



## IL NUOVO MARKET MODEL DEI CERTIFICATE DI BORSA

Da poco disponibile su Borsa Italiana il primo Credit Linked Certificate targato Leonteq. Il suo funzionamento è simile a quello di un'obbligazione, con la clausola della tenuta creditizia dell'entità di riferimento seguita dal certificato

a cura di Giovanna Zanotti, Direttore scientifico di ACEPI ed Emanuele Grasso, Italy Securitised Derivatives Lead - Borsa Italiana

**L**argo alle novità nel modello dei certificati di Borsa, grazie alla migrazione alla piattaforma Optiq, viene introdotto il mercato Request for Execution (RFE), grazie a cui il Liquidity Provider (LP) assume un ruolo centrale e vengono estesi gli orari di negoziazione. Il nuovo modello di mercato Request for Execution (RFE) offre importanti vantaggi nella negoziazione, sia dal punto di vista degli investitori che del Liquidity Provider (LP). I LP sono protetti dall'arbitraggio di latenza (guadagni realizzati da un trader ad alta frequenza, HFT, sostanzialmente privi di rischio) e di conseguenza non è necessario per loro ridurre la liquidità e possono esporre bid ask spread più convenienti per gli investitori. Ciò va a vantaggio della liquidità delle negoziazioni e pone anche gli emittenti in condizione di poter negoziare un maggior numero di strumenti. Il modello RFE attribuisce al Liquidity Provider un ruolo centrale nel processo di negoziazione. In particolare, occorre ricordare che con l'RFE deve essere sempre presente un LP per ogni strumento (sostituendo quello che in passato era il cosiddetto Specialista) e può operare sia in Bid&Ask sia in Bid-Only. In caso in cui non sia presente nel book il LP, lo strumento quotato viene automaticamente sospeso; un contratto può essere concluso esclusivamente all'interno dell'intervallo bid-ask esposte dallo stesso LP e infine il LP beneficia di alcune comandi e funzionalità per facilitare il trading. In particolare, la sospensione automatica degli strumenti avviene quando il bid e l'ask sono assenti oppure è presente il solo bid o ask ed il LP non si è dichiarato nello stato di bid only. Durante questo stato di sospensione permane la possibilità di inserire, modificare e cancellare ordini. La negoziazione riprende in automatico quando il LP ripristina le quote. Vediamo in dettaglio l'operatività del modello RFE, esaminando il comportamento del mercato nel caso di match positivo tra ordini, le tre diverse tipologie di RFE disponibili ed i principali vantaggi offerti dal modello. Nel caso in cui un ordine aggressivo si aggiunge a uno preesistente, il contratto non si

finalizza immediatamente e un messaggio RFE viene inviato al LP per consentirgli di aggiornare le sue quote esposte sul book. Dopo l'aggiornamento, o al più tardi alla scadenza del periodo di risposta massimo consentito al LP, il matching riprende secondo il criterio delle proposte della priorità prezzo-tempo. Questo meccanismo impedisce ad un operatore molto veloce (HFT) di negoziare un certificato, sapendo in che direzione si è mosso il sottostante, ma prima che il LP abbia aggiornato i propri prezzi per recepire tale variazione del prezzo del sottostante. In particolare, il messaggio RFE non contiene alcuna informazione in merito alla controparte, il segno dell'operazione, il prezzo e la quantità dell'ordine aggressivo. Il modello di mercato è configurabile agevolmente, dando la possibilità di tenere il meccanismo RFE disabilitato per quegli LP non soggetti al rischio di arbitraggio, dato il numero ridotto e le caratteristiche dei prodotti quotati, oppure attivato con due diverse durate del periodo RFE, una quasi istantanea per prodotti più soggetti ad arbitraggio e un'altra più protettiva per il LP. La migrazione su Optiq ha introdotto anche la possibilità di negoziare gli strumenti su SeDeX in un orario esteso rispetto alla fascia storica diurna 9:05 - 17:30. A scelta degli emittenti, è ora possibile avviare le negoziazioni a livello di singolo strumento alle 8:00 oppure alle 9:05 e terminare le negoziazioni alle 17:30, 20:30 o 22:00. Ad oggi, oltre l'80% degli strumenti quotati su SeDeX vengono offerti nella fascia più ampia 8:00 - 22:00, coprendo anche in particolare il mercato statunitense sino alla chiusura. Questa importante innovazione in pochi mesi dal lancio sta riscontrando il favore degli investitori. A gennaio sono 4 emittenti attivi e 10 operatori attivi sulla buy-side. La quota di mercato è incrementata all'11% del controvalore (13% dei contatti) per i prodotti di flusso con oltre il 50% dei volumi concentrati su sottostanti americani (azioni, indici, commodities). Il nuovo modello migliora la liquidità del mercato andando incontro ai favori degli investitori e degli emittenti. Un cambio di passo per il mondo dei certificati.

