



Linee Guida per l'applicazione agli strumenti finanziari negoziati su EuroTLX delle misure Consob di Livello 3 in tema di prodotti finanziari illiquidi

Versione 1.0 del 2 aprile 2010

Efficaci dal 1° luglio 2010



Premessa

Le presenti Linee Guida (di seguito le “Linee Guida EuroTLX”) si prefiggono di illustrare le misure strutturali e le condizioni che devono ricorrere (di seguito “Le Misure EuroTLX”) affinché gli strumenti finanziari negoziati sul Mercato EuroTLX SIM S.p.A possano essere considerati liquidi o, perlomeno, sufficientemente liquidi ai sensi e per i fini della citata Comunicazione Consob del 2 marzo 2009 n. 9019104 in materia di titoli illiquidi (di seguito la “Comunicazione”).

L’iniziativa trae spunto dalla considerazione che le caratteristiche di microstruttura del Mercato EuroTLX sono tali da comportare che l’applicazione ad esso delle indicazioni delle Linee Guida Interassociative del 5 agosto 2009 (di seguito le “Linee Guida Interassociative”) necessita un’attività interpretativa ulteriore rispetto ai parametri individuati dalle stesse Linee Guida Interassociative.

Al fine di soddisfare legittime esigenze di certezza applicativa sulla capacità delle Misure EuroTLX di rappresentare una *safe harbour* per gli intermediari aderenti di EuroTLX e, conseguentemente, di supportare loro nella certa e pronta declinazione della Comunicazione, EuroTLX SIM S.p.A. ha richiesto a Consob l’esame e il riscontro delle Linee Guida EuroTLX.

1. Le caratteristiche principali delle Misure EuroTLX

Le Misure EuroTLX prendono lo spunto da quelli che sono stati individuati da EuroTLX SIM S.p.A. come passi chiave della Comunicazione, ovvero:

- l’individuazione della sussistenza concreta della possibilità di disinvestimento in un lasso di tempo ragionevole a condizioni di prezzo significative quale requisito necessario perché si possa parlare di un sufficiente livello di liquidità;
- la considerazione dei prezzi tali da riflettere, direttamente o indirettamente, una pluralità di interessi in acquisto e in vendita, quali prezzi *sicuramente* significativi;
- l’assegnazione di una presunzione di liquidità ai titoli negoziati su mercati regolamentati o MTF;
- il chiarimento che tale presunzione può venir meno in quanto la condizione di liquidità è una condizione di fatto e non diritto, nonché mutevole nel tempo e graduabile;
- il chiarimento riguardante la possibilità che in concreto possano essere predisposte misure strutturali per assicurare il mantenimento nel tempo livelli di adeguata liquidità.

Muovendo da questi presupposti, EuroTLX SIM S.p.A. ha delineato la sua soluzione che si basa su tre pilastri, ovvero:

1. **il modello multilaterale del mercato a struttura mista order & quote driven**, che permette la competizione tra tutti i partecipanti al mercato e quindi tra una pluralità di interessi in acquisto e in vendita;



2. la presenza obbligatoria per ciascun strumento finanziario di almeno un **Liquidity Provider** che ne supporti la liquidità attraverso l'assunzione – nei confronti di EuroTLX SIM S.p.A. – e l'adempimento di **obblighi di liquidità** (di continuità e quantità minima e, nel caso di alcuni certificates e covered warrants, di spread) e di **esposizione di prezzi significativi**;
3. l'**azione di vigilanza del mercato** finalizzata a verificare il **rispetto** da parte dei Liquidity Provider **degli obblighi** di liquidità e di significatività dei prezzi esposti e a verificare, per ciascun strumento negoziato rientrante nelle tipologie individuate da EuroTLX SIM S.p.A., la **sussistenza della *Condizione di Sufficiente Liquidità***.

Per ***Condizione di Sufficiente Liquidità*** si intende la sussistenza concreta per singolo strumento finanziario negoziato sul Mercato EuroTLX, di un livello di liquidità sul Lato Bid del book ritenuto sufficiente a permettere la possibilità di disinvestimento in un lasso di tempo ragionevole a condizioni di prezzo significative.

Attraverso i primi due pilastri i titoli ammessi alla negoziazione su EuroTLX si presumono inizialmente liquidi. Attraverso il terzo pilastro, nell'ipotesi di normale rispetto da parte di almeno un Liquidity Provider degli obblighi assunti, i medesimi titoli possono essere considerati nel continuo liquidi o *sufficientemente liquidi* ai sensi e per i fini della Comunicazione Consob.

Nel caso contrario, EuroTLX SIM S.p.A., provvede a verificare – relativamente a ciascun strumento negoziato rientrante nelle tipologie individuate con successiva comunicazione agli Aderenti al Mercato EuroTLX - se la ***Condizione di Sufficiente Liquidità*** sia stata comunque soddisfatta grazie al contributo di liquidità offerto complessivamente da tutti i Liquidity Provider operanti sul medesimo strumento finanziario o, in alternativa, dall'insieme di tutte le proposte di negoziazione in acquisto aventi prezzi significativi.

1. I tre pilastri delle Misure EuroTLX

2.1. Il modello multilaterale del mercato a struttura mista order & quote driven

Il primo pilastro delle Misure EuroTLX è rappresentato dal modello multilaterale del mercato a struttura mista *order e quote driven*.

La *componente order driven* permette, nella fase di negoziazione continua, la competizione tra tutti i partecipanti al mercato e quindi tra una pluralità di interessi in acquisto e in vendita. La competizione tra una pluralità di interessi in acquisto e in vendita è in via generale la circostanza che rende le condizioni di prezzo significative.

La *componente quote driven* comporta che per ciascun strumento finanziario negoziato vi sia almeno un Liquidity Provider che supporti la liquidità dello strumento finanziario medesimo, attraverso l'assunzione degli obblighi di liquidità e di significatività dei prezzi previsti dal Regolamento del Mercato EuroTLX.



Di regola i Liquidity Provider supportano la liquidità in via continuativa tramite l'immissione nel Mercato EuroTLX di proposte di negoziazione in acquisto e in vendita. E' altresì prevista la possibilità che i Liquidity Provider supportino la liquidità di uno strumento finanziario in via continuativa solo tramite l'immissione nel mercato di proposte di acquisto¹.

Possono accedere direttamente al Mercato EuroTLX le tipologie di soggetti ("Aderenti" o "Aderenti Diretti") individuate nel Regolamento del Mercato, sulla base del possesso dei requisiti oggettivi e non discriminatori in esso stabiliti. I requisiti previsti sono finalizzati a verificare la presenza di condizioni che garantiscano un corretto adempimento degli obblighi di condotta, definiti per ciascuna categoria di soggetti ammissibili. Gli obblighi di condotta di ciascuna categoria hanno lo scopo di preservare le condizioni di liquidità del Mercato e del suo carattere retail.

Gli Aderenti sono suddivisi in due categorie, una (quella di "Intermediario" o "Intermediario Aderente") dedicata principalmente alla negoziazione di ordini per conto terzi, l'altra (quella di "Liquidity Provider") dedicata al supporto della liquidità degli strumenti finanziari negoziati nel mercato.

I Liquidity Provider possono operare solo sugli strumenti finanziari su cui si sono assunti gli obblighi di supporto della liquidità. I Liquidity Provider assumono differenti qualifiche a seconda delle diverse tipologie di strumenti negoziati. Le regole del Mercato prevedono la possibilità che sugli strumenti finanziari negoziati vi siano più Liquidity Provider.

Gli Intermediari Aderenti possono offrire il collegamento indiretto al mercato ad altri soggetti (cd. "Aderenti Interconnessi"). Anche gli Aderenti interconnessi sono tenuti a rispettare le regole di condotta previste dal Regolamento del Mercato EuroTLX, contribuendo così anch'essi alla preservazione delle condizioni di liquidità del mercato e del suo carattere retail.

¹Su alcuni strumenti finanziari (in primis le obbligazioni bancarie) i Liquidity Provider possono avere difficoltà ad esporre in via continuativa prezzi offer e, in concreto, spesso non sono in grado di farlo per mancanza di disponibilità di titoli. Su questi titoli, pertanto, è possibile – ed è la situazione più frequente – che i Liquidity Provider esponano solo prezzi bid. Tale situazione è peraltro pienamente giustificabile dalle caratteristiche complessive del mercato secondario che tipicamente caratterizzano queste tipologie di titoli, ed è coerente con quanto sostenuto a pag. 9, nota 5, delle Linee Guida Interassociative – ovvero che "l'obbligo continuativo della formulazione di proposte di negoziazione in vendita può essere subordinato alla disponibilità dello strumento finanziario". Ai fini della valutazione della coerenza con la Comunicazione, va tenuto presente che la medesima Comunicazione pone il focus sulle condizioni che consentano il disinvestimento in un congruo lasso di tempo e a prezzi significativi. Rispetto a tale obiettivo, EuroTLX SIM S.p.A. ritiene che l'impossibilità di esporre in via continuativa prezzi offer da parte dei Liquidity Provider non può costituire di per sé motivo di anomalia.



Il Mercato EuroTLX dispone di limiti di variazione dei prezzi, che limitano l'ammissibilità e la negoziabilità delle proposte di negoziazione immesse dagli Aderenti a beneficio di uno svolgimento ordinato e regolare delle negoziazioni.

Il Mercato EuroTLX prevede, per tutte le tipologie di strumenti negoziati, un idoneo regime di trasparenza pre e post trade, conforme alle disposizioni del Regolamento Consob sui Mercati.

2.2. La presenza obbligatoria per ciascun strumento finanziario di almeno un Liquidity Provider che ne supporti la liquidità

Il secondo pilastro delle Misure EuroTLX è rappresentato dalla presenza obbligatoria, per ciascun strumento finanziario, di almeno un Liquidity Provider che ne supporti la liquidità attraverso l'assunzione e l'adempimento degli obblighi di liquidità (di continuità e quantità minima e, nel caso di certificates e covered warrants, di spread) e di esposizione di prezzi significativi.

Il Regolamento del Mercato EuroTLX definisce:

- a) i singoli obblighi gravanti sui Liquidity Provider;
- b) le specifiche ipotesi di esonero o di esenzione temporanea dagli obblighi previsti;
- c) le modalità di controllo e di valutazione degli obblighi gravanti sui Liquidity Provider;
- d) le possibili conseguenze derivanti dal ripetuto inadempimento di tali obblighi.

I Liquidity Provider sono responsabili della significatività dei prezzi immessi nel Mercato EuroTLX e della definizione in autonomia della propria politica di pricing.

Al fine di facilitare l'azione di vigilanza svolta da EuroTLX SIM S.p.A. nei termini esposti al successivo paragrafo 2.3, per ciascun titolo oggetto di ammissione o di estensione dell'operatività, i Liquidity Provider sono tenuti a comunicare a EuroTLX SIM S.p.A. i prezzi con cui intendono iniziare la propria attività di quotazione. Tali prezzi, ai sensi del Regolamento, sono ritenuti significativi e costituiscono una base iniziale di valutazione per gli eventuali scostamenti di prezzo successivi.

Qualora abbiano problemi ad esporre nel continuo prezzi significativi per ragioni strutturali, i Liquidity Provider sono tenuti a segnalare questa circostanza a EuroTLX SIM S.p.A.. La conseguenza della impossibilità di esporre prezzi significativi nel continuo è l'astensione dei Liquidity Provider dalle quotazioni degli strumenti finanziari interessati.

2.3. L'azione di vigilanza del mercato finalizzata a verificare il rispetto da parte dei Liquidity Provider degli obblighi di liquidità e di significatività dei prezzi, e la sussistenza della *Condizione di Sufficiente Liquidità*

Il terzo pilastro delle Misure EuroTLX è rappresentato dall'azione di vigilanza di EuroTLX SIM S.p.A..

Questa azione ha una duplice finalità:

1. la verifica del rispetto da parte dei Liquidity Provider degli obblighi di liquidità e di significatività dei prezzi;



2. la verifica della sussistenza della *Condizione di Sufficiente Liquidità* relativamente a ciascun strumento negoziato rientrante nelle tipologie individuate da EuroTLX SIM S.p.A. con successiva comunicazione agli Aderenti al Mercato EuroTLX.

La verifica del rispetto degli obblighi di liquidità (di continuità e quantità minima) viene effettuata attraverso l'elaborazione di un Indicatore di Performance che pondera la durata delle violazioni dei due singoli obblighi. La descrizione puntuale dell'Indicatore di Performance nonché le modalità di valutazione delle performance dei Liquidity Provider sono esplicitate nel Regolamento di EuroTLX.

La verifica del rispetto dell'obbligo di significatività dei prezzi è finalizzata ad accertare scostamenti dei prezzi immessi dai Liquidity Provider che possano non essere in linea con le condizioni di mercato e con le caratteristiche degli strumenti negoziati.

La verifica del rispetto dell'obbligo di significatività dei prezzi si basa sulla rilevazione di situazioni di scostamento di prezzo (delle quotazioni dei Liquidity Provider) rilevanti. Gli scostamenti di prezzo sono esaminati con riguardo:

- agli strumenti finanziari contribuiti con quote sia in acquisto e in vendita;
- agli strumenti finanziari contribuiti solo con quote sia in acquisto.

Gli scostamenti così rilevati sono oggetto di un'attività di comparazione:

- i) con i prezzi riferimento dei principali mercati in cui il titolo è negoziato, se esistenti;
- ii) con i prezzi di altri Liquidity Provider operanti sul medesimo titolo, se esistenti;
- iii) con i prezzi di contributori OTC, se esistenti;
- iii) con i prezzi presenti sui book di negoziazione di altri titoli di EuroTLX aventi caratteristiche finanziarie ritenute confrontabili;
- iv) con i prezzi esposti in precedenza dal Liquidity Provider.

Questa attività di comparazione tiene conto inoltre delle condizioni di mercato e dell'informativa on going resa pubblica dagli emittenti degli strumenti finanziari oggetto di verifica.

Qualora gli scostamenti di prezzo rilevati non appaiano giustificati, EuroTLX SIM S.p.A. provvede a chiedere ai Liquidity Provider chiarimenti e una conferma in merito alla correttezza dei propri prezzi.

Qualora a EuroTLX SIM S.p.A. permangano dubbi in merito ai chiarimenti ricevuti, la stessa può richiedere al Liquidity Provider una conferma scritta, avente il fine di dare certezza ad un'assunzione di responsabilità specifica e puntuale sulla significatività del prezzo in oggetto.

A seguito della conferma dei prezzi da parte dei Liquidity Provider, EuroTLX SIM S.p.A. può chiedere agli stessi di astenersi dalla quotazione - sino a quando non siano disponibili o in grado di esporre un prezzo significativo - solo nei casi in cui ritenga i prezzi dei Liquidity Provider manifestamente incoerenti.²

² L'astensione del Liquidity Provider, anche nei casi di un solo Liquidity Provider, non porterà automaticamente al delisting del titolo, ma solo – qualora non si formi un mercato effettivo sul singolo titolo



La verifica della sussistenza della *Condizione di Sufficiente Liquidità* viene effettuata attraverso un processo di controllo strutturato in fasi progressive aventi come oggetto in via alternativa:

- a) il contributo di liquidità di ciascun Liquidity Provider tramite l'immissione di quote in acquisto, a condizione che tale contributo sia stato offerto a prezzi significativi;
- b) nell'ipotesi di più Liquidity Provider che supportino la liquidità del medesimo strumento finanziario, il contributo di liquidità aggregato di tutti i Liquidity Provider tramite l'immissione di quote in acquisto, a condizione che tale contributo sia stato offerto a prezzi significativi;
- c) il contributo di liquidità aggregato di tutti i partecipanti al mercato tramite l'immissione di proposte di negoziazione in acquisto, a condizione che le proposte di negoziazione considerate sia state caratterizzate da prezzi che, sulla base di una comparazione con prezzi di riferimento, risultino significative.

Con un'apposita comunicazione EuroTLX SIM S.p.A. rende noto agli Aderenti al Mercato EuroTLX le condizioni considerate per la determinazione della *Condizione di Sufficiente Liquidità*, le modalità e le tempistiche di tale verifica e di reporting periodico nei loro confronti relativamente agli esiti della verifica stessa.

– ad un peggioramento delle condizioni di liquidità del titolo o ad una condizione di illiquidità del titolo stesso.