

Giornata di formazione in Borsa Italiana

Milano 26 settembre 2019



London
Stock Exchange Group

Markets Supervision

Luca Pompilio, Financial Products Manager - Markets Supervision



Sommario Market Supervision

- I. Introduzione: l'attività di *Markets Supervision*
- II. Concetti di microstruttura
- III. Gestione dei limiti di variazione dei prezzi
- IV. Particolari modalità di conclusione dei contratti
- V. Regole di condotta
- VI. Domande

- I. **Introduzione: l'attività di *Markets Supervision***
- II. **Concetti di microstruttura**
- III. **Gestione dei limiti di variazione dei prezzi**
- IV. **Particolari modalità di conclusione dei contratti**
- V. **Regole di condotta**
- VI. **Domande**

Introduzione: l'attività di *Markets Supervision*

- Mercati supervisionati e relativi strumenti finanziari: tutti i mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana e i relativi MTF: azioni e altri strumenti finanziari quotati sui mercati azionari (MTA/AIM/BitGEM), obbligazioni, ETF/ETC/ATF, *covered warrants/certificates*, *futures*, opzioni
<http://www.borsaitaliana.it/homepage/homepage.htm>
- Obiettivi principali:
 - vigilare sul corretto, ordinato e trasparente svolgimento delle negoziazioni
 - mantenere elevati livelli di qualità dei mercati e di fiducia degli investitori
 - tempestività e accuratezza nei controlli e negli interventi, anche in via preventiva
 - massima riservatezza e confidenzialità
 - approccio non discriminatorio e supporto agli operatori
- Attività: controlli e interventi in tempo reale e in differita su mercati, strumenti finanziari e operatori (*cross markets surveillance*)

Introduzione: l'attività di *Markets Supervision*

- **Vigilanza in tempo reale** (approccio proattivo e in tempo reale, *on-line surveillance*)
 - Prevenire situazioni che possano ostacolare il corretto, ordinato e trasparente svolgimento delle negoziazioni
 - Intervenire sulle criticità appena si manifestano
 - Promuovere e incoraggiare comportamenti corretti nonché il rispetto delle regole
- **Vigilanza in differita** (*off-line monitoring*)
 - Analizzare scenari inusuali o situazioni di anomalia che non possono essere gestiti in tempo reale (*Big data analysis, market abuse analysis*)
 - Individuare e selezionare violazioni gravi e ripetute delle regole di Borsa Italiana
 - *Compliance* ed eventuale attività sanzionatoria
 - Segnalazione di operazioni sospette a Consob (esempio: ipotesi di manipolazione del mercato, *insider trading, front running, cross-market analysis*).
 - Le analisi vengono svolte con riferimento all'attività posta in essere dagli operatori. Borsa Italiana non dispone di informazioni sull'identità dei committenti finali degli ordini
 - Verifica del rispetto degli obblighi di operatori specialisti e *Market Maker*

- I. Introduzione: l'attività di *Markets Supervision*
- II. Concetti di microstruttura
- III. Gestione dei limiti di variazione dei prezzi
- IV. Particolari modalità di conclusione dei contratti
- V. Regole di condotta
- VI. Domande

Concetti di microstruttura: fasi di negoziazione e limiti di variazione dei prezzi

Meccanismi di controllo automatico delle negoziazioni:

- Sui sistemi di negoziazione sono impostati **limiti massimi di variazione dei prezzi** degli strumenti finanziari. I limiti variano a seconda del mercato e della tipologia degli strumenti negoziati. Detti limiti possono essere modificati dalla Markets Supervision in tempo reale
- **Circuit breakers**: sospensioni temporanee e automatiche dalle negoziazioni degli strumenti finanziari in caso di tentativo di superamento dei limiti di variazione dei prezzi, con periodo di *freeze*. Durata: 1 o 2 minuti, a seconda del mercato (IDEM, SeDeX o ETFplus)
- **Aste di volatilità**: interruzione della negoziazione continua con inizio della fase d'asta o prolungamento della fase di asta in caso di tentativo di superamento dei limiti di prezzo per i mercati dove è prevista la fase di asta *intraday* (MTA e MOT). Durata: 5 minuti con possibile reiterazione.

Fasi di negoziazione e limiti di variazione dei prezzi

- Esempio: mercato MTA

- Fasi predefinite:



Fasi di negoziazione e limiti di variazione dei prezzi

- Prolungamento della fase di apertura per superamento dei limiti di prezzo (anche il primo giorno di negoziazione di nuove azioni):

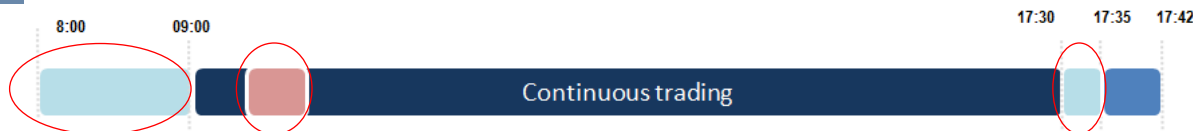


- Interruzione della fase continua per superamento dei limiti di prezzo (*volatility interruption*)



Concetti di microstruttura: la fase di asta

- **La fase di asta**



- Gli ordini possono essere inseriti, modificati o cancellati
- Durante la fase di asta (apertura, chiusura o di volatilità), gli operatori hanno piena visibilità del *book* di negoziazione (nel quale gli ordini sono esposti in base alla priorità prezzo-tempo) e del prezzo teorico di asta (*indicative auction price*), calcolato e diffuso in tempo reale dalla piattaforma di negoziazione

- **Algoritmo di determinazione del prezzo di asta:**

Principali criteri:

- Massimizzazione della quantità scambiabile
- Minimizzazione del quantitativo non negoziabile (cd. *imbalance*)

Concetti di microstruttura: la fase di asta

- **Esempio, fase di asta**

Prezzo di riferimento = 100

Qty buy	Price Buy	Price Sell	Qty Sell
20	102	101	10
		102	20

Price	Qty Buy	Qty Sell	Opening Qty	Imbalance
102	20	30	20	10
101	20	10	10	10

In questo caso il prezzo di apertura sarà 102 (prima regola, massimizzazione della quantità scambiabile)

Concetti di microstruttura: la fase di asta

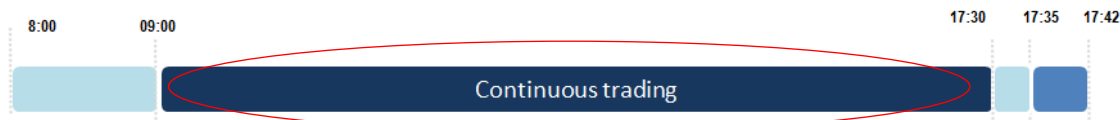
Esempio di *book* di negoziazione in fase d'asta

13:38:45:19										
Bid User	Bid TQty	Bid Qty	Bid EQ	Bid Price	Ask Price	Ask EQ	Ask Qty	Ask TQty	Ask User	
T007	2,250	2,250		0.0000	0.0000		6,000	6,000	T004	
T000	1,500	1,500		0.0000	2.0480		6,750	6,750	T001	
T009	750	750		0.0000	2.2000		3,000	3,000	T004	
T005	1,500	1,500		0.0000	2.3800		3,000	3,000	T004	
T002	3,000	3,000		0.0000	2.3980		1,500	1,500	T000	
T009	750	750		0.0000	2.4000		3,000	3,000	T004	
T009	1,500	1,500		0.0000	2.4000		3,000	3,000	T004	
T000	1,500	1,500		0.0000	2.4000		750	750	T007	
T002	3,000	3,000		0.0000	2.4000		9,000	9,000	T002	
T007	6,000	6,000		0.0000	2.4200		3,000	3,000	T004	
T009	750	750		0.0000	2.4300		9,000	9,000	T002	
T007	3,000	3,000		2.9000	2.4300		3,000	3,000	T002	
T000	750	750		2.9000	2.4300		3,000	3,000	T002	
T007	1,500	1,500		2.6000	2.4300		3,000	3,000	T002	
T000	750	750		2.6000	2.5100	Y	1,500	1,500	TS00	

Prev Ref Price	2.0180	Auc Price	2.4300	Valid Auc	No	Var Ref	20.42
Period	PXI	Auc Volume	43,500	Auc Price Type	I	Var Ctrl	11.47
Period Start Time	13:51:56:94	Auc Price Time	13:38:45:19	Static PTL	5	Ctrl Price Lim UP	2.2890
Volume	27,000	Last Price	2.4160	Dynamic PTL	5	Ctrl Price Lim DOWN	2.0710
Turnover	61,668.0	Last Time	10:01:21:55				
No Trades	22	Ctrl Price	2.1800				

Concetti di microstruttura: la negoziazione continua

- La negoziazione continua



Durante la fase continua, gli ordini sono inseriti nel *book* di negoziazione e abbinati secondo la priorità prezzo-tempo all'interno dei limiti di prezzo stabiliti dai parametri.

		Quantity	Buy	Sell	Quantity	
2500	0.018	100000	0.019	0.021	100000	← Time Priority
		5000	0.017	0.021	2000	
		12000	0.015	0.023	5000	

Concetti di microstruttura: la negoziazione continua

Esempio di *book* di negoziazione in continua

13:55:00:01									
Bid User	Bid TQty	Bid Qty	Bid EQ	Bid Price	Ask Price	Ask EQ	Ask Qty	Ask TQty	Ask User
M	010	250	250	15.7700	15.7900		250	250	IT016
M	004	781	781	15.7700	15.7900		866	866	IT011
M	018	674	674	15.7700	15.7900		1,721	1,721	IT019
M	004	1,823	1,823	15.7700	15.7900		400	400	IT008
M	016	250	250	15.7700	15.7900		250	250	IT003
M	007	250	250	15.7700	15.7900		250	250	IT007
M	010	400	400	15.7700	15.7900		1,721	1,721	IT018
M	005	762	762	15.7700	15.7900		1,100	1,100	IT009
M	012	1,823	1,823	15.7700	15.7900		301	301	IT003
M	004	1,823	1,823	15.7700	15.7900		1,072	1,072	IT007
M	007	258	258	15.7700	15.7900		762	762	IT002
M	000	200	200	15.7700	15.7900		727	727	IT004
M	010	452	452	15.7700	15.7900		1,755	1,755	IT011
M	003	250	250	15.7700	15.7900		453	453	IT010
M	005	200	200	15.7700	15.7900		1,039	1,039	IT007

Prev Ref Price	15.4600	Auc Price	15.6500	Valid Auc	Yes	Var Ref	2.07
Period	CNT	Auc Volume	152,497	Auc Price Type	F	Var Ctrl	0.83
Period Start Time	09:00:56:74	Auc Price Time	09:00:56:74				
Volume	7,003,060	Last Price	15.7800	Static PTL	5	Ctrl Price Lim UP	16.4325
Turnover	110,454,289.1	Last Time	13:54:52:82	Dynamic PTL	3.5	Ctrl Price Lim DOWN	14.8675
No Trades	7,684	Ctrl Price	15.6500				

- I. Introduzione: l'attività di *Markets Supervision*
- II. Concetti di microstruttura
- III. Gestione dei limiti di variazione dei prezzi
- IV. Particolari modalità di conclusione dei contratti
- V. Regole di condotta
- VI. Domande

Azioni MTA - Limiti di prezzo

- **Limiti di prezzo, fase di asta**

- Parametro X = limite all'inserimento degli ordini: $\pm 50\%$ rispetto al c.d. "prezzo statico"
- Parametro Y = validazione del prezzo teorico di apertura: $\pm 10\%$ rispetto al prezzo statico (N.B.: $\pm 5\%$ per le azioni FTSE MIB)

- **Limiti di prezzo, fase continua**

- Parametro X = limite all'inserimento degli ordini; $\pm 50\%$ rispetto al prezzo statico
- Parametro Y = limite alla conclusione dei contratti rispetto al prezzo statico: $\pm 10\%$ (N.B.: $\pm 5\%$ per le azioni FTSE MIB)
- Parametro Z = limite di variazione tra contratti consecutivi; $\pm 5\%$ (N.B.: $\pm 3.5\%$ per le azioni FTSE MIB)

- **Prezzo Statico:** è dato dal prezzo di riferimento del giorno precedente in asta di apertura, e dal prezzo di conclusione dei contratti della fase di asta, dopo ogni fase di asta; qualora il prezzo d'asta non sia determinato, il prezzo statico è pari al prezzo del primo contratto concluso in negoziazione continua.

Gestione dei limiti di variazione dei prezzi

Markets Supervision può modificare i limiti di variazioni dei prezzi degli strumenti finanziari, tenendo conto:

- delle condizioni di mercato (volumi scambiati e prezzi registrati)
- del grado di liquidità dello strumento e della significatività degli scambi
- della diffusione o mancata diffusione di notizie a disposizione del mercato
- della circostanza che lo strumento costituisca attività sottostante di strumenti derivati negoziati e del grado di liquidità di tali strumenti derivati
- per i diritti d'opzione, warrant e altri strumenti derivati, dei valori teorici rispetto agli strumenti finanziari sottostanti

Altri meccanismi automatici di tutela delle negoziazioni

- **Chiusura «random» dell'asta**
- L'asta termina in un momento selezionato casualmente durante l'ultimo minuto della fase di pre-asta
- **Dispositivo «*Enhanced Auction*», attivo in tutte le aste**
- Si tratta di un dispositivo introdotto nell'ottobre 2015 sul mercato azionario, obbligazionario ed ETFPlus, finalizzato a incrementare la significatività e la regolarità del processo di formazione dei prezzi durante le aste. L'algoritmo «*Enhanced Auction*» posticipa di alcuni secondi la fine dell'asta se rileva condizioni potenzialmente anomale nella formazione del prezzo, come tentativi di spoofing o andamenti anomali del prezzo teorico di apertura. L'attivazione dell'algoritmo «*Enhanced Auction*» avviene quando il pattern di formazione del prezzo teorico d'asta è compatibile con situazioni di potenziale anomalia sulla base dell'analisi dei dati storici.

- I. Introduzione: l'attività di *Markets Supervision*
- II. Concetti di microstruttura
- III. Gestione dei limiti di variazione dei prezzi
- IV. Particolari modalità di conclusione dei contratti
- V. Regole di condotta
- VI. Domande

Particolari modalità di conclusione dei contratti

Sul mercato MTA possono essere immesse proposte di negoziazione finalizzate alla conclusione di contratti nei quali la controparte sia predeterminata:

- **Committed / Internal Cross**: contratti nei quali la controparte sia costituita da un operatore predeterminato, oppure dallo stesso operatore, purché eseguiti a un prezzo compreso tra la migliore proposta in acquisto e la migliore proposta in vendita, estremi inclusi. Non possono essere eseguiti «internal cross» nei quali la controparte in acquisto e in vendita sia l'operatore stesso in conto proprio.
- **Committed / Internal Block Trades ('BTF')**: contratti nei quali la controparte sia costituita da un operatore predeterminato, oppure dallo stesso operatore, eseguiti a un prezzo non compreso tra la migliore proposta in acquisto e la migliore proposta in vendita, purché la quantità del contratto sia superiore a una determinata soglia - definita per tipologia di strumento - e lo scostamento del prezzo del contratto rispetto ai migliori prezzi presenti sul *book* di negoziazione non superi il limite massimo stabilito nelle Istruzioni, in via generale o per tipologia di strumento.

Particolari modalità di conclusione dei contratti

Da gennaio 2018, con l'entrata in vigore di MIFID II, la possibilità di effettuare operazioni concordate rimarrà in essere ma con parametri differenti. In particolare:

- 1) Le operazioni concordate (già *cross*) dovranno essere effettuate a un prezzo compreso all'interno dello *spread* corrente ponderato per il volume, estremi inclusi.
- 2) Le operazioni concordate di dimensione elevata (già *BTF*) dovranno avvenire a un prezzo compreso all'interno di una percentuale di scostamento rispetto ai migliori prezzi presenti sul *book* di negoziazione, indicata nella Guida ai Parametri (per le azioni dell'indice FTSEMIB è pari a 3,5%, per le altre azioni 7,5%).

NB: Le operazioni concordate, di dimensione elevata e non, non contribuiscono alla formazione del prezzo di riferimento, del prezzo ufficiale e del prezzo dinamico.

- I. Introduzione: l'attività di *Markets Supervision*
- II. Concetti di microstruttura
- III. Gestione dei limiti di variazione dei prezzi
- IV. Particolari modalità di conclusione dei contratti
- V. **Regole di condotta**
- VI. Domande

Regole di condotta

Articolo 3.3.1 del Regolamento di Borsa Italiana e capo IA.3.2 delle Istruzioni

Gli operatori

- rispettano il Regolamento e le relative Istruzioni
- mantengono una condotta improntata a principi di correttezza, diligenza e professionalità nei rapporti con le controparti di mercato, negli adempimenti verso Borsa Italiana e nell'utilizzo dei sistemi di negoziazione

Divieto di compiere atti che possano

- pregiudicare l'integrità dei mercati
- creare impressioni false o ingannevoli negli altri partecipanti ai mercati

Regole di condotta

Esempi:

- cancellazione di ordini per quantitativi importanti a ridosso della conclusione della fase di asta di una azione, con conseguente impatto sulla formazione del prezzo teorico
- inserimento di ordini in acquisto su un'azione, ad esempio in fase di asta, per dare l'impressione fuorviante dell'esistenza di una domanda sul titolo, allo scopo di attirare ulteriori acquisti e realizzare quindi una vendita ad un prezzo più alto
- porre in essere operazioni su un mercato (es. azionario) per influenzare impropriamente i prezzi di uno strumento finanziario su un mercato collegato (es. derivati)

Regole di condotta

Divieto di:

- compiere atti che possano ostacolare gli operatori *market maker* e gli specialisti nell'adempimento degli impegni regolamentari assunti
- porre in essere operazioni fittizie non finalizzate al trasferimento della proprietà degli strumenti finanziari negoziati o alla variazione della propria esposizione sul mercato
- porre in essere, anche per interposta persona, operazioni che siano effettuate in esecuzione di un accordo preliminare avente ad oggetto lo storno, mediante compensazione, delle operazioni stesse

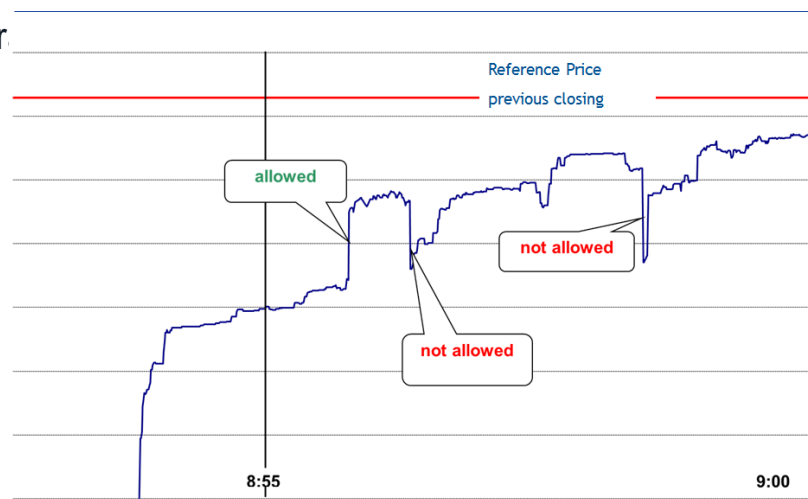
Regole di condotta

Inoltre:

- Gli operatori devono dotarsi in via continuativa di **sistemi, procedure e controlli** per prevenire l'immissione di proposte anomale in termini di **prezzo, quantità e numero**

- Nelle giornate di **scadenza dei contratti derivati IDEM** gli operatori sono tenuti a immettere gli **ordini sul mercato MTA** entro il termine stabilito da Borsa Italiana se le proposte di negoziazione si riferiscono a strumenti finanziari sottostanti contr.

e sono relative alla chiusura, anche parziale, di operazioni di arbitraggio, al trading di volatilità o all'effettuazione di operazioni di copertura (salvo le eccezioni stabilite nelle Istruzioni)



- I. Introduzione: l'attività di *Markets Supervision*
- II. Concetti di microstruttura
- III. Gestione dei limiti di variazione dei prezzi
- IV. Particolari modalità di conclusione dei contratti
- V. Regole di condotta
- VI. Domande

Questo documento contiene testi, dati, grafici, fotografie, illustrazioni, elaborazioni, nomi, loghi, marchi registrati e marchi di servizio e informazioni (collettivamente le "Informazioni") che si riferiscono a Borsa Italiana S.p.A. ("Borsa Italiana"). Borsa Italiana cerca di assicurare l'accuratezza delle Informazioni, tuttavia le Informazioni sono fornite nello stato in cui si trovano ("AS IS") e secondo disponibilità ("AS AVAILABLE") e possono, pertanto, essere non accurate o non aggiornate. A seconda delle circostanze, le Informazioni contenute in questo documento possono o non possono essere state preparate da Borsa Italiana ma in ogni caso sono fornite senza alcuna assunzione di responsabilità da parte di Borsa Italiana. Borsa Italiana non garantisce l'accuratezza, la puntualità, completezza, appropriatezza di questo documento o delle Informazioni per il perseguimento di scopi particolari.

Nessuna responsabilità è riconosciuta da parte di Borsa Italiana per ogni errore, omissione o inaccuratezza delle Informazioni contenute nel documento.

La pubblicazione del documento non costituisce attività di sollecitazione del pubblico risparmio da parte di Borsa Italiana e non costituisce alcun giudizio o raccomandazione, da parte della stessa, sull'opportunità dell'eventuale investimento descritto.

Nessuna azione dovrebbe essere (o non essere) intrapresa facendo affidamento sulle Informazioni contenute nel documento. Resta inteso che non verrà assunta alcuna responsabilità per le conseguenze che possano derivare da qualunque azione intrapresa sulla base delle Informazioni.

© Giugno 2017 Borsa Italiana S.p.A. – London Stock Exchange Group

Tutti i diritti riservati.

Borsa Italiana S.p.A. Piazza degli Affari 6, 20123 Milano (Italia)

Tel. +39 02 72426 1

www.borsaitaliana.it