

11 SETTEMBRE 2023 :

***COME CAMBIA IL MERCATO DEI
CERTIFICATI DI EURONEXT***

L'AGENDA

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



INFORMAZIONI GENERALI



Informazioni generali

A seguito delle novità introdotte, si procederà alla sostituzione della piattaforma di negoziazione Millennium Exchange, finora utilizzata nei mercati di Borsa Italiana, con quella del gruppo di EURONEXT: **Optiq**.

Tale migrazione per i Certificati e i Warrants è effettiva a partire dall'**11 Settembre 2023**.

Tale processo è già avvenuto per il mercato dell'Equity e degli ETF; in futuro sarà previsto anche per i Fixed Income, i Derivati e le Commodities.

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

I MERCATI: SEDEX E CERT-X



SeDeX e Cert-X

Ad oggi, il gruppo Borsa Italiana offre due mercati (MTF) per le negoziazioni di certificati di investimento e altri derivati cartolarizzati (Covered Warrant): il **SeDex** e il **Cert-X** (EuroTLX).

In tali mercati sono 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

Ad oggi, le negoziazioni sui mercati SeDeX e Cert-X sono sottoposte ad una regolamentazione eterogenea.

A seguito delle novità introdotte, i due mercati SeDeX e Cert-X continueranno ad esistere come due **mercati autonomi**, tuttavia viaggeranno sulla stessa infrastruttura e saranno sottoposti a **regole di negoziazione uniformi**.

In particolare, tutti i prodotti su entrambi i mercati potranno essere **negoziati esclusivamente in presenza del LP (Liquidity Provider)** e le negoziazioni potranno 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

Ad oggi, le negoziazioni vengono sospese se lo specialista non espone in book né il prezzo ask né quello bid. Durante la fase di sospensione, l'investitore può esclusivamente cancellare ordini pregressi.

A seguito delle novità introdotte, 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 potrà sia **cancellare** che **modificare** gli ordini pregressi, che **inserirne dei nuovi**.

Il Bid-Only

Ad oggi, lo specialista per poter quotare un prodotto in bid-only deve prima comunicarne l'intenzione a Borsa Italiana la quale emetterà un avviso di borsa, permettendo di fatto tale quotazione soltanto il giorno successivo.

A seguito delle novità introdotte, invece i **LP potranno 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.

Lo stato di Bid-only è comunicato attraverso MDG Trading Side.

Il LP potrà 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, sarà 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 LIQUIDITY PROVIDER



Le figure a supporto della liquidità del mercato

Liquidity Provider

- Presente **un solo LP per ISIN**
- È l'unico LP **ufficiale**
- Sostituisce l'attuale 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:

Ad oggi, le negoziazioni sui mercati SeDeX e Cert-X sono 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 è ammessa solo in presenza dello specialista e le negoziazioni potranno 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 sono imposte delle limitazioni.

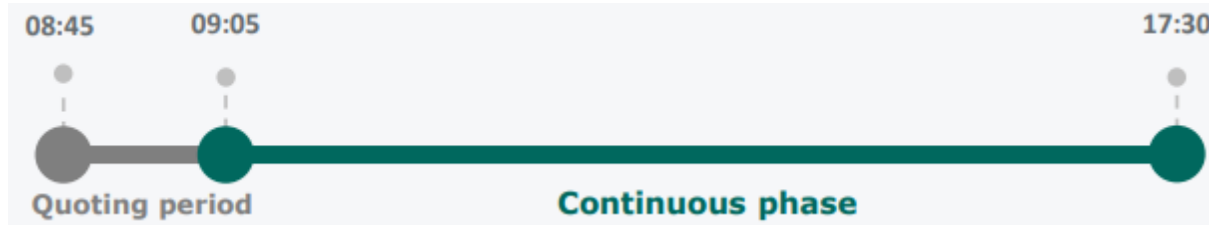
A seguito delle novità introdotte, la regolamentazione diverrà omogenea, **tutti i prodotti su entrambi i mercati** potranno essere negoziati esclusivamente in presenza del LP e le negoziazioni potranno essere concluse soltanto all'interno delle quote dallo stesso esposte.

FASI E ORARI



Orari di Negoziazione

Ad oggi, sul SeDeX e sul Cert-X:



Fonte: Euronext

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

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

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 potranno 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

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 avranno interesse ad estendere il periodo di negoziazione oppure potrebbero riconoscere 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 rimarrà invariato alla fascia oraria 09.05-17.30.

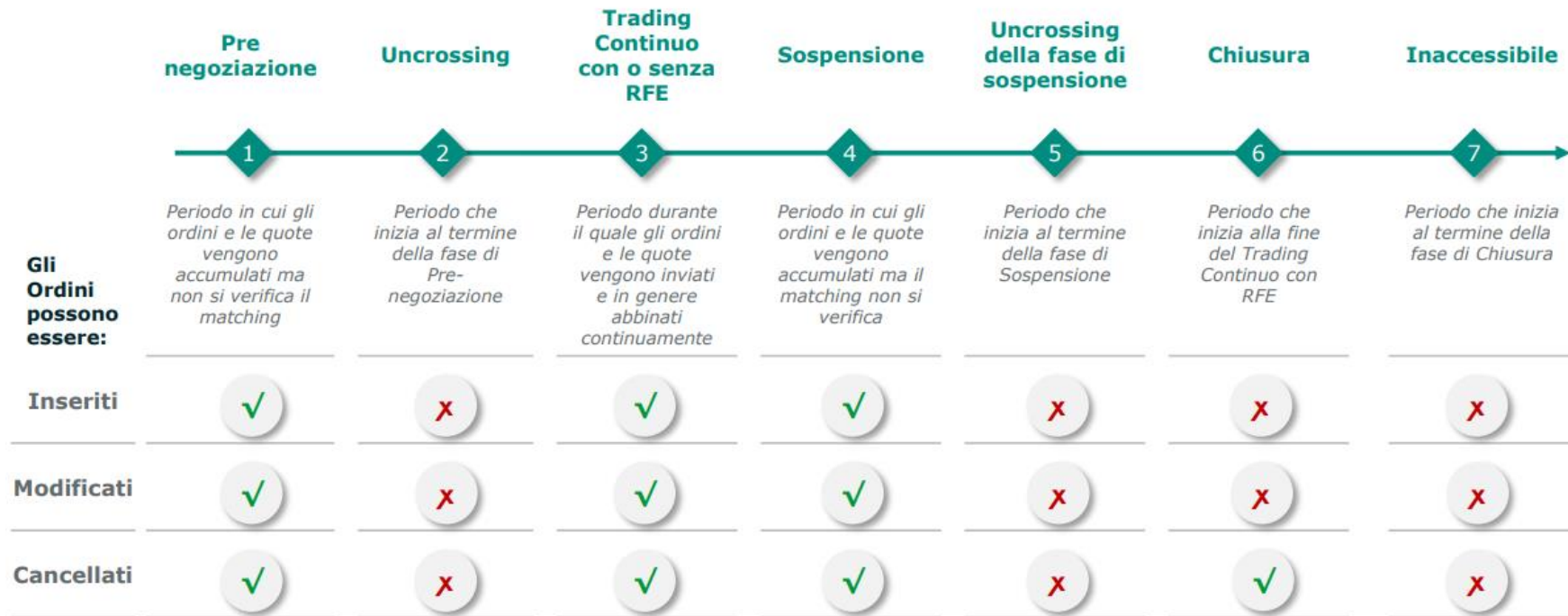
Il mercato coinvolto è il SeDeX (considerato il trading venue di riferimento per i warrant plain vanilla, i warrant strutturati, i certificati a leva), in quanto gli emittenti sono prevalentemente interessati ad estendere l'orario di negoziazione per i prodotti di trading: Leva Fissa, Turbo e Warrant.

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

Inoltre, **sarà anche possibile modificare nel corso del tempo l'orario di negoziazione;** si potrà estendere nei prodotti negoziati esclusivamente nella fascia oraria 09.05-17.30 e potrà essere ridotta 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)

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 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.**

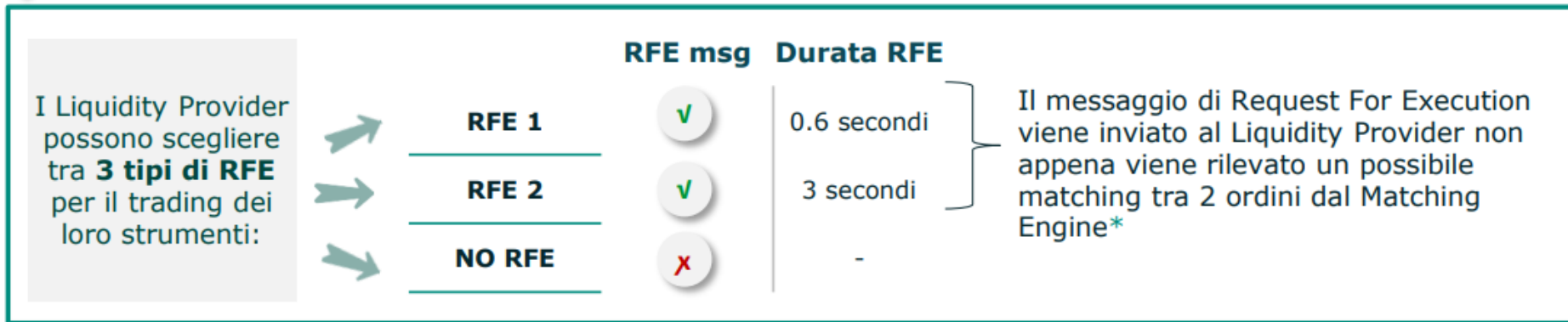
Nel momento in cui viene inserito un ordine che potenzialmente può essere eseguito, lo stesso rimane temporaneamente in sospeso, in quanto viene **inviato al LP un messaggio che comunica la potenzialità del match e dà allo stesso la possibilità di aggiornare il valore delle proprie quote.**

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

Ad oggi, la procedura di gestione degli errori viene attivata con conseguente cancellazione degli ordini nel caso in cui, tra gli altri criteri, l'emittente subisca delle perdite superiore ai 5.000 euro.

A seguito delle novità introdotte, gli ordini potranno essere cancellati nel caso in cui l'emittente subisca delle perdite superiore ai 2.000 euro.

Inoltre, è necessario che la gestione degli errori avvenga con tempestività, quindi con tempistiche brevi.

Infine, 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>