

I CERTIFICATI ALLA PROVA DEL CAMBIAMENTO

Liquidità e liquidabilità, cosa è cambiato con l'introduzione delle nuove regole di Optiq

L'AGENDA

- Informazioni generali
- I mercati: SeDeX e Cert-X
- Il Liquidity Provider
- Il Bid-only
- Le Fasi e gli Orari di Negoziazione
- Request For Execution (RFE)
- La Gestione degli Errori



INFORMAZIONI GENERALI



Informazioni generali

L'**11 Settembre 2023**, per i Certificati e i Warrants, si è provveduto alla sostituzione della piattaforma di negoziazione Millennium Exchange, fino a quel momento utilizzata nei mercati di Borsa Italiana, con quella del gruppo EURONEXT: **Optiq**.

Tale processo era già avvenuto per il mercato dell'Equity e degli ETF; in futuro sarà previsto anche per i Financial Derivatives e le Energy Commodities.

Oltre al cambiamento dell'infrastruttura (piattaforma di negoziazione), sono state modificate anche le regole di negoziazione, come di seguito illustrato.

I MERCATI: SEDEX E CERT-X



SeDeX e Cert-X

In passato, il gruppo Borsa Italiana offriva due mercati (MTF) per le negoziazioni dei certificati di investimento e degli altri derivati cartolarizzati (Covered Warrant): il **SeDex** e il **Cert-X** (EuroTLX).

In tali mercati erano quotati 4 diverse tipologie di prodotti:

Covered Warrant Plain Vanilla

covered warrant che consistono in un'opzione call o put

Covered Warrant Strutturati/Esotici

covered warrant che incorporano opzioni esotiche o che sono combinazioni di opzioni call e/o put

Leverage Certificate

classe A: certificate a leva variabile
classe B: certificate a leva fissa

Investment Certificate

classe A: benchmark
classe B: certificates che incorporano una o più opzioni strutturate o esotiche

Le Modalità di Negoziazione

Pre-Migrazione

Negoziazione continua standard

- Cert-X
- SeDeX Warrant Plain Vanilla
- SeDeX Leverage certificates classe B
- SeDeX Investment certificates classe A

Negoziazione in presenza dello specialista

- SeDeX Leverage certificates classe A
- SeDeX Investment certificates classe B
- SeDeX Warrant strutturati/esotici

Post-Migrazione

SeDeX e Cert-X: modello di mercato con RFE e regole di funzionamento uniformate tra i due mercati

In passato, le negoziazioni sui mercati SeDeX e Cert-X erano sottoposte ad una **regolamentazione eterogenea**.

Ad oggi, in seguito alle novità introdotte, i due mercati SeDeX e Cert-X continuano ad esistere come due **mercati autonomi**, tuttavia viaggiano sulla stessa infrastruttura e sono sottoposti a **regole di negoziazione uniformi**.

In particolare, tutti i prodotti su entrambi i mercati sono **negoziati esclusivamente in presenza del LP (Liquidity Provider)** e le negoziazioni possono essere **concluse soltanto all'interno della forchetta delle quote dallo stesso esposte**.

Fonte: EURONEXT

Negoziazione sospesa

Pre-Migrazione (frozen period)

La sospensione avviene in automatico quando mancano entrambe le quote dello specialist. Durante la sospensione non è possibile inserire o modificare ordini, ma **solo cancellarli**. La negoziazione riprende in automatico ogni volta che lo specialista ripristina le quote.

Post-Migrazione (reservation phase)

La sospensione avviene in automatico quando mancano entrambe le quote oppure una sola quota è assente e il LP non si è dichiarato in bid-only. Durante la sospensione è possibile **inserire, modificare e cancellare** ordini. La negoziazione riprende in automatico ogni volta che lo specialista ripristina le quote.

Fonte: Euronext

In passato, le negoziazioni venivano sospese se lo specialista non esprimeva in book né il prezzo ask né quello bid. Durante la fase di sospensione, l'investitore poteva esclusivamente cancellare ordini pregressi.

Ad oggi, affinché si verifichi la sospensione delle negoziazioni è sufficiente che il **LP non esponga solo uno dei due prezzi** (eccezione per i prodotti in bid-only). In tal caso, l'investitore può sia **cancellare** che **modificare** gli ordini pregressi, sia **inserirne dei nuovi**.

IL LIQUIDITY PROVIDER



Le figure a supporto della liquidità del mercato

Liquidity Provider

- Presente **un solo LP per ISIN**
- È l'unico LP **ufficiale**
- Sostituisce lo Specialista
- È **obbligatorio**
- Agisce previo **consenso dell'emittente**
- Fornisce liquidità attraverso **Bulk Quotes**
- Può operare sia in **Bid & Ask** che in **Bid-Only**
- Ha un obbligo di presenza minima sul book dell'**80%**

Secondary Liquidity Provider

- **Uno o più per ISIN**
- È **volontario**
- Agisce previo **consenso dell'emittente**
- Fornisce liquidità attraverso **Orders**
- Può operare sia in **Bid & Ask** che in **Bid-Only**
- Ha un obbligo di presenza minima sul book dell'**50%**

Market Maker (solo SeDeX)

- **Uno o più per ISIN**
- È **volontario**
- Agisce **senza consenso dell'emittente**
- Fornisce liquidità attraverso **Orders**
- Può operare esclusivamente in **Bid & Ask**
- Ha un obbligo di presenza minima sul book dell'**50%**

In conclusione ricordiamo che:

In passato, le negoziazioni sui mercati SeDeX e Cert-X erano sottoposte ad una regolamentazione eterogenea. In particolare, sul **SeDeX** per quanto riguarda i **Leverage Certificates classe A**, **Investment Certificates classe B** e **Warrant strutturati/esotici** la negoziazione era ammessa solo in presenza dello specialista e le negoziazioni potevano essere concluse soltanto nella forchetta di prezzo dallo stesso esposta. Mentre, per gli altri prodotti quotati sul SeDeX e tutti quelli quotati sul Cert-X non erano imposte delle limitazioni.

Ad oggi, la regolamentazione è invece divenuta omogenea, **tutti i prodotti su entrambi i mercati** possono essere negoziati esclusivamente in presenza del LP e le negoziazioni possono essere concluse soltanto all'interno delle quote dallo stesso esposte.

***** Criticità *****

Con l'estensione del modello SeDeX anche al mercato Cert-X oggi è indispensabile la presenza continuativa del LP in book per consentire le regolari negoziazioni

A distanza di due mesi dall'entrata in vigore delle nuove regole, la principale criticità si osserva su quei certificati il cui LP non espone le proprie quote per il tempo previsto dai regolamenti

Sebbene le situazioni di prolungata assenza del LP dai book siano state finora residuali, si sono registrati casi di sospensione fino a 6 giorni consecutivi per la mancanza di prezzi del LP

IL BID-ONLY



Il Bid-Only

In passato, lo specialista per poter quotare un prodotto in bid-only doveva prima comunicarne l'intenzione a Borsa Italiana la quale emetteva un avviso di borsa, ammettendo di fatto tale quotazione soltanto il giorno successivo.

Ad oggi, invece i **LP possono passare alla quotazione bid-only autonomamente e in real time intraday su tutti i prodotti che desiderano**. L'obiettivo è quello di aumentare la fluidità delle negoziazioni.

Il LP può tornare alla quotazione Bid&Ask quotando semplicemente entrambi i prezzi.

Dovendo le negoziazioni essere concluse all'interno delle quote esposte dal LP, nel caso in cui il prodotto quotasse in Bid-only, è stimato un limite superiore (c.d. **Virtual Offer Price**) che ci permette di comprendere la forchetta di prezzi entro la quale gli ordini potranno essere eseguiti.

Il Virtual Offer Price (VOP)

Prezzo Bid del LP (b)	Limite superiore per la conclusione degli scambi (VOP)
$b < 0,003$	$b + 0,005$
$0,003 \leq b < 0,03$	$b + 0,02$
$0,03 \leq b < 0,1$	$b + 0,04$
$0,1 \leq b < 0,2$	$b + 0,05$
$0,2 \leq b < 0,3$	$b + 0,07$
$0,3 \leq b < 0,75$	$b + 0,1$
$0,75 \leq b < 1,5$	$b + 0,2$
$1,5 \leq b < 3$	$b + 0,3$
$3 \leq b < 5$	$b + 0,5$
$5 \leq b < 10$	$b + 0,8$
$10 \leq b < 30$	$b + 1,5$

Prezzo Bid del LP (b)	Limite superiore per la conclusione degli scambi (VOP)
$30 \leq b < 70$	$b + 4$
$70 \leq b < 90$	$b + 7$
$90 \leq b < 110$	$b + 9$
$110 \leq b < 200$	$b + 12,5$
$200 \leq b < 300$	$b + 20$
$300 \leq b < 500$	$b + 30$
$500 \leq b < 750$	$b + 50$
$750 \leq b < 1.000$	$b + 75$
$1.000 \leq b < 5.000$	$b + 90$
$5.000 \leq b < 10.000$	$b + 150$
$10.000 \leq b < 50.000$	$b + 200$
$b \geq 50.000$	$b + 500$

***** Criticità *****

Nel book a destra si osserva come il prezzo BID del LP sia a 69,47 euro e per la tabella di massimo scostamento prevista per il VOP, si possano incrociare i prezzi fino a un massimo di 73,47 euro (+4 euro). La domanda di certificati a prezzi superiori (fino a 83 euro) impedisce di fatto il «matching» e causa la sospensione del book anche per l'intera seduta

						Min	Max	Rif.	Ape
-						80,17			
CONT						30	83,00	89,97	51
Nr	Q.tà	Bid	Ask	Q.tà	Nr	Prezzo	Q.tà	Ora	
1	30	83,00	89,97	51	1				
1	30	80,02	90,00	260	1				
1	30	80,00							
1	20	78,00							
1	200	73,00							
1	51	72,63							
1	30	72,62							
1	100	69,56							
1	1.000	69,47							
Volume			Ctv.						

***** Criticità *****

Per risolvere tale situazione è necessario che le eventuali proposte di vendita da parte di chi ha i certificati in portafoglio, vengano inserite a un prezzo massimo di 73,47 euro (Bid+4 euro) o al meglio. In tal caso, dopo un primo tentativo di «match» a vuoto, che causerà la sospensione, si riuscirà a incrociare le due proposte a un prezzo massimo di 73,47 euro

						Min	Max	Rif.	Ape
						68,23	69,59	80,17	68,56
Nr	Q.tà	Bid	Ask	Q.tà	Nr	Prezzo	Q.tà	Ora	
1	30	83,00	89,97	51	1				
1	30	80,02	90,00	260	1				
1	30	80,00							
1	20	78,00							
1	200	73,00							
1	51	72,63							
1	30	72,62							
1	100	69,56							
1	1.000	69,47							
Volume			Ctv.						

***** Criticità *****

E' da porre attenzione anche al fatto che qualora il Prezzo Bid del LP salisse al di sopra dei 70 euro, si entrerebbe nella nuova fascia di scostamento, con massimo VOP a 77 euro (70+7)

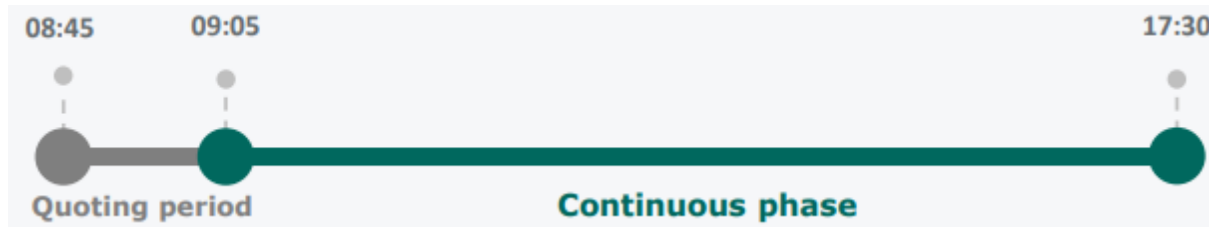
Prezzo Bid del LP (b)	Limite superiore per la conclusione degli scambi (VOP)
$30 \leq b < 70$	$b + 4$
$70 \leq b < 90$	$b + 7$
$90 \leq b < 110$	$b + 9$
$110 \leq b < 200$	$b + 12,5$
$200 \leq b < 300$	$b + 20$
$300 \leq b < 500$	$b + 30$
$500 \leq b < 750$	$b + 50$
$750 \leq b < 1.000$	$b + 75$
$1.000 \leq b < 5.000$	$b + 90$
$5.000 \leq b < 10.000$	$b + 150$
$10.000 \leq b < 50.000$	$b + 200$
$b \geq 50.000$	$b + 500$

FASI E ORARI



Orari di Negoziazione

In passato, sul **SeDeX** e sul **Cert-X**:



Fonte: EURONEXT

Quoting Period (08.45 - 09.05): esclusivamente lo specialista poteva inserire nei book le quote come indicazione del mercato

Continuous Phase (09.05 – 17.30): la negoziazione si verificava in base alle regole di negoziazione prestabilite

Ad oggi, a seguito delle novità introdotte, sul **SeDeX**:



Call Phase (07.30 – 08.00/09.05): lo specialista può inserire le quote nei book e inoltre anche gli investitori possono inserire gli ordini; tuttavia questi non possono ancora essere eseguiti

Continuous Phase (09.05 – 17.30): la negoziazione si verifica in base alle regole di negoziazione prestabilite

Extended Trading Hours (08.00 – 09.05 e 17.30 – 20.30/22.00): l'emittente può decidere di estendere il periodo di negoziazione

Extended Trading Hours (ETH)

Ciascun emittente può decidere ISIN per ISIN se continuare a negoziare i propri prodotti nella fascia oraria 09.05 - 17.30 oppure estendere il relativo periodo di negoziazione.

Infatti, non tutti gli emittenti hanno interesse ad estendere il periodo di negoziazione oppure riconoscono l'utilità dell'estensione solo per una gamma ristretta di prodotti. Ad esempio, la quotazione fino alle 22.00 potrebbe essere utile per quei certificati scritti su sottostanti americani.

L'estensione delle negoziazioni sarà possibile esclusivamente sul mercato SeDeX. Per quanto concerne il Cert-X l'orario di negoziazione rimane invariato alla fascia oraria 09.05-17.30.

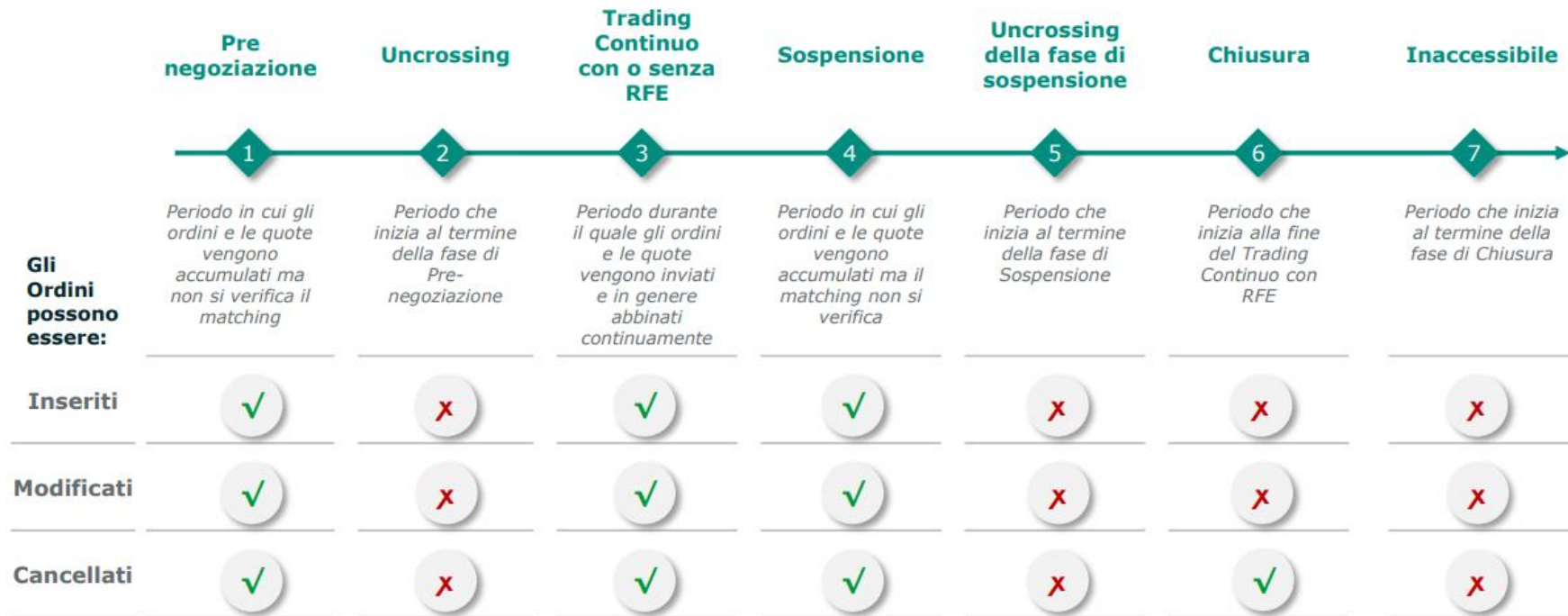
L'adesione all'ETH, oltre che per l'emittente, è a discrezione anche dell'intermediario finanziario.

L'estensione della negoziazione è comunicata attraverso un avviso di borsa con 15 giorni di preavviso.

Inoltre, è anche possibile modificare nel corso del tempo l'orario di negoziazione; potrà essere esteso nei prodotti negoziati esclusivamente nella fascia oraria 09.05-17.30 e potrà essere ridotto per quelli che prevedono l'Extended Trading Hours.

Fasi di Negoziazione

Il trading è organizzato con le seguenti fasi:



Fonte: EURONEXT

PRIVATE

✗ Non disponibile ✓ Disponibile

REQUEST FOR EXECUTION (RFE)



Request For Execution (RFE)

Ad oggi, a seguito delle novità introdotte, nella fase di Negoziazione Continua così come nell'Extended Trading Hours (qualora adottato) il LP può decidere ISIN per ISIN se ricorrere o meno al meccanismo del Request For Execution (RFE).

RFE è un meccanismo che **protegge il LP da un arbitraggio di latenza** (time arbitrage).

Gli obiettivi sono quelli di:

- Ampliare l'offerta di prodotti quotati da parte degli emittenti;
- Incrementare la liquidità dei prodotti, infatti i LP essendo protetti dagli arbitraggi di latenza non avranno bisogno di ridurla;
- Proteggere gli investitori dalla negoziazione a prezzi non ottimali, grazie alla sospensione delle negoziazioni in assenza del LP.

Request For Execution (RFE)

Nel caso in cui il LP decida di adottare il meccanismo del RFE, **le quote che lo stesso inserisce nel book sono considerate come quote indicative ovvero non immediatamente eseguibili.**

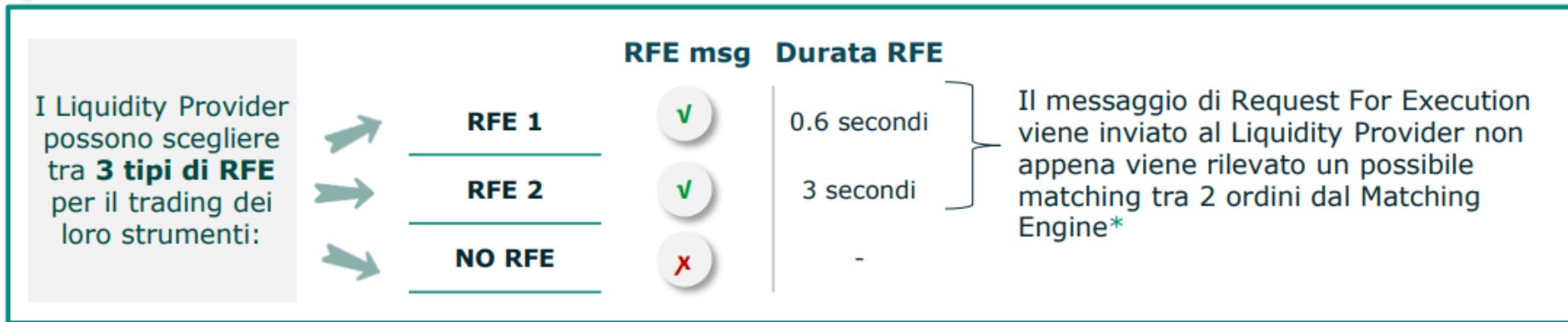
Nel momento in cui viene inserito un ordine che potenzialmente può essere eseguito, lo stesso rimane temporaneamente in sospeso, in quanto viene **inviato al LP un messaggio che comunica la potenzialità del match e dà allo stesso la possibilità di aggiornare il valore delle proprie quote.**

Una volta che i prezzi sono stati aggiornati o confermati gli stessi diventano immediatamente eseguibili, quindi nel caso in cui le condizioni consentano ancora la negoziazione l'ordine sarà eseguito.

Il LP ha a disposizione un tempo limitato per l'aggiornamento, se non interviene e quindi lascia scadere il periodo di RFE, le quote precedentemente considerate come indicative diventano eseguibili.

In particolare esistono due diverse tipologie di RFE:

3 Negoziazione in continua con Request For Execution (RFE)



Fonte: EURONEXT

La distinzione riguarda il tempo a disposizione del LP per aggiornare o confermare i prezzi indicativi.

Il processo RFE è previsto sia nel caso in cui il potenziale match colpisca le quote del LP sia quelle di altri investitori privati presenti in book.

Request For Execution (RFE)

In conclusione ricordiamo che:

- **Il meccanismo RFE non riguarda in automatico tutti i certificati**
- **Ogni LP potrà decidere di avvalersi del meccanismo RFE selezionandone il livello e i relativi ISIN**
- **Il tempo a disposizione per l'LP per confermare le quote è al massimo di 3 secondi**
- **Il meccanismo RFE si attiva anche sull'inserimento degli ordini dei privati**
- **Il messaggio che l'LP riceve è privo di qualsiasi informazione (non c'è indicazione di prezzo, quantità, se è buy o sell) e serve solo per avvisare che potrebbe esserci un match tra le proposte in book**
- **Il meccanismo RFE dovrebbe contrastare principalmente lo scalping e l'arbitraggio di latenza**

LA GESTIONE DEGLI ERRORI



Gestione degli Errori

In passato, la procedura di gestione degli errori veniva attivata con conseguente cancellazione degli ordini nel caso in cui, tra gli altri criteri, l'emittente subiva delle perdite superiore ai 5.000 euro.

Ad oggi, a seguito delle novità introdotte, gli ordini possono essere cancellati nel caso in cui l'emittente subisce delle perdite superiore ai 2.000 euro.

È necessario che tale gestione degli errori avvenga con tempestività, quindi con tempistiche brevi, ed inoltre dovranno essere rispettate delle soglie massime di scostamento di prezzo:

Prezzo teorico di riferimento in euro (FMV = Fair Market Value)	Soglia di scostamento massima
FMV < 0.01	75%
0.01 ≤ FMV < 0.1	50%
0.1 ≤ FMV < 0.25	25%
0.25 ≤ FMV < 0.75	17.50%
0.75 ≤ FMV < 1	15%
1 ≤ FMV < 2	10%
2 ≤ FMV < 5	7.5%
5 ≤ FMV < 15	5.0%
15 ≤ FMV < 100	3.5%
100 ≤ FMV	2.5%

Prezzo teorico di riferimento in euro	Deviazione massima del Prezzo (Z%)
≤ 0.005	<u>5 * Z%</u>
0.0051 - 0.01	<u>3 * Z%</u>
0.0101 - 0.05	<u>2 * Z%</u>
> 0.05	<u>Z%</u>

Dove la deviazione Z% è definita come segue:

Leva X (long/short)	Commodities (Inclusi indici e futures)	Equities (Inclusi indici e futures)	Bonds e currencies (Inclusi indici e futures)	Altre asset classes
X ≥ 3	<u>10%</u>	<u>7.5%</u>	<u>2.0%</u>	<u>15%</u>
3 > X ≥ 5	<u>15%</u>	<u>10%</u>	<u>3.0%</u>	<u>20%</u>
X > 5	<u>25%</u>	<u>20%</u>	<u>5.0%</u>	<u>25%</u>