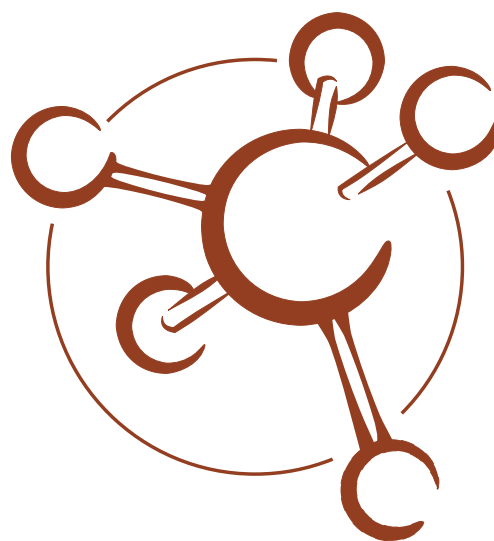


Le Innovazioni dei mercati gestiti da Borsa Italiana

Nel corso del 1997 e del 1998, il panorama dei mercati regolamentati italiani ha conosciuto importanti cambiamenti finalizzati a consolidare le basi su cui si fonda la nuova logica di gestione privatistica dei mercati: completamento dei servizi e dei prodotti offerti, qualità del sistema di negoziazione e suo orientamento in funzione delle caratteristiche degli strumenti finanziari offerti e, infine, efficienza gestionale.

Nello specifico, Borsa Italiana ha esteso la propria attività regolamentare su nuovi mercati (il Mercato degli strumenti derivati su tassi di interesse e il Nuovo Mercato), ha innovato il funzionamento dei mercati esistenti definendo nuove modalità di negoziazione per gli strumenti finanziari a limitata liquidità e per le spezzature e, infine, ha razionalizzato il sistema di *pricing*.



IL MERCATO ITALIANO DEI DERIVATI SUI TASSI DI INTERESSE (MIF)

Nato nel 1992, il Mercato italiano dei derivati sui tassi di interesse è stato gestito per quasi sei anni dal Comitato di gestione di Mif cui facevano parte prevalentemente rappresentanti del mondo bancario italiano. Il processo di privatizzazione dei mercati, attivato dal Dlgs n. 415/96, ha portato alla costituzione della società Mif Spa, autorizzata da Consob a gestire il Mercato italiano dei derivati su tassi di interesse dal 17 settembre dello stesso anno. Dal 12 maggio 1998, l'unico azionista di Mif Spa è Borsa Italiana che, nei mesi precedenti l'autorizzazione alla gestione del mercato, ha avviato un'intensa attività finalizzata all'introduzione a pieno titolo del Mif nel contesto internazionale.

Scopo dell'azione sul Mif è un sistema di negoziazione trasparente ed efficiente, capace di attirare il flusso degli ordini proveniente da un allargamento del network degli operatori ammessi al mercato

La strategia di azione si focalizza sulla microstruttura del mercato e sulla gamma dei prodotti offerti.

- La revisione della microstruttura, intesa a creare un mercato compatibile con le modalità operative europee, comporta l'adozione di una struttura di tipo *order-driven* e la definizio-

ne delle priorità di prezzo e tempo nell'esecuzione delle proposte.

- ◆ Relativamente al primo aspetto, l'immissione degli ordini sul mercato è stata estesa a tutti gli intermediari abilitati, che possono operare sia in conto proprio sia per conto terzi. La precedente microstruttura del Mif si articolava in tre categorie di operatori: i *market makers* che, in conto proprio o in conto terzi, potevano immettere o applicare ordini; i *dealers* che, in conto proprio o in conto terzi, potevano solo applicare ordini; i *locals* che potevano solo applicare ordini in conto terzi.
- ◆ Relativamente al secondo aspetto, in precedenza il sistema prevedeva una priorità delle proposte in conto terzi rispetto quelle in conto proprio e, a parità di prezzo e di tipologia, delle proposte provenienti dallo stesso operatore già presente sul *book* con altre proposte.
- Per quanto attiene i prodotti offerti se ne è ampliata la gamma, aumentando la copertura della curva per scadenza dei tassi, introducendo il Btp futures a 30 anni e il futures Euribor a 1 mese.

Da dicembre 1998, Mif fa parte dell'accordo Euro-GLOBEX cui partecipano i mercati dei derivati su tassi di interesse francese (Matif) e spagnolo (Meff-RF). Tale accordo rafforza in ambito internazionale le linee guida espresse in precedenza: esso infatti favorisce l'incremento della liquidità del mercato e dei prodotti offerti tramite il collegamento in *network* dei sistemi di negoziazione e il riconoscimento della *cross-membership* e del *cross-exchange-trading* attraverso cui i membri di ognuno dei tre mercati diventano automaticamente membri degli altri due e gli operatori possono negoziare tutti i prodotti utilizzando le postazioni di lavoro già in uso.

IL NUOVO MERCATO

Il Nuovo Mercato è il mercato dedicato alle imprese di piccola e media dimensione che presentano alto potenziale di crescita (*high growth*) in virtù di approcci innovativi di prodotto, processo o servizio in settori sia ad alto contenuto tecnologico sia tradizionali.

Il Nuovo Mercato si propone di soddisfare le esigenze di diversi interlocutori:

- Emittenti desiderosi di distinguere i propri destini da quelli dei grandi gruppi industriali e nello stesso tempo di aprirsi a nuovi investitori pur mantenendo la propria connotazione geografica;
- Investitori che si propongono di diversificare il proprio portafoglio su piccole e medie imprese ad alto potenziale di crescita, facilmente distinguibili dalle altre società quotate sul mercato di Borsa;
- Intermediari che vogliono ampliare o focalizzare il proprio campo di attività, assistendo le imprese nella quotazione e successivamente nella negoziazione, utilizzando le relazioni con la clientela per approfondire la conoscenza delle realtà produttive locali.

Oltre a essere un mercato *ad hoc*, il Nuovo Mercato è, fin dalla sua costituzione, collegato a EURO.NM, il circuito paneuropeo focalizzato sulle *high growth companies* cui partecipano anche *Le Nouveau Marché* (Parigi), *Neuer Markt* (Francoforte), *EURO.NM Amsterdam* (Amsterdam) ed *EURO.NM Belgium* (Bruxelles). La partecipazione al circuito garantisce una vetrina europea e quindi un'immediata visibilità delle imprese italiane, facilitandone la pro-



mozione presso gli investitori domestici e internazionali. Nell'ambito del sistema EURO.NM sono definite regole comuni di ammissione e gestione dei mercati che lasciano tuttavia la libertà necessaria per adattare il mercato alla realtà domestica.

La forma di mercato *order-driven* offre maggiori opportunità di sviluppo del mercato in quanto garantisce equità di trattamento nei confronti degli operatori che possono liberamente inserire proposte di negoziazione, con effetti positivi sul livello competitivo del mercato a favore della qualità dei prezzi e del volume degli scambi e, per questa via, della liquidità del mercato. La combinazione tra tale forma di mercato e la presenza di un operatore avente funzioni di sostegno alla liquidità deriva dalla necessità di garantire il mantenimento di un sufficiente livello di liquidità per titoli che, a fronte di maggiori opportunità di rendimento, presentano un più alto livello di rischio. Lo specialista del Nuovo Mercato media le convalidate caratteristiche positive dello specialista su titoli sottili con la peculiarità del mercato e, in particolare:

- garantisce la propria presenza continuativa sul mercato per quantitativi minimi giornalieri ed entro una variazione massima (fissata dalle regole comuni del circuito EURO.NM) dei prezzi denaro-lettera;
- svolge attività di ricerca finalizzata alla diffusione al pubblico di un'adeguata informativa sulla società emittente;
- data la maggiore rischiosità dei titoli, e quindi della funzione di sostegno alla liquidità, gode di un monopolio informativo di cinque minuti durante il quale ha la visibilità esclusiva degli ordini di dimensione superiore a 50.000 euro.

Per la microstruttura, Borsa Italiana ha scelto una struttura spiccatamente order-driven con funzioni di sostegno alla liquidità svolte da un operatore specialista

GLI STRUMENTI FINANZIARI A LIMITATA LIQUIDITÀ (TITOLI SOTTILI)

Il progetto "titoli sottili", la cui operatività ha avuto inizio il 19 maggio 1997, si è posto come obiettivo lo sviluppo della liquidità degli strumenti finanziari a limitata liquidità. A tal fine si è proceduto a segmentare il listino di Borsa per evidenziare i titoli sui quali fosse opportuno intervenire per incrementare volume, frequenza degli scambi e significatività dei prezzi. I criteri per identificare l'elenco di titoli sottili sono il controvalore medio giornaliero, la capitalizzazione, il rapporto di *turnover* rispetto al flottante (rapporto tra il numero di azioni scambiate e il numero di azioni costituenti il flottante), il *market touch* (media dei differenziali denaro-lettera presenti sul *book* di negoziazione) e il flottante.

A parità di livello-soglia dei parametri di liquidità, la riduzione del numero di titoli sottili è un indicatore di incremento della liquidità generale del mercato e in particolare dei titoli che partivano da condizioni di minore liquidità

Al primo elenco, composto da cento titoli, sono seguiti due aggiornamenti in funzione delle mutate caratteristiche di liquidità delle società. La prima revisione, entrata in vigore il 2 gennaio 1998, ha portato i titoli a ottanta, mentre l'ultima revisione, entrata in vigore il 10 maggio 1999, ha ridotto ulteriormente il numero a cinquanta.

- Ai titoli inclusi nell'elenco sono stati assegnati orari di negoziazione differenti rispetto agli altri titoli del listino di Borsa. In particolare, l'asta di apertura è stata posticipata al fine di

evitare che l'apertura dei titoli più liquidi distogliesse l'attenzione dagli strumenti meno liquidi. Inoltre, per limitare l'impegno operativo degli specialisti e impedire un'eccessiva dispersione del flusso degli ordini, la durata della fase di negoziazione continua è stata limitata a tre ore e mezza.

- In aggiunta a tale intervento, è stata introdotta la figura dell'operatore specialista, la cui adozione è lasciata alla volontà della società emittente, che in tal modo dimostra di voler garantire una adeguata liquidità del proprio titolo. Lo specialista su titoli sottili svolge un'attività di sostegno alla liquidità del titolo attraverso una presenza continuativa sul *book* di negoziazione per un quantitativo minimo giornaliero ed entro un differenziale massimo dei prezzi denaro-lettera. Al fine di garantire un flusso continuativo di informazioni, lo specialista si impegna inoltre a pubblicare, periodicamente e in occasione di specifici eventi societari, analisi economico-finanziarie utili per una valutazione corretta dell'investimento. I rapporti tra intermediario specialista e società emittente sono regolati mediante un contratto di liquidità, definito secondo gli schemi predisposti dalle associazioni di categoria in accordo con Borsa Italiana:

Tra gli interventi per migliorare la liquidità dei titoli sottili vi sono orari di negoziazione ridotti e la possibilità di avvalersi di un operatore specialista

te sono regolati mediante un contratto di liquidità, definito secondo gli schemi predisposti dalle associazioni di categoria in accordo con Borsa Italiana:

- ◆ se l'operatore interviene sul mercato utilizzando il proprio portafoglio titoli, agisce per conto proprio;
- ◆ se l'operatore interviene sul mercato utilizzando un fondo di liquidità, composto da titoli e contante, messo a disposizione dalla società emittente, agisce per conto terzi.

A fronte dell'attività svolta, Borsa Italiana riconosce agli specialisti agevolazioni sulle *trading fees* per il sostegno alla liquidità e un rimborso per la diffusione dei risultati della propria attività di ricerca e analisi. L'utilità dell'operatore specialista è dimostrata dal fatto che molte società, transitate dalla categoria strumenti finanziari a limitata liquidità a quella dei titoli liquidi per effetto dell'accresciuto volume degli scambi, hanno deciso di mantenere comunque tale figura per garantire un adeguato livello di liquidità e la significatività dei prezzi.

LA NUOVA MODALITÀ DI NEGOZIAZIONE DELLE SPEZZATURE

Le proposte di negoziazione di spezzature possono essere immesse nel sistema telematico durante l'intera seduta di Borsa, ma sono visualizzate e partecipano alla negoziazione della sola asta di apertura.

Il 28 dicembre 1998 è entrata in vigore la nuova modalità di negoziazione delle spezzature, cioè quantitativi inferiori al lotto minimo di negoziazione. Dal 1995 le spezzature erano negoziate su un mercato *ad hoc* attraverso l'intervento di un intermediario specializzato nella negoziazione in proprio di spezzature e impegnato a sottoscriverne lo sbilancio (il saldo in acquisto o in vendita delle proposte rimaste ineseuite) per un determinato importo calcolato in funzione delle caratteristiche del titolo.

Le spezzature di azioni, obbligazioni convertibili e warrant sono ora negoziate sul Mercato Telematico Azionario (Mta) senza l'intervento degli specialisti. Le ragioni di questo cambiamento rispondono all'esigenza di unificare gli scambi sullo stesso sistema telematico, rendendo la negoziazione più efficiente ed efficace attraverso il contenimento dei costi di gestio-



ne del mercato e la riduzione della permanenza degli ordini sul mercato. Le proposte di negoziazione di spezzature partecipano alla determinazione del prezzo teorico di apertura, ma possono essere immesse solo senza limite di prezzo (sono quindi eseguibili al prezzo di apertura).

LA NUOVA STRUTTURA DEL SISTEMA DI PRICING

La gestione dei mercati comporta costi che, per garantire un funzionamento equilibrato dell'intero sistema, devono essere ripartiti tra i diversi soggetti fruitori dei servizi di organizzazione e regolamentazione. Borsa Italiana ha proceduto a razionalizzare e distribuire le risorse sul mercato, con l'obiettivo di favorirne lo sviluppo incentivando coloro che più contribuiscono a garantirne un elevato livello qualitativo.

Nella definizione della struttura di costi per gli operatori e per gli emittenti, Borsa Italiana si è posta obiettivi di competitività, facilità di comprensione e flessibilità nei confronti delle esigenze di mercato, sviluppati in un'ottica di confronto internazionale.

Il pricing delle società emittenti azioni

Il criterio guida utilizzato per determinare i corrispettivi per la quotazione dei titoli è quello di definire prezzi adeguati ai servizi offerti alle società ammesse a quotazione. Tra questi ultimi ricordiamo: la determinazione del prezzo dei titoli, la liquidità dei titoli, la potenzialità di raccolta di nuovi capitali e, infine, il controllo e la consulenza sull'operatività. La Tavola 5 riporta il sistema di *pricing* che ne deriva, dove la capitalizzazione risulta il criterio di base per il calcolo del corrispettivo con due classi di corrispettivi (prima quotazione e corrispettivo annuale a regime) e una differenziazione in funzione delle caratteristiche della società emittente.

Il pricing può costituire una forte leva competitiva se coerente con gli obiettivi di sviluppo dei mercati a vantaggio tanto della società di gestione del mercato quanto degli emittenti e degli intermediari

Il pricing degli intermediari

La nuova struttura organizzativa del mercato ha reso obsoleto il precedente sistema di *pricing* fondato su una previsione di pareggio tra costi e ricavi e ha portato Borsa Italiana ad abban-

**TAVOLA 5 - CORRISPETTIVI PER LA QUOTAZIONE⁽¹⁾
IN VIGORE DAL 1° LUGLIO 1999 (EURO)**

	Ogni 500 000 di capitalizzazione	Max	Min
PRIMA QUOTAZIONE			
Nuove società	75	500 000	10 000
Società derivanti da fusioni o scissioni con emittenti quotati	40	150 000	10 000
Società già quotate in Borse estere	40	50 000	10 000
Nuove categorie di azioni	-----	5 000 per ogni singola categoria	-----
CORRISPETTIVO A REGIME			
Società con quotazione principale in Italia	11 (semestrali)	250 000 (semestrali)	6 500 (semestrali)
Società con quotazione principale in Borse estere	-----	6 500 semestrali	-----

(1) Per il 1999, i corrispettivi di prima quotazione e annuali non si applicano alla quotazione di titoli sul Nuovo Mercato

donare, fin dalla sua prima formulazione della struttura dei corrispettivi, la logica del “bilanciamento” fondata sulla commisurazione delle tariffe al numero di operazioni effettuate mensilmente sul mercato dal complesso degli intermediari. E' stato invece definito un corrispettivo base comprensivo anche della prestazione dei servizi di Riscontro e Rettifica Giornaliera dei contratti (Rrg) e di Diffusione dell'informativa sui Dati di Borsa (Ddb).

L'attuale *price-list* (vedi Tavole 6 e 7) commisura quindi i corrispettivi degli intermediari in funzione della loro partecipazione ai sistemi telematici e del loro contributo alla liquidità del mercato. Per questo motivo, gli intermediari sono suddivisi in due categorie in funzione del numero di contratti conclusi, prevedendo costi fissi periodici (annuali e mensili) superiori e costi per transazione inferiori per la categoria il cui accesso al mercato è più frequente (vedi in particolare Tavola 7). Nell'ambito di quest'ultima categoria i costi sono ulteriormente differenziati per categoria dimensionale: i costi fissi aumentano con la categoria dimensionale, mentre i costi unitari per transazione decrescono con l'aumentare del numero dei contratti conclusi.

L'attuale struttura di pricing prevede una struttura di incentivi in funzione dell'apporto di liquidità al mercato

TAVOLA 6 - CORRISPETTIVI PER I SERVIZI TELEMATICI DELLA CATEGORIA 1 IN VIGORE DAL 1° LUGLIO 1999

Categoria 1:

Intermediari operanti su Mta, Mot, Mpr e Idem, con operatività annua inferiore, in tutti i mercati, rispettivamente a 50.000 e 100.000 contratti fatturabili su Mta, Mot/Mpr e a 50.000 contratti standard sull'Idem

- ◆ Nessuna *membership fee*
- ◆ Nessun canone di abbonamento⁽¹⁾ mensile all'Mta
- ◆ Canone mensile di abbonamento⁽¹⁾ al Mot/Mpr pari a 1.650 euro
- ◆ Canone mensile di abbonamento⁽¹⁾ all'Idem pari a 2.000 euro
- ◆ Costo per transazione⁽²⁾ pari a 2,5 euro per l'Mta, a 0,90 euro per il Mot/Mpr e a 1 euro per l'Idem
- ◆ *Floor* mensile di 2.500 euro sull'Mta
- ◆ Il prezzo include: un'interconnessione sull'Mta, due collegamenti sul Mot e 4 collegamenti sull'Idem

(1) Il canone mensile di abbonamento include il servizio informativo “Diffusione Dati Borsa” (Ddb)

(2) Il costo unitario di transazione include il costo del servizio di Riscontro e Rettifica Giornaliera dei contratti (Rrg)



TAVOLA 7 - CORRISPETTIVI PER I SERVIZI TELEMATICI DELLA CATEGORIA 2 IN VIGORE DAL 1° LUGLIO 1999

Categoria 2:

Intermediari non compresi nella categoria 1 (vedi Tavola 6)

QUOTA ANNUALE DI ADESIONE AL MERCATO

Importo fisso non frazionabile pari a 25.000 euro

CANONE MENSILE DI ABBONAMENTO AI SINGOLI MERCATI⁽¹⁾

Categoria dimensionale (n. annuo di contratti)	Importo mensile (euro)	N. interconnessioni / collegamenti inclusi
<u>Mta</u>		
Fino a 50.000	2 000	1
Da 50.001 a 200.000	4 000	2
Da 200.001 a 500.000	8 000	3
Da 500.001 a 800.000	13 000	4
Oltre 800.000	16 000	5
<u>Mot/Mpr</u>		
Fino a 100.000	1 650	2
Oltre 100.000	3 300	4
<u>Idem</u>		
Canone unico	2 000	4

COSTO UNITARIO PER TRANSAZIONE⁽²⁾

N. contratti fatturabili ⁽³⁾	Euro per contratto	N. contratti standard	Euro per contratto
<u>Mta</u>		<u>Idem</u>	
Fino a 200.000	0,80	◆ Futures su indice (Mib30 futures e Midex futures)	
Da 200.001 a 500.000	0,50	Fino a 50.000	0,50
Da 500.001 a 800.000	0,40	Da 50.001 a 300.000	0,40
Oltre 800.000	0,30	Da 300.001 a 600.000	0,35
		Oltre 600.000	0,25
<u>Mot/Mpr</u>		◆ Opzione su indice (Mib30 option)	
Fino a 100.000	0,90	Fino a 30.000	0,50
Oltre 100.000	0,40	Da 30.001 a 120.000	0,40
		Da 120.001 a 300.000	0,30
		Oltre 300.000	0,20
		◆ Opzioni su azioni	
		Fino a 7.500	0,50
		Da 7.501 a 45.000	0,40
		Da 45.001 a 90.000	0,30
		Oltre 90.000	0,20

(1) Il canone mensile di abbonamento include il servizio informativo "Diffusione Dati Borsa" (Ddb)

(2) Il costo unitario di transazione include il costo del corrispondente servizio di Riscontro e Rettifica Giornaliera dei contratti (Rrg)

(3) Per numero di contratti fatturabili si intende il numero di contratti effettivamente eseguiti dal singolo intermediario allo stesso prezzo e originati da una singola proposta di negoziazione