essere in ogni caso sufficienti a consentire agli investitori di assumere una decisione di investimento sugli strumenti finanziari e contiene ogni altra informazione che Borsa Italiana può richiedere per facilitare l'ordinato svolgimento delle negoziazioni"*.

In pratica, il citato articolo 211 richiede, ai fini dell'ammissione alla negoziazione di un derivato cartolarizzato, un documento conforme alla Direttiva Prospetti, sebbene il nuovo mercato SeDeX non sia un mercato regolamentato ma un sistema multilaterale di negoziazione, per il quale la normativa comunitaria non prescrive la redazione di un apposito prospetto di quotazione.

Tale previsione non appare accettabile in linea di principio.

Si precisa che nella prassi, in occasione di *private placement*, gli emittenti redigono documenti descrittivi delle caratteristiche del titolo e dei rischi a esso connessi (e.g., *pricing supplement*, *offering circular*) che contengono un livello di informativa non equiparabile a quello richiesto per un prospetto di offerta/quotazione conforme alla Direttiva Prospetti, a prescindere dalla denominazione del titolo medesimo, specialmente quando l'investitore sia qualificato. Poiché la *disclosure* contenuta in tali documenti è in linea con la vigente normativa applicabile, gli emittenti non possono essere tenuti a redigere ulteriori documenti informativi equiparabili a prospetti di quotazione, ai fini dell'ammissione alla negoziazione del titolo su un MTF come il mercato SeDeX.

Peraltro, la precisazione che *"tali informazioni devono essere in ogni caso sufficienti a consentire agli investitori di assumere una decisione d'investimento sugli strumenti finanziari e contiene ogni altra informazione che Borsa Italiana può richiedere per facilitare l'ordinato svolgimento delle negoziazioni"* appare un adeguato presidio di tutela dei potenziali investitori.

Più in particolare, si ravvisano talune incongruenze e difficoltà interpretative nella formulazione utilizzata.

- (a) Non appare chiaro se, ai fini dell'ammissione alla negoziazione di un derivato cartolarizzato sul nuovo mercato SeDeX, occorra che l'emittente abbia già redatto un prospetto di offerta e quotazione o di sola quotazione ovvero se sia sufficiente che l'emittente abbia già redatto un prospetto di sola offerta. Infatti, salvo che nell'inciso in cui si precisa che il prospetto di base deve essere corredato dalle "condizioni definitive dell'offerta", non si fornisce alcuna precisazione sulla

natura del prospetto. Si chiede, pertanto, di integrare il testo prevedendo che sia sufficiente che l'emittente abbia già redatto un prospetto di sola offerta, in linea, peraltro, con quanto previsto dai regolamenti di analoghi mercati non regolamentati italiani ed europei.

- (b) Non si comprendono le ragioni per cui si dovrebbe fornire evidenza dell'avvenuta "passaportazione" in Italia del prospetto relativo agli strumenti finanziari di cui si richiede l'ammissione alla negoziazione sul mercato SeDeX, dal momento che, come sopra menzionato, nessuna normativa prescrive che l'emittente abbia redatto un prospetto di quotazione a tal fine. Si invita, pertanto, a riformulare in tal senso la lettera (c) dell'articolo 211.
- (c) Il riferimento all'allegato X al Regolamento n. 809/2004/CE di cui alla lettera (e) dell'articolo 211 non appare pertinente. Infatti, l'allegato X contiene lo schema relativo a certificati rappresentativi di strumenti finanziari emessi su azioni, che non sono negoziati sul mercato SeDeX.

2. Procedura di ammissione alle negoziazioni degli strumenti e modalità di comunicazione col mercato

In linea generale, ACEPI suggerisce di valutare l'opportunità di semplificare e rendere più efficiente la procedura di ammissione alla negoziazione in termini di tempi e documenti richiesti (e.g., domanda di ammissione sottoscritta in originale).

In particolare, appaiono troppo onerosi i termini di (i) 10 giorni di mercato aperto dalla completezza per la comunicazione all'emittente del rigetto o dell'ammissione alle negoziazioni in caso di accoglimento della domanda, e (ii) di due mesi dalla conferma da parte di Borsa Italiana della completezza della domanda, ai fini del completamento della procedura di ammissione stand alone. Si propone, pertanto, con riferimento al termine sub (i) di ridurlo a 5 giorni di mercato aperto e, con riferimento al termine sub (ii), almeno di uniformare tale termine a quello di 20 (venti) giorni previsto per il completamento della procedura di rilascio del giudizio di ammissibilità dei titoli da emettere ai sensi di un programma.

Inoltre, ACEPI auspica la revisione delle procedure di comunicazione degli eventi relativi agli strumenti finanziari negoziati sul mercato SeDeX, mediante comunicazioni ufficiali/avvisi al mercato¹, in linea con quanto già previsto da analoghi mercati europei (e.g., sui mercati Euronext, Boerse Stuttgart e NDX, (i) non occorre comunicare il rollover, (ii) sulle corporate actions, occorre comunicare soltanto il fattore di rettifica).

3. Attività sottostanti

In linea con quanto previsto da analoghi mercati regolamentati e non, italiani ed europei, ACEPI chiede di precisare che possono essere ammessi alla negoziazione strumenti finanziari derivati cartolarizzati (sia *leverage certificates*, che *investment certificates*) aventi come sottostante attività non negoziate in un mercato regolamentato, quali le coppie di valute "spot", il cui prezzo di liquidazione, anche in caso di scadenza anticipata, possa essere definito in base ai prezzi di tali attività pubblicati non su fonti ufficiali (e.g., BCE), bensì su info provider terzi, pubblici, facilmente accessibili, affidabili e aggiornati, quali Bloomberg o Reuters.

¹ A titolo esemplificativo, con riferimento agli *investment certificate* che prevedono barriere in continua non disattivanti, il *market maker* è tenuto a effettuare una onerosa comunicazione manuale circa il valore esatto e l'ora esatta di KO che potrebbe essere eliminata alla luce dell'automatica rilevazione del raggiungimento della barriera e dell'automatica sospensione delle negoziazioni da parte del market maker medesimo.

4. Parità/multiplo

ACEPI auspica la modifica delle regole di mercato relative alla parità/multiplo con riferimento ai *covered warrant*.

In particolare, l'attribuzione di flessibilità agli emittenti nel fissare tale parametro si tradurrebbe in una semplificazione del calcolo del valore del titolo, a esclusivo vantaggio degli investitori.

5. Gestione degli errori

ACEPI ribadisce che ritiene opportuna la revisione delle attuali regole sulla cancellazione degli errori in un'ottica di rafforzamento della protezione dell'investitore individuale, sia 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. Un sistema efficiente di cancellazione in caso di errore consentirebbe ai *market maker* di ampliare i volumi di quotazione e 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 già sollecitato un confronto con Borsa Italiana in merito alla revisione delle attuali regole di gestione degli errori.

Il regime attuale non appare completamente adeguato in quanto rende particolarmente difficile la cancellazione delle proposte di prezzo, anche in caso di errori evidenti, e appare disallineato rispetto alle regole vigenti sulle altre principali borse europee 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
Regole di cancellazione	Richiesta entro un'ora e sempre prima della chiusura del mercato. Valorizzazione ad un prezzo pari a: a) ultima transazione 10 minuti prima dell'errore, b) media valutazioni di 3 membri esperti del segmento, c) valutazione del dipartimento di supervisione tramite strumenti comparabili.	Richiesta entro due ore. Cancellazione se prezzo non 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	Cancellazione in caso di "ovvi" errori o violazioni/eccessive deviazioni dal prezzo recente. Per essere cancellata, la trade deve essere causata da un evidente errore ed aver causato una sostanziale modifica del "price picture". Ad eccezione di "casi speciali", la richiesta va inoltrata entro un'ora. Trades eseguite a seguito di una trade errata (stop-loss, resales, ecc) possono essere cancellate. Nel caso	Euronext ha un controllo automatico del prezzo, con possibilità di rigettare o invalidare trades avvenute 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 la trade era al di fuori delle soglie. Se la cancellazione è invece richiesta, dopo l'invio della richiesta di cancellazione (entro 120

	Preferenza per il punto B	consultazione di (3) esperti. Criteri: media degli ultimi 3 prezzi, Time Weighted Mean di 3 quote indicative di specialisti, altri. Limiti di variazione diversi a seconda del tipo di sottostante	di trades avvenute in mancanza di prezzo del sottostante, è l'Exchange a stabilire se la trade è avvenuta ad un prezzo non ragionevole	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".
Circuit Breakers		No Circuit Breaker per Certificati quotati	No Circuit Breakers. Se circuit breaker sul sottostante, bloccate le quotazioni dei titoli con tale sottostante	No circuit breakers per ETP. Blocco delle quotazioni di ETP se vi è un circuit breaker 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 un miglioramento della protezione degli investitori, ACEPI, alla luce delle osservazioni pervenute dagli operatori, propone le seguenti modifiche alle regole attualmente esistenti:

- L'applicazione di 2 delle 3 attuali condizioni di cancellazione;

- L'allungamento del periodo di rilevazione del misttrade fino a 2 ore e del periodo in cui si osserva l'arbitraggio fino 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 nella rilevazione degli errori;
- La distinzione tra flussi di prop trading e in conto terzi;
- Rivedere ulteriormente le bande di cancellazione per un allineamento agli standard europei;
- L'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 nelle 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 makers* 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 (e.g., *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.

6. Modello di mercato

ACEPI coglie l'occasione per ribadire la propria valutazione positiva circa le caratteristiche del modello di mercato introdotto nell'aprile 2016 e attualmente in vigore per i segmenti *covered warrant* strutturati/esotici, *leverage certificate*, classe A, e *investment certificates*, classe B e per osservare che il mantenimento di due differenti modelli di mercato con regole differenti crea un tema di complessità e carenza di chiarezza e trasparenza nei confronti dei potenziali investitori.

Si richiede, pertanto, l'estensione del suddetto modello a tutto il mercato SeDeX.

Con osservanza,

[firma Dario Savoia]

ACEPI

(Il Presidente)