MEFF ***Circular***	**Numero:**	C-EX-DF-05/2020
	Segmento:	Derivados Financieros
	Fecha:	29 de junio de 2020
	Fecha entrada en vigor:	6 de julio de 2020
	Sustituye a:	C-EX-DF-19/2019
Asunto	Sistemas de Negociación de MEFF.	
Resumen	Sistemas de Negociación del Mercado en el Segmento de Derivados Financieros. Se modifica por la incorporación de la funcionalidad de la prevención a la auto-ejecución (self match prevention).	

De acuerdo con el artículo 9 del Reglamento de MEFF, el Mercado dispondrá de los siguientes Sistemas de Negociación:

- Sistema Electrónico de Negociación de MEFF, dentro del cual se encuentra el Sistema Electrónico de Órdenes y el Sistema de Operaciones Acordadas.

- Sistema de Cotización Bajo Petición (RFQ).

Los Contratos del Segmento de Derivados Financieros se podrán negociar en cualquiera de los Sistemas de Negociación mencionados en el apartado anterior y en la presente Circular.

1. SISTEMA ELECTRÓNICO DE NEGOCIACIÓN:

A. <u>Sistema Electrónico de Órdenes</u>

a) Mecanismo de Ejecución de Órdenes

La ejecución de órdenes en el sistema se ajusta conforme a un algoritmo que otorga prioridad a las órdenes según los criterios de Precio y Tiempo. Este algoritmo se aplica a todos los contratos negociados en MEFF.

En el sistema se mantienen dos listas (órdenes compradoras y órdenes vendedoras) donde se almacenan todas las órdenes pendientes de cruzar. Dicha lista está ordenada por precios (ascendentes para las ventas y descendentes para las compras), y dentro de cada precio por riguroso orden de llegada al sistema.

Para cada dos órdenes emparejadas (ejecución), se genera una operación al precio que tuviese la contrapartida.

Para todos los productos negociados en el Segmento de Derivados Financieros, a excepción de los contratos xRolling FX, cuando el sistema recibe una orden, se verifica si se puede cruzar con mejor contrapartida (orden de signo contrario).

- Si no se puede cruzar, se almacena ordenadamente en la lista de órdenes pendientes o bien es anulada según el tipo de orden de que se trate.

- Si se puede cruzar, se van realizando operaciones cruzando una tras otra las órdenes de la lista de contrapartidas hasta la total realización de la orden o hasta haber terminado las órdenes pendientes que le corresponden como contraparte.

Tras cada operación se verificará si ésta provoca el disparo de órdenes STOP.

MEFF, dispondrá, en el presente Sistema, de mecanismos para gestionar la volatilidad a través de Subastas de volatilidad que se regularán en la Circular correspondiente.

Para los contratos xRolling FX se dispondrá de un sistema de Protección de Latencia. En este caso, cuando el sistema recibe una orden, se verifica si se puede cruzar con mejor contrapartida (orden de signo contrario).

- Si no se puede cruzar, se almacena ordenadamente en la lista de órdenes pendientes o bien es anulada según el tipo de orden de que se trate.

- Si se puede cruzar, el sistema introducirá una latencia sobre la orden agresiva, de forma que esta quedará en un circuito de latencia. La orden solo saldrá de ese circuito de latencia si:

    - El periodo de latencia concluye, momento en el que la orden se enviará al libro y se irán realizando operaciones cruzando una tras otra las órdenes de la lista de contrapartidas hasta la total realización de la orden o hasta haber terminado las órdenes pendientes que le corresponderían como contraparte.
    - Si, a resultas de la retirada de las órdenes que iban a ser su contrapartida, la orden deja de ser agresiva.
    - Si recibe una modificación que produce que deje de ser agresiva.
    - Si la orden es cancelada.

Tras cada operación se verificará si ésta provoca el disparo de órdenes STOP.

El tiempo que dure el periodo de latencia para los contratos xRolling FX quedará fijado mediante Instrucción Operativa.

- **Ejecución de una orden limitada**

Si una orden limitada se puede cruzar, va realizando operaciones cruzando una tras otra las órdenes de la lista contrapartida hasta la total realización de la orden o hasta haber terminado las órdenes pendientes que le corresponden como contrapartida.

Para cada dos órdenes emparejadas (ejecución), se genera una operación al precio que tuviese la contrapartida. Si la orden no se ha realizado totalmente se continúan cruzando órdenes desde la lista contrapartida. Si después de todo este proceso no se ha conseguido realizar la orden totalmente, se incorpora en la lista de órdenes pendientes por la cantidad pendiente de cruzar. Las órdenes **Quote** se consideran como dos órdenes Limitadas.

- **Ejecución de una orden limitada inmediata**

Se realiza un tratamiento idéntico al de la orden limitada con la excepción de que la orden limitada inmediata es anulada por la parte no ejecutada.

Las órdenes de Ataque se consideran órdenes Limitadas Inmediatas.

En el caso que al lanzarse una orden limitada inmediata, un posible cruce provoque subasta de volatilidad, la orden se ejecutará hasta ese límite (sin tocarlo), el contrato entrará en subasta y el volumen pendiente se cancelará con motivo de anulación “Auc”.

- **Ejecución de una orden por lo mejor**

  La orden por lo mejor se comportará de la siguiente manera:

  1. En contratos **Futuros sobre IBEX 35** y **Futuros sobre BONO 10**, en el primer vencimiento, una orden por lo mejor de compra lanzará al mercado una orden limitada con un precio límite igual al último cruzado más el filtro de precio configurado; una orden por lo mejor de venta lanzará al mercado una orden limitada a precio igual al último cruzado menos el filtro de precio configurado.

     En el resto de vencimientos, una orden de compra por lo mejor lanzará al mercado una orden limitada con precio límite igual al precio último del primer vencimiento más el precio de cierre del time spread más el filtro de precio configurado; una orden por lo mejor de venta lanzará una orden limitada con precio límite igual al último del primer vencimiento más el precio de cierre del time spread menos el filtro de precio configurado.

  2. En los contratos de **TimeSpread sobre IBEX 35, sobre Acciones y sobre BONO 10** el precio de la orden será el precio último cruzado más (compra) o menos (venta) el filtro de precio configurado.

  3. Contratos **de Futuro sobre Acciones** y **xRolling FX:** En todos los vencimientos, el precio de la orden será el precio teórico calculado en ese momento más (compra) o menos (venta) el filtro de precio configurado.

  4. En **contratos de opción**, una orden por lo mejor de compra lanzará al mercado una orden limitada con precio límite igual al precio teórico del contrato más el filtro de precio configurado; una orden por lo mejor de venta lanzará al mercado una orden limitada con precio límite igual al precio teórico del contrato menos el filtro de precio configurado.

En cualquier contrato, si cuando se introduce una orden de compra por lo mejor no existiera precio de venta, y viceversa, o si el precio existente estuviera más alejado que el precio límite de la orden limitada lanzada, la orden por lo mejor se anularía.

Si la orden por lo mejor sí encontrase contrapartida, pero esa contrapartida no fuera de un volumen suficiente como para completar la orden por lo mejor, el volumen no operado quedará como pendiente de cruce en el libro de órdenes.

Si la orden por lo mejor pudiera provocar una subasta de volatilidad, se ejecutaría hasta el precio que hiciera saltar la subasta (sin tocarlo), el contrato entraría en subasta y el resto del volumen se quedaría pendiente.

- **Ejecución de una orden stop limitada**

Las órdenes STOP limitadas se disparan cuando la referencia marcada alcance o supere (alza) o iguale o sea inferior (baja) al precio de disparo.

Para todos los productos a excepción de los contratos xRolling FX la referencia será siempre el último cruzado del contrato.

Para los contratos xRolling FX la referencia deberá ser establecida en la orden de entre las siguientes posibilidades:

- Último cruzado del contrato.
- Mejor Demanda (si es menor o igual que).
- Mejor Oferta (si es mayor o igual que).

- Precio Medio de mejor demanda y mejor oferta:
    - En caso de no existir mejor precio de demanda, si la orden es una orden Stop de compra, tomará la mejor oferta como Precio Medio. Si la orden es una orden Stop de Venta, se cancelará (si se disparase no encontraría contrapartida contra la que ejecutar).
    - En caso de no existir mejor precio de oferta, si la orden es una orden Stop de Venta, tomará la mejor demanda como Precio Medio. Si la orden es una orden Stop de Compra, se cancelará (si se disparase no encontraría contrapartidas contra la que ejecutar).
- Mejor Demanda o Último cruzado (si es menor o igual que).
- Mejor Oferta o Último cruzado (si es mayor o igual que).

Cuando llega una orden Stop Limitada al Sistema, se verifica si la orden llega ya disparada, en cuyo caso se trata como una orden limitada (hay que remarcar que es difícil que se dé esta circunstancia ya que el Terminal de Negociación no permite introducir órdenes Stop que ya nazcan disparadas). Si no es así, se almacena en el libro de órdenes pendientes. En dicha lista quedan ordenadas por riguroso orden de precio y después por orden cronológico de llegada al sistema.

Como consecuencia de cualquier modificación en las variables que pueden disparar una orden Stop se verifica si se deben disparar órdenes Stop. Las órdenes Stop aparecen en el momento de ser disparadas como órdenes limitadas en el libro de órdenes y son tratadas por riguroso orden de precio y dentro de un precio por orden cronológico de llegada al sistema. Una orden limitada procedente de un stop limitada disparada, se considerará a efectos de prioridad de ejecución como si se hubiera introducido en el momento del disparo. Así las órdenes Stop disparadas pueden dar contrapartida a la orden que originó la operación que disparó la Stop - caso en el que mejoren el precio en referencia a las demás órdenes pendientes o en segundo lugar cuando una vez colocadas en el libro de pendientes son atacadas por aquella.

- Ejecución de una orden toda o nada

Cuando llega una orden toda o nada se verifica si existe suficiente volumen para dar contrapartida a la orden, en cuyo caso se trata ésta como si fuese una orden limitada inmediata. Si no existe suficiente volumen en contrapartida, la orden queda anulada por el volumen total.

Si existiendo volumen necesario para dar contrapartida, la orden todo o nada provocara una subasta de volatilidad sin llegar a completar el volumen, la orden se cancelaría en su totalidad con motivo de rechazo “Auc”.

- **Ejecución de una Orden al Precio de Subasta**.

Esta orden es un tipo de orden condicionada a que la subasta se resuelva con case de operaciones. Este tipo de órdenes intervienen en la determinación del Precio de la Subasta comportándose como órdenes al mejor precio de otras órdenes limitadas del mismo signo. Si no son ejecutadas en la subasta se anulan

- **Prevención de auto-ejecución (self match prevention)**

De manera opcional y mediante el uso de la funcionalidad self match prevention en el Sistema electrónico de órdenes cuya configuración y funcionamiento de encuentra descrita en el apartado 9 de la Circular C - EX - DF 04/2020 o aquella que la sustituya, los miembros puedan evitar la auto-ejecución.

Este sistema de prevención de auto - ejecución permite a los miembros evitar que sus órdenes se ejecuten entre ellas rechazando el sistema una ejecución entre sus propias órdenes cuando éstas sean de signo contrario.

- **Introducción de Órdenes de sentido contrario con intención de casar una operación previamente acordada**

Cuando los Miembros acuerden con carácter previo operaciones sobre Contratos que MEFF defina mediante Instrucción Operativa como contratos que sus precios u horquillas sean mejorables en volumen o calidad de la horquilla, y por un volumen inferior a LIS, deberán seguir el procedimiento descrito en el apartado siguiente en el caso de enviar deliberadamente o de forma consciente órdenes al Sistema Electrónico de Órdenes para la negociación de las citadas operaciones.

Procedimiento:

- El Miembro deberá enviar una Indicación de Interés en el Contrato sobre el que ha acordado una operación y por el volumen de la misma. Esta indicación de Interés tendrá la finalidad de informar al Mercado su intención de enviar órdenes en el Sistema Electrónico de Órdenes dando la posibilidad al conjunto de Miembros del Mercado de dar contrapartida en igualdad de condiciones.

  Una vez que la Indicación de Interés ha sido enviada, todos los participantes del mercado tendrán la oportunidad de enviar sus órdenes al sistema de negociación.

- Desde que el Miembro envía la indicación de Interés hay un tiempo mínimo que debe esperar antes de enviar sus órdenes al mercado y un tiempo máximo que es el que durará la Indicación de Interés Estos tiempos vendrán definidos mediante Instrucción Operativa.

- De esta manera el Miembro que ha solicitado la indicación de Interés podrá cruzar al mejor precio que le ofrezcan en el libro de órdenes, o enviar su orden de compra y su orden de venta al mismo precio siendo éste mejor que el enviado por los miembros del Mercado.

b) Información Pre Negociación a publicar

Según lo estipulado en el Reglamento Delegado 2017/583 de la Comisión del 14 julio de 2016, la información que MEFF publicará de acuerdo al tipo de sistema de negociación es:

- Para cada instrumento financiero: el número agregado de órdenes y el volumen que representan a cada nivel de precio, para, al menos, las mejores cinco niveles de precio en la demanda y en la oferta.

- En aplicación de la exención de transparencia pre negociación OMF (Order Managment Facility) estarán exentas de las obligaciones de transparencia las órdenes Stop Limitadas. Sus datos no se harán públicos hasta el momento de su disparo.

c) Información Post Negociación a publicar

Según lo estipulado en el Reglamento Delegado 2017/583 de la Comisión del 14 julio 2016, la Información que MEFF publicará en tiempo real será la recogida en los Anexos II y III del citado Reglamento.

B. Sistema de Operaciones Acordadas

Mediante este Sistema de Negociación, se pueden comunicar al Mercado, operaciones previamente acordadas entre Miembros o aplicaciones (Operaciones Acordadas) siempre que se cumplan los requisitos, parámetros y plazos que se recogen en la Circular de Operaciones Acordadas.

La comunicación se realizará mediante una solicitud por medios electrónicos enviada a MEFF. La operación la podrá comunicar uno de los Miembros participantes en la misma, en cuyo caso el otro Miembro participante en la operación tendrá que confirmarla o, alternativamente, un intermediario podrá comunicar la operación, en cuyo caso los dos Miembros participantes deberán confirmarla.

El principio básico que regirá la aceptación de Operaciones Acordadas es que su precio sea un precio de mercado y su volumen esté bien por encima de los umbrales establecidos por ESMA (LIS) si el contrato es líquido, o bien cualquier volumen si el contrato es ilíquido. La calificación de liquidez, así como los umbrales LIS, vendrá definida por ESMA y MEFF la recogerá por Circular.

En el caso de Operaciones Acordadas en estrategias, el principio básico que regirá su aceptación será la consideración de dicha estrategia como ilíquida.

Una vez que MEFF haya recibido la solicitud, y haya sido aceptada por los Miembros intervinientes, procederá a aceptarla y registrarla, siempre que la misma cumpla los requisitos descritos en la correspondiente Circular. El registro de la Operación no interferirá en el normal desarrollo del Mercado no marcando precio en el valor del último cruzado. Una vez registradas en MEFF, serán enviadas a BME CLEARING para su compensación y contrapartida central.

Estas Operaciones computarán en BME CLEARING a efectos del cálculo del riesgo intradía de cada Miembro participante en la Operación.

a) Información Pre Negociación a publicar en el Sistema de Operaciones Acordadas.

En aplicación de la exención al régimen de transparencia pre negociación de órdenes de gran tamaño (LIS Pre) y órdenes en estrategias (Package Orders), no se hará pública ninguna información relativa a la fase de pre negociación en este Sistema.

b) Información Post Negociación a publicar en el Sistema de Operaciones Acordadas.

De acuerdo con el Reglamento Delegado 2017/583 de la Comisión del 14 julio 2016, la Información que MEFF publicará en un tiempo máximo de 15 minutos será la recogida en los Anexos II y III del citado Reglamento.

MEFF se ha acogido al régimen de diferimiento de la información publicado por la CNMV, de tal manera que a petición de las contrapartidas, y siempre que se cumpla una las de las condiciones definidas en el siguiente apartado, la información posterior a la negociación se hará en D+2 antes de las 19:00 (hora local), publicándose en el día de la operación al cierre de la sesión el volumen acumulado (incluyendo la operación acordada cuyos detalles se publicarán en D+2) y la posición abierta acumulada.

- Condiciones para poder diferir la información:

  - Que la operación sea de gran volumen en comparación con el tamaño normal del mercado LIS (post negociación).

- Que al menos una de las contrapartidas sea un Miembro que actúa por Cuenta Propia y el volumen supere el tamaño específico del instrumento (SSTI, post negociación).

- Que la operación sea una operación combinada que cumpla uno de los siguientes criterios:

    - Que uno o varios de sus componentes sean operaciones en instrumentos financieros que tengan un gran volumen en comparación con el tamaño normal del mercado LIS (post negociación).
    - Que al menos una de las contrapartidas sea un Miembro que opera por Cuenta Propia, y uno o varios de sus componentes sean operaciones con instrumentos financieros que superen el tamaño específico del instrumento SSTI (post negociación).

2. SISTEMA DE COTIZACIÓN BAJO PETICIÓN O SISTEMA DE REQUEST FOR QUOTE (RFQ).

El sistema RFQ permitirá a los miembros introducir solicitudes de cotización sobre los contratos admitidos a negociación en MEFF en el Segmento de Derivados Financieros, para cualquier volumen salvo en las Opciones sin cobertura de Futuro o Contado, cuyo volumen nunca podrá ser inferior al LIS pre.

El sistema RFQ no está disponible para los contratos xRolling FX.

El sistema RFQ permitirá a los miembros, en caso de que tengan interés, introducir órdenes de respuesta a las solicitudes de cotización, pudiendo ser éstas de aceptación de la solicitud (aceptando el precio propuesto por el solicitante) o de propuesta (en el caso de que la solicitud se hubiera hecho sin precio), en su caso, de un precio y sentido, no pudiendo proponer un contrato/s distinto al de la solicitud a la que responden.

a) Reglas de funcionamiento del sistema de negociación RFQ

Solicitudes de Cotización

La solicitud de cotización (o el RFQ) podrá ser introducida en el sistema por un Miembro de MEFF (miembro Peticionario/Iniciador/solicitante). El miembro Peticionario tendrá que ser Miembro del Segmento respecto de cuyos Contratos realiza la solicitud de cotización.

La solicitud de cotización podrá ir dirigida a todos los Miembros del correspondiente Segmento de MEFF, o a una lista cerrada, (en adelante participantes del RFQ). En el caso de volúmenes inferiores o iguales a LIS-pre en las Opciones combinadas el Miembro Peticionario deberá en todo caso incluir en la lista de participantes a los Proveedores de Liquidez de los Contratos objeto de la solicitud de cotización

Las solicitudes de cotización en este estado sólo serán públicas para los participantes del RFQ.

La solicitud de cotización tendrá la siguiente información:

- Contrato/s sobre los que se realiza la solicitud de cotización. Los contratos sobre los que se podrá hacer una solicitud de cotización serán todos aquellos admitidos a negociación en MEFF y definidos en la Circular de contratos listados en MEFF en el Segmento de Derivados Financieros.

Si el contrato incluyera la cobertura mediante acciones (delta) (+U-U según Explicación del Código del Producto de Estrategias y Anexo 2 de la Circular de Codificación), deberá definir también el miembro de la Bolsa de Valores que la realizará.

- El volumen para el que realiza la solicitud de cotización (obligatorio), el sentido (opcional), y el precio (opcional).

- La solicitud de cotización se enviará al mercado con el Modo "indicativo" activado. Esto implica que la solicitud de cotización y sus órdenes de respuesta no son ejecutables. Las órdenes de respuesta son precios en firme pero no podrán ser ejecutadas mientras la solitud de interés esté en modo indicativo.

Respuesta a las solicitudes de cotización del miembro peticionario (órdenes de respuesta de los participantes del RFQ)

La solicitud de cotización del Miembro Peticionario podrá ser contestada por cualquiera de los participantes del RFQ a los que se haya dirigido la solicitud mediante el envío de órdenes de respuesta. Las respuestas serán órdenes limitadas. Los participantes del RFQ podrán ver la identidad del Miembro Peticionario.

El Miembro Peticionario será el único que podrá ver los distintos precios y volúmenes con los que los participantes del RFQ contesten a esa solicitud de cotización (órdenes de respuesta), sabiendo también la identidad de cada participante. Los participantes solo podrán ver la solicitud de cotización y su orden de respuesta, pero no podrán ver el resto de órdenes de respuesta.

Si el Miembro Peticionario no realizara ninguna acción sobre la solicitud o sobre las órdenes de respuesta enviadas por los participantes del RFQ, pasados 5 minutos, la solicitud de cotización y, si hubiera, las órdenes de respuesta, se harán públicas con el detalle definido en el Reglamento Delegado 2017/583 según el volumen de las órdenes de respuesta y los umbrales establecidos y se cancelarán. Esta cancelación supone que la solicitud permanece en el sistema, con las órdenes si las hubiera, pero no se permite la negociación.

El Miembro Peticionario será el único que pueda aceptar las órdenes de respuesta mediante el Tipo de orden Todo o Nada bajo las siguientes condiciones:

- Podrá aceptar una o todas las órdenes de respuestas a su solicitud, aunque el volumen total supere el volumen solicitado en su solicitud.

- El Miembro Peticionario, en el caso de tener varias órdenes de respuestas con el volumen solicitado y querer aceptar una, deberá aceptar la que tenga mejor precio, no obstante, si no todas tienen el volumen solicitado , podrá aceptar la orden de respuesta que ofrezca el volumen solicitado aun cuando no tenga el mejor precio.

- No podrá aceptar parcialmente una respuesta, es decir, cada orden de respuesta individual solo podrá ser aceptada en su totalidad.

Se entenderá que las solicitudes de cotización son ejecutables en el momento en el que el Miembro Peticionario cambie el modo de "indicativo" a "firme", sin perjuicio de que posteriormente el Miembro Peticionario acepte todas o alguna de las órdenes de respuesta.

Operaciones

La aceptación de las órdenes de respuesta ejecutables por parte del Miembro Peticionario en los términos establecidos en los apartados anteriores dará lugar a una o varias operaciones (una operación por cada orden de respuesta aceptada) entre el miembro peticionario y el participante del RFQ. La operación u operaciones se entenderán celebradas entre el miembro peticionario y el miembro o miembros participantes del RFQ que hayan enviado las órdenes de respuesta ejecutables aceptadas por el miembro peticionario.

La operación o las operaciones que tengan lugar como consecuencia de la aceptación de una o varias órdenes de respuesta siempre serán por el volumen ofertado en la orden de respuesta.

b) Información pre negociación a publicar

El indicador/ modo "firme" del miembro peticionario dará lugar a la publicación de solicitud de cotización y las órdenes de respuesta con el detalle definido en el Reglamento Delegado 2017/583 según el volumen de las órdenes de respuesta y los umbrales establecidos:

- Órdenes cuyo volumen (en nominal) esté por encima del LIS-pre: si el nominal fuera superior al umbral establecido para las órdenes de gran tamaño, no se publicarían dichas órdenes de respuesta ejecutables.

- Órdenes cuyo volumen (en nominal) esté por debajo de LIS-pre y por encima del SSTI-pre: si el nominal fuera inferior a LIS-pre pero superior al umbral definido por ESMA como tamaño específico del instrumento (SSTI-pre), se publicará el precio medio ponderado por volumen de las órdenes de respuesta ejecutables.

- Órdenes cuyo volumen (en nominal) se encuentre por debajo de SSTI-pre: si el nominal no cumpliera los umbrales establecidos para las órdenes de tamaño específico se publicarán el precio y el volumen de cada una de ellas.

Una vez publicadas, el Miembro Peticionario aceptará la orden u órdenes de respuesta ejecutables, dando lugar a una operación en MEFF en los términos establecidos en el apartado 3 anterior.

c) Información a publicar post negociación

Según lo estipulado en el Reglamento Delegado 2017/583 de la Comisión del 14 julio 2016, la Información que MEFF publicará en un tiempo máximo de 15 minutos será la recogida en los Anexos II y III del citado Reglamento.

MEFF se ha acogido al régimen de diferimiento de la información publicado por la CNMV, de tal manera que a petición de las contrapartidas, y siempre que se cumpla una las de las condiciones definidas en el apartado 1.B.b, la información posterior a la negociación se hará en D+2 antes de las 19:00 (hora local), publicándose en el día de la operación al cierre de la sesión el volumen acumulado (incluyendo la operación acordada cuyos detalles se publicarán en D+2) y la posición abierta acumulada.