

Le Novità del contesto operativo di Borsa Italiana

Il Gruppo Borsa Italiana (tavola 1) integra società operative nei diversi ambiti di cui si compone la filiera produttiva di una Borsa, dal *trading* al *post-trading*, con società attive in contesti collaterali che aiutano a completare la catena del valore. Borsa Italiana, Bit Systems, Cassa di Compensazione e Garanzia (CC&G), Monte Titoli e Piazza Affari Gestione e Servizi, unite nel Gruppo Bit, offrono un ampio e completo set di servizi alla comunità finanziaria nazionale e internazionale. L'efficacia del modello scelto si basa sulla capacità di combinare le sinergie derivanti dal coordinamento unitario delle diverse funzioni che compongono il *core business* di una Borsa, con la diversificazione delle attività svolte dal Gruppo. Ogni società contribuisce infatti al successo del Gruppo offrendo risorse e *skills* per soddisfare non solo le esigenze *captive* (facenti capo alle stesse società del Gruppo), ma anche quelle non *captive*, diversificando quindi le fonti di ricavo.

Dopo la razionalizzazione del 2002, la struttura societaria del Gruppo ha conosciuto tra la fine del 2003 e l'inizio del 2004 nuovi interventi finalizzati a incrementare ulteriormente la capacità di gestire con successo la filiera produttiva.

TAVOLA 1 - LA CONFIGURAZIONE SOCIETARIA DEL GRUPPO BORSA ITALIANA



Aggiornamento: marzo 2004

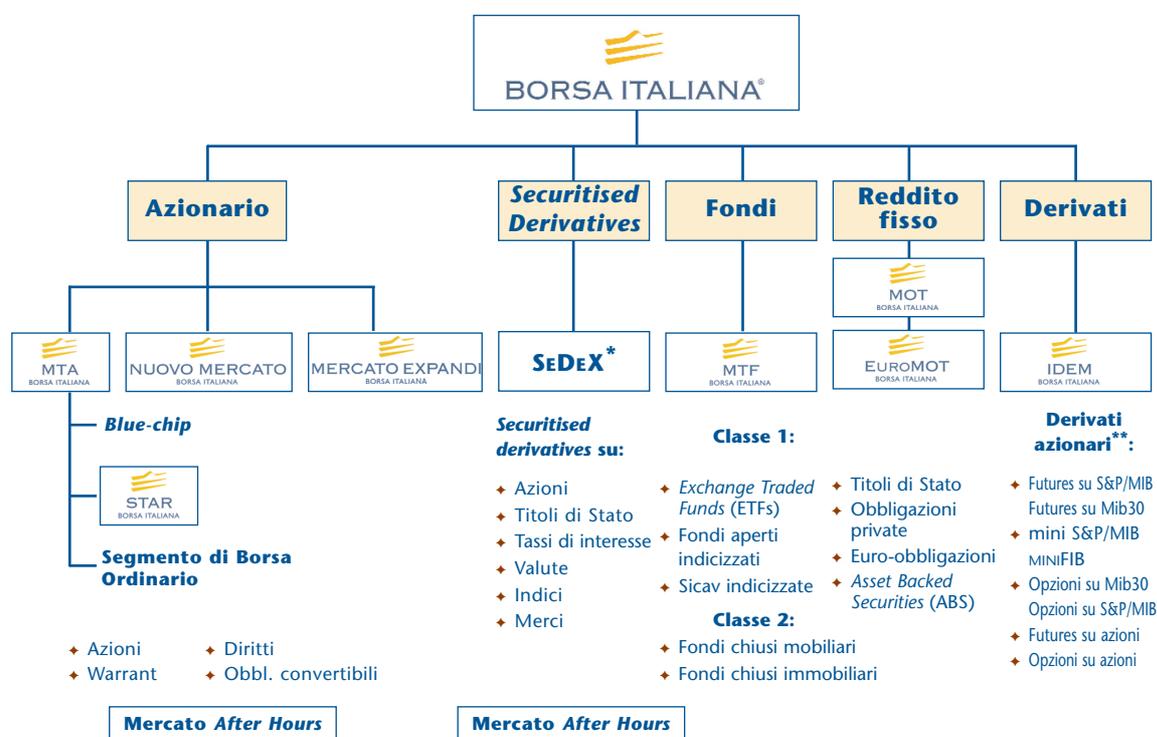
- A fine dicembre 2003, Borsa Italiana ha incrementato la propria partecipazione nel capitale sociale di Cassa di Compensazione e Garanzia dal 59% a oltre il 72%, con l'intenzione di crescere ulteriormente (a fine marzo 2004, la partecipazione aveva raggiunto il livello dell'86%).
- Il 25 marzo 2004, Borsa Italiana ha acquisito il 35% di BIt Systems, portando la propria partecipazione al 100% del capitale sociale. L'operazione si inserisce nel contesto di recupero del governo della leva tecnologica nella gestione dei mercati, coerentemente con la strategia del Gruppo di sviluppare competenze nell'ICT, un settore chiave per conseguire il successo nell'*exchange industry* internazionale.

Nel 2003, suo sesto anno di attività, Borsa Italiana ha reso operativi importanti progetti che hanno interessato tutte le componenti dei suoi mercati (tavola 2). Le ampie innovazioni al sistema di *post-trading*, considerata la notevole portata dei cambiamenti introdotti da CC&G e Monte Titoli, sono descritte in un successivo capitolo, specificamente dedicato alle principali novità nel campo dei sistemi di liquidazione.

LE INNOVAZIONI DEI MERCATI AZIONARI

Nel corso del 2003 Borsa Italiana ha continuato a focalizzare i propri sforzi per definire un quadro operativo e regolamentare dei mercati azionari sempre più rispondente all'evolversi dello scenario internazionale e delle esigenze dei partecipanti al mercato.

TAVOLA 2 - L'ARTICOLAZIONE DEI MERCATI GESTITI DA BORSA ITALIANA



* SEDEX, *Securitized Derivatives Exchange*, è il nuovo nome con cui il Mercato dei Covered Warrant (MCW) viene identificato dal secondo trimestre 2004.

** I contratti derivati sull'indice S&P/MIB sono in negoziazione dal 22 marzo 2004 e si sostituiranno gradualmente ai corrispondenti costruiti sul Mib30.

Particolarmente rilevanti sono stati gli interventi finalizzati a rafforzare ulteriormente i requisiti di ammissione e permanenza delle società sui mercati. Adeguandosi alle previsioni del Codice di Autodisciplina, il Mercato Telematico Azionario e il Nuovo Mercato esprimono un livello di qualità e di trasparenza più che conforme alla *best practice* internazionale. Il rafforzamento del requisito di indipendenza degli amministratori e la creazione del settore techSTAR (operativo dal 18 marzo 2004) sono due esempi che dimostrano l'impegno di Borsa Italiana per garantire la qualità e l'integrità del mercato.

Nel corso del 2003 ha trovato concretezza anche il progetto di evoluzione del Mercato Ristretto in un mercato capace di aprire la via della quotazione a un bacino più ampio di società. Con il Mercato Expandi Borsa Italiana ha arricchito la propria offerta disegnando un mercato capace di far incontrare le esigenze di finanziamento per le società di minori dimensioni, di diversificazione operativa e di portafoglio per intermediari e investitori e di stimolo per il *private equity*.

Oltre alle attività che hanno interessato i singoli mercati, altre importanti iniziative hanno coinvolto in modo trasversale tutti i mercati azionari:

- creazione dell'indice S&P/MIB, un indicatore altamente rappresentativo del mercato italiano sviluppato in *partnership* con Standard and Poor's e costruito secondo modalità riconosciute a livello internazionale;
- ulteriore armonizzazione del sistema di *trading* ai modelli internazionali, con l'adozione di nuovi orari di negoziazione ed estensione dell'anonimato del *book* di negoziazione al MTA e al corrispondente mercato serale TAH;

Si inseriscono in questo contesto, sebbene di portata più ampia e generale, gli interventi posti in essere dal legislatore italiano, e supportati da Borsa Italiana, per agevolare la quotazione delle imprese e lo sviluppo di fondi comuni specializzati nell'investimento in piccole e medie imprese.

IL MERCATO TELEMATICO AZIONARIO

Gli interventi che hanno caratterizzato il Mercato Telematico Azionario hanno riguardato in particolare i requisiti di quotazione e permanenza sul mercato, a testimonianza dell'impegno di Borsa Italiana di garantire un'offerta di strumenti finanziari di elevato *standing* internazionale.

La soglia dimensionale di ingresso sul mercato è stata alzata da 5 a 20 milioni di euro di capitalizzazione con la conseguenza, mantenendo il flottante al 25%, di qualificare per la quotazione società di dimensioni più consistenti. Questo intervento segue anche l'obiettivo di segmentare meglio l'offerta di prodotti, tenendo conto dell'esistenza di mercati diversi disegnati per accogliere tipologie differenti di società (tradizionali o *high growth*, piccole o grandi). In questo modo si intendono agevolare gli investitori nell'individuazione degli strumenti che meglio si adattano ai rispettivi profili di rischio-rendimento.

Le iniziative di Borsa Italiana hanno tenuto conto anche della progressiva internazionalizzazione dei mercati, che rende importante per gli strumenti inclusi o potenzialmente allocabili in portafogli esteri la disponibilità di informazioni in lingua inglese. Se per le società STAR,

oltre che per quelle del Nuovo Mercato, questa disposizione era già prevista a livello regolamentare, nei primi mesi del 2003 l'obbligo è stato esteso anche alle azioni del Mib30 e, successivamente, a quelle dell'indice S&P/MIB.

Un elemento determinante la qualità delle società quotate è la disciplina del governo societario. Nel corso del 2002 è stato aggiornato il codice di *corporate governance* delle società quotate, alla luce dell'esperienza raccolta a livello nazionale e internazionale. Se in linea generale l'adozione del Codice avviene sulla base del principio *comply or explain*, per le società STAR, che fanno degli alti requisiti l'elemento portante, molti dei principi del Codice sono obbligatori per l'ammissione e la permanenza nel segmento. In accordo alle modifiche apportate al Codice di Autodisciplina, nel corso del 2003 è stata eliminata per le società STAR la possibilità di attribuire al Consiglio di Amministrazione le competenze del Comitato per il controllo interno che, a sua volta, deve essere composto in maggioranza da amministratori indipendenti. Questo criterio quantitativo è elevato al 100% nei casi di società controllate da altra società quotata. Per rendere oggettiva e trasparente la valutazione dell'indipendenza di un amministratore, Borsa Italiana ha deciso di dettagliare e rafforzare la definizione presente nel Codice e nelle disposizioni dei propri regolamenti (tavola 3).

Sempre con riferimento al segmento STAR, e sulla base dell'esperienza acquisita nei primi anni di operatività, Borsa Italiana ha esteso la possibilità di fare richiesta di ingresso a STAR anche alle società quotate da meno di un anno, purché ne rispettino tutti i requisiti, compresa la soglia di flottante minimo del 35%. Tale percentuale permane al 20% nel caso di richiesta di ammissione decorso un periodo di quotazione superiore ai dodici mesi.

TAVOLA 3 - L'INDIPENDENZA DEGLI AMMINISTRATORI (SEGMENTO STAR)

FATTORI	CRITERIO DI INDIPENDENZA
Relazioni economiche rilevanti	In qualunque forma presenti - dirette, indirette o per conto terzi - le relazioni economiche non devono condizionare l'autonomia di giudizio dell'amministratore indipendente. Si considerano in ogni caso rilevanti e quindi tali da pregiudicare l'indipendenza: <ul style="list-style-type: none">◆ i rapporti commerciali che eccedono il 5% del fatturato dell'impresa fornitrice o dell'impresa beneficiaria;◆ le prestazioni professionali che eccedono il 5% del reddito dell'amministratore, o comunque superiori a 200.000 euro.
Riferimento temporale	L'analisi dell'attività svolta dall'amministratore ai fini della valutazione di indipendenza si estende: <ul style="list-style-type: none">◆ per le prestazioni professionali e rapporti di natura commerciale, all'anno in corso e a quello precedente;◆ per i rapporti di lavoro subordinato e gli incarichi di amministratore esecutivo, agli ultimi tre esercizi.
Partecipazione nella società	<ul style="list-style-type: none">◆ Inesistenza di partecipazioni dirette, indirette o per conto terzi che permettano di esercitare un'influenza notevole sulla società;◆ Non adesione a patti parasociali per il controllo della società.
Cause di ineleggibilità	Non possono essere nominati amministratori indipendenti: <ul style="list-style-type: none">◆ coniuge o convivente, parente o affine entro il secondo grado di un amministratore esecutivo della società o di un azionista che controlla la società;◆ coniuge o convivente, parente o affine entro il primo grado di soggetti anche solo potenzialmente idonei a influenzare le decisioni della società.

IL NUOVO MERCATO

Nel corso del 2003 il Nuovo Mercato ha continuato a percorrere il cammino della qualità e per questa via ha elevato ulteriormente i propri requisiti di ammissione e permanenza sul mercato con il fine ultimo di rafforzare gli strumenti di tutela del mercato e la percezione di affidabilità degli strumenti quotati.

- **Flottante** - Il livello di flottante rilevante ai fini dell'ammissione sul mercato è stato alzato dal 20% al 30%.
- **Patrimonio netto** - Al momento dell'ammissione, il patrimonio netto contabile minimo, anche consolidato, è stato raddoppiato da 1,5 a 3 milioni di euro.
- **Investitori istituzionali nel capitale sociale** - Per le società di più recente costituzione (operative da meno di tre esercizi al momento della presentazione della domanda di quotazione), l'ammissione è subordinata alla presenza di investitori istituzionali in capitale di rischio che rappresentino un presidio organizzativo, operativo e finanziario a beneficio della società. Seguendo gli stessi obiettivi, ma subordinatamente alla richiesta della società e all'accettazione di Borsa Italiana, il ruolo degli investitori in capitale di rischio può essere assunto da partner industriali.
 - ◆ Gli investitori istituzionali in capitale di rischio devono detenere una quota almeno pari al 10% del capitale sociale.
 - ◆ La partecipazione deve essere stata detenuta da almeno 12 mesi dal momento della presentazione della domanda di ammissione (per le *start up* il periodo temporale si riduce a 6 mesi).
 - ◆ Gli azionisti che ricoprono questo ruolo sono subordinati al vincolo di *lock up* per la partecipazione del 10% richiesta.
- **Corporate Governance** - In accordo ai principi del Codice di Autodisciplina, ai fini dell'ammissione sono stati introdotti alcuni requisiti mediati dalle raccomandazioni del Codice che prevedono la presenza di:
 - ◆ un Consiglio di Amministrazione comprendente almeno due amministratori non esecutivi e indipendenti (si applicano gli stessi criteri di indipendenza definiti per il segmento STAR e indicati nella tavola 3);
 - ◆ almeno un amministratore indipendente con comprovata esperienza in materie attinenti all'attività dell'emittente, le cui funzioni devono essere garantite per almeno tre anni dalla data di ammissione;
 - ◆ un comitato per il controllo interno composto da amministratori non esecutivi, la maggioranza dei quali indipendenti;
 - ◆ un comitato per la remunerazione.

Mentre la richiesta di avere un amministratore indipendente con comprovata esperienza è applicata alle sole società di nuova quotazione, per gli altri requisiti indicati le società ammesse prima della loro entrata in vigore sono tenute ad adeguarsi entro l'assemblea di approvazione del bilancio 2003.

Sempre in un'ottica di garanzia della qualità del mercato, è stata introdotta una modifica alla logica sottostante la definizione degli obblighi richiesti agli operatori specialisti impegnati a supportare la liquidità degli strumenti del Nuovo Mercato. Per tenere conto del mutevole andamento del mercato, Borsa Italiana ha deciso di aggiornare la quantificazione dei parametri

di mercato due volte all'anno (in marzo e in settembre), superando la precedente previsione che attribuiva gli obblighi in occasione dell'ammissione a quotazione degli strumenti, senza prevederne un aggiornamento successivo. La logica applicata segue quella adottata per i titoli STAR: prevedere obblighi crescenti, ma in misura meno che proporzionale, con il crescere della liquidità dello strumento (tavola 4). Il presupposto è che per i titoli meno liquidi è più difficile lo svolgimento della funzione di specialista, ma più intensamente i titoli ne beneficiano. Viceversa, per i titoli più liquidi è meno fondamentale la figura dello specialista, ma nello stesso più semplice risulta la soddisfazione degli obblighi di mercato.

Con l'obiettivo di migliorare la visibilità internazionale del Nuovo Mercato e per fornire al mercato un nuovo strumento conoscitivo delle società quotate, Borsa Italiana ha creato un nuovo settore, techSTAR, operativo dal 18 marzo 2004. La composizione del settore è definita sulla base di criteri che specificano la natura qualitativa ed economico - finanziaria delle società, considerata anche la peculiarità di alcuni settori del Nuovo Mercato (tavola 5). La composizione del settore è aggiornata su base semestrale, a eccezione degli aspetti di natura giuridica, per i quali si prevede un monitoraggio continuo e, in caso di violazione, l'immediata esclusione della società dal settore. Nel primo semestre del 2004 è previsto il completamento del set di indici azionari di Borsa Italiana con l'avvio di un indice specifico costruito sul settore techSTAR.

Il riconoscimento dell'importanza del Nuovo Mercato nel panorama borsistico italiano è stata confermata dalla decisione di ammettere le sue società tra le candidate a essere incluse nell'indice S&P/MIB. Nel rispetto dei requisiti del nuovo indice, Tiscali ed e.Biscom sono entrate nel paniere S&P/MIB.

IL MERCATO EXPANDI

Il Mercato Expandi, divenuto operativo il 1° dicembre 2003, ha riformulato il modello di mercato del Mercato Ristretto con l'obiettivo di creare un ambiente di negoziazione adatto alle caratteristiche delle piccole imprese su cui è costruita una parte consistente dell'imprenditoria italiana.

TAVOLA 4 - GLI OBBLIGHI DI LIQUIDITÀ DEGLI SPECIALISTI SUL NUOVO MERCATO

Controvalore medio giornaliero nel semestre precedente (euro)	Mercato diurno			Mercato After Hours		
	Controvalore minimo giornaliero* (euro)	Spread massimo di prezzo** (%)	Controvalore minimo per ogni proposta (euro)	Controvalore minimo giornaliero* (euro)	Spread massimo di prezzo** (%)	Controvalore minimo per ogni proposta (euro)
0 - 150.000	20.000	4,0%	2.000	4.000	5,0%	2.000
150.000 - 500.000	40.000	3,5%	2.000	8.000	5,0%	2.000
Oltre 500.000	80.000	3,0%	2.000	16.000	5,0%	2.000

* Il controvalore minimo giornaliero è il controvalore eseguito il quale lo specialista può decidere di cessare, per la restante parte della seduta di negoziazione, la propria attività di specialista; l'obbligo richiesto allo specialista è comunque di esposizione e non necessariamente di esecuzione; se nel corso della seduta lo specialista non esegue il controvalore minimo giornaliero, dovrà obbligatoriamente continuare a esporre proposte di negoziazione in acquisto e vendita, entro un differenziale massimo di prezzo e per un quantitativo minimo per ogni proposta.

** Lo spread massimo di prezzo è il differenziale massimo di prezzo, calcolato come rapporto tra la differenza tra il prezzo in vendita e il prezzo in acquisto e la loro semisomma.

TAVOLA 5 - TECHSTAR: I CRITERI PER L'ADESIONE AL SETTORE

TIPO DI CRITERI	DESCRIZIONE
Criteri qualitativi	<p>Gli emittenti devono:</p> <ul style="list-style-type: none"> ◆ avere l'ultimo bilancio annuale, anche consolidato, con giudizio positivo della società di revisione; ◆ non essere ammessi a procedure concorsuali, né avere società controllate rilevanti ammesse a procedure concorsuali; ◆ non avere le proprie azioni sospese dalle negoziazioni a tempo indeterminato; ◆ non incorrere in una delle situazioni previste dagli articoli 2446 e/o 2447 del codice civile (riduzione del capitale per perdite); ◆ non essere incorsi negli ultimi 18 mesi in violazioni di obblighi informativi formalmente accertati, nonché degli altri obblighi previsti dal Regolamento del Nuovo Mercato; ◆ non avere nell'ultimo bilancio annuale consolidato e, ove disponibile, nella successiva relazione semestrale consolidata, un ammontare di posizione finanziaria netta positiva superiore al 75% della capitalizzazione di mercato delle azioni ordinarie componenti il capitale sociale quotato, calcolata come media dei 6 mesi precedenti la data di chiusura del bilancio/semestrale.
Criteri economico-finanziari	<p>La costruzione del settore è basata sul criterio di crescita sostenibile e, a tal fine, gli emittenti devono soddisfare almeno una delle due seguenti condizioni:</p> <ul style="list-style-type: none"> ◆ il margine operativo lordo deve essere positivo e con un incremento di almeno un milione di euro, calcolato con riferimento all'anno o ai due anni precedenti gli ultimi dati contabili approvati dai relativi consigli di amministrazione; ◆ il rapporto tra il debito finanziario netto consolidato, in valore assoluto, e il margine operativo lordo consolidato, comunque positivo, deve essere inferiore a 6. <p>Le società con una posizione finanziaria netta consolidata positiva possono essere incluse nel settore se il margine operativo lordo è positivo.</p> <p>La posizione finanziaria netta consolidata è calcolata come media delle ultime tre rilevazioni contabili (bilancio e relazione semestrale).</p>
Criteri particolari	<p>Criteri particolari economico-finanziari tengono conto della specificità di alcuni settori rappresentati nel Nuovo Mercato, quali il settore biotecnologico e quello delle <i>investment companies</i>.</p>

Le piccole società possono accedere al mercato borsistico e diversificare le proprie fonti di finanziamento dei progetti di crescita aziendale. I requisiti di ammissione sono definiti in modo più flessibile in modo da estendere il bacino delle società quotabili, ma nello stesso tempo sono stati posti dei filtri che, con l'obiettivo di tutelare le scelte degli investitori, si propongono di individuare solo le società più adatte alla quotazione su un mercato regolamentato. I requisiti sulla cui base viene decisa da parte di Borsa Italiana l'ammissione sul mercato sono dunque disposti lungo un sentiero di selezione progressiva.

- **Requisiti dimensionali** - Sulla base delle opportunità offerte dalle direttive europee in materia, alle società viene richiesta una capitalizzazione minima di 1 milione di euro che meglio abbina le piccole realtà imprenditoriali italiane con le esigenze di un livello di capitale minimo per attrarre gli investitori (sul Mercato Ristretto il livello minimo di capitalizzazione per l'ammissione era fissato in 500.000 euro).

L'estrazione tipicamente familiare di queste imprese ha portato a quantificare il flottante minimo nel 10% ma, al fine di creare effettive opportunità di negoziazione, il requisito è stato integrato dall'ulteriore richiesta che il valore delle corrispondenti azioni debba essere almeno pari a 750.000 euro.

- **Requisiti economico-finanziari** - Possono accedere al Mercato Expandi solo le società che rispettano determinati requisiti storici di equilibrio economico-finanziario e di profittabilità che permettono di verificare l'affidabilità storica e le potenzialità future della società candidate all'ammissione.
 - ◆ Pubblicazione di almeno due bilanci annuali, di cui l'ultimo corredato da un giudizio della società di revisione, con conseguente esclusione delle società *start up*.

- ◆ Rispetto di requisiti quantitativi di profittabilità e struttura finanziaria, espressi in termini di indicatori che devono essere valutati in sede di ammissione. In particolare, negli ultimi due anni è richiesto un risultato netto di esercizio positivo, sia civilistico che consolidato. Inoltre, il rapporto tra posizione finanziaria netta consolidata e margine operativo lordo deve essere inferiore o pari a 4.
- **Listing partner** - Il *listing partner* introduce un elemento di maggiore certezza sulla qualità e affidabilità delle società del Mercato Expandi in quanto si impegna ad accompagnare le società sul mercato, gestendo il collocamento degli strumenti finanziari e controllando il rispetto dei requisiti di ammissione.
Le principali caratteristiche del *listing partner* sono state definite con il duplice obiettivo di garantire l'affidabilità delle informazioni presentate a Borsa Italiana e al mercato e coinvolgere direttamente il *listing partner* nell'esito del collocamento. In particolare:
 - ◆ nomina da parte dell'emittente;
 - ◆ impegno a rilasciare apposite attestazioni sulla completezza delle informazioni, sulla rispondenza dei requisiti di profittabilità e di struttura finanziaria, sull'informativa degli organi societari e sulle modalità di collocamento;
 - ◆ durata dell'incarico almeno fino alla data di inizio negoziazione degli strumenti;
 - ◆ abbinamento del nome del *listing partner* a quello dell'emittente nelle comunicazioni al mercato (compresi i bilanci e le semestrali), almeno per i 12 mesi successivi a quelli di presentazione della domanda.
- **Trasparenza e diffusione delle informazioni** - Gli obblighi di carattere informativo, con specifico riferimento alla gestione delle informazioni *price sensitive* e alla diffusione dei bilanci e dei report periodici, seguono gli stessi standard stabiliti per le società quotate sul Mercato Telematico Azionario.

In aggiunta ai requisiti di ammissione a quotazione, la permanenza alle negoziazioni è subordinata al rispetto continuativo di requisiti di trasparenza, con particolare riguardo all'indicatore di equilibrio economico-finanziario, che deve essere calcolato dall'emittente almeno per i due anni successivi alla data di inizio delle negoziazioni.

La negoziazione dei titoli del Mercato Expandi è organizzata secondo due modelli disegnati in accordo alle potenziali caratteristiche di liquidità di questi strumenti che, essendo emessi da società di piccole dimensioni e con un flottante ridotto rispetto allo standard del MTA, dispongono di un minore livello di liquidità naturale. Per questo motivo, gli strumenti Expandi sono principalmente negoziati attraverso due aste, una di apertura e una di chiusura. L'accesso alla negoziazione continua è possibile subordinatamente alla nomina di un operatore specialista, che si deve impegnare a sostenere la liquidità degli strumenti su cui opera.

Dal punto di vista del modello di governo societario, la ridotta dimensione e la natura delle società candidate a entrare sul Mercato Expandi sono tali da non rendere necessari i requisiti di autonomia gestionale e di *corporate governance*, mentre rimane confermato il divieto di ammissione delle scatole cinesi (società il cui attivo di bilancio oppure i propri ricavi sono rappresentati in misura preponderante dall'investimento, o dai risultati dell'investimento, in una società quotata): alle società è richiesto lo svolgimento di un'attività diversa dal solo possesso di una partecipazione in un'altra società quotata.

L'INDICE S&P/MIB

Nel 2002 è nato il progetto, realizzato poi nel 2003, di definire un nuovo indice rappresentativo del mercato italiano sulla base di modalità di calcolo e gestione in linea con i migliori standard internazionali. Il fine era quello di stimolare l'investimento in strumenti finanziari italiani, anche attraverso la creazione di prodotti collegati come *Exchange Traded Funds* (ETFs) e contratti derivati.

L'indice S&P/MIB è stato sviluppato in partnership con Standard & Poor's e rappresenta circa l'80% dell'intera capitalizzazione e del flottante del mercato

La diffusione in tempo reale dell'indice è iniziata il 2 giugno 2003 e la serie storica è stata ricostruita dal 31 dicembre 1997, con valore base di 24.402 punti indice. La dimensione del valore base è stata modificata da 10.000 a 24.402 punti indice a supporto della decisione di utilizzare il nuovo indice come sottostante di contratti derivati, in sostituzione del Mib30.

La selezione delle azioni componenti l'indice ha un duplice obiettivo:

- rappresentare il mercato rispecchiando fedelmente l'importanza dei titoli: a tal fine il criterio di selezione dei componenti è basato sulla classificazione settoriale internazionale GICS (*Global Industry Classification Standard*), sulla liquidità delle azioni e sulla capitalizzazione del flottante;
- riflettere costantemente il mercato azionario italiano nel tempo: per tale motivo non è stato pensato come indice a numero fisso di componenti (attualmente comprende 40 società). Una volta all'anno l'*Index Committee* verifica se il numero delle società componenti l'indice è idoneo a rappresentare correttamente il mercato finanziario, modificando eventualmente il loro numero.

Le revisioni ordinarie della composizione dell'indice sono previste due volte all'anno, a marzo e a settembre, mentre trimestralmente viene aggiornato il peso di ciascun componente dell'indice.

I NUOVI ORARI DI NEGOZIAZIONE E L'ANONIMATO DEL BOOK

Il 23 giugno 2003 sono entrati in vigore nuovi orari di negoziazione per i mercati azionari MTA e Nuovo Mercato. La modifica si inserisce nel contesto di internazionalizzazione dei mercati, con l'obiettivo di armonizzare le modalità di negoziazione, anche dal punto di vista degli orari.

Nel dettaglio, è stato anticipato - dalle 9:30 alle 9:10 - l'inizio della negoziazione continua per i titoli dei segmenti *blue chip* e STAR e del Nuovo Mercato. Come conseguenza, anche le negoziazioni sui contratti derivati dell>IDEM e sugli strumenti del SeDeX (nuovo nome con cui si identifica il Mercato dei Covered Warrant) sono state anticipate:

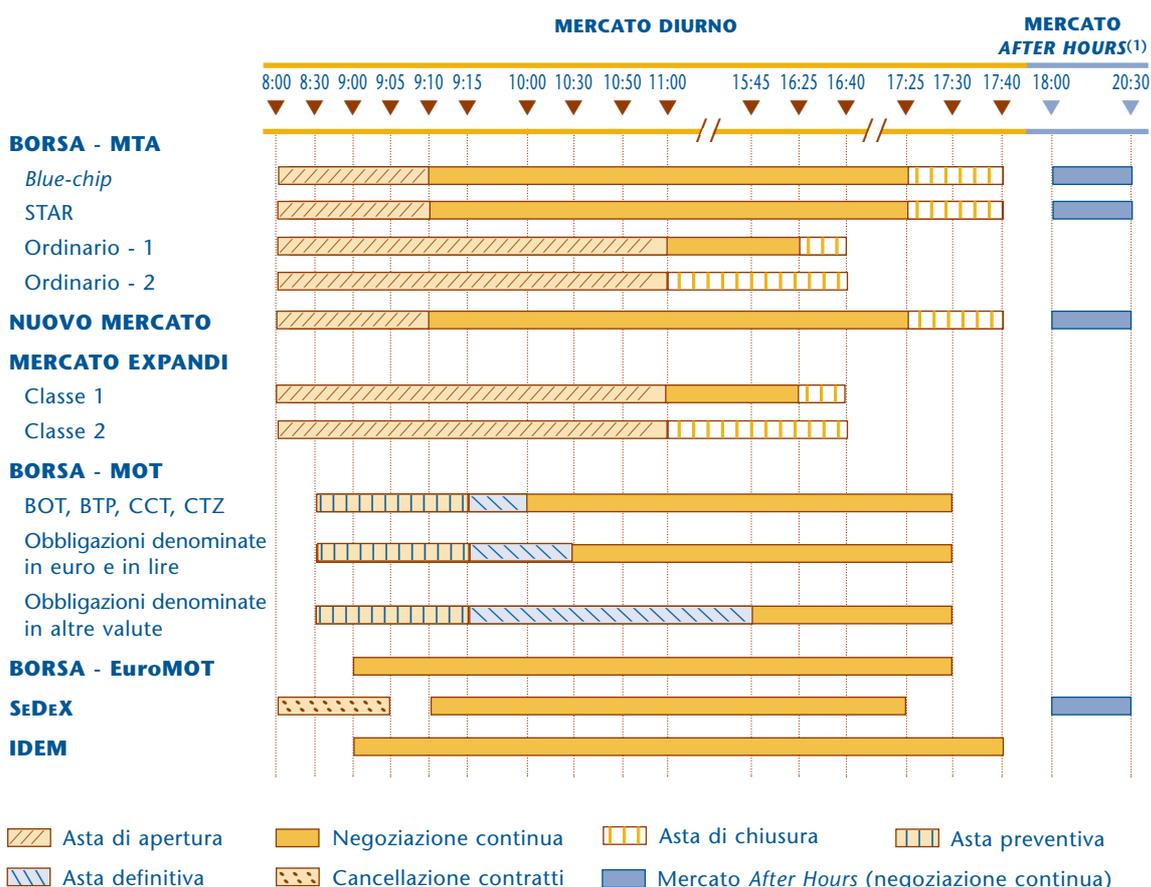
- IDEM: dalle 9:15 alle 9:00, in concomitanza con il termine della fase di preasta dei mercati azionari sottostanti;
- SeDeX: dalle 9:30 alle 9:10, in concomitanza con l'avvio della negoziazione continua sul mercato azionario.

La tavola 6 sintetizza gli orari di negoziazione per tutti i mercati di Borsa Italiana.

Una novità di rilievo nel modello dei mercati azionari è stata l'introduzione dell'anonimato del *book* di negoziazione sul MTA e sul corrispondente mercato serale. Dal 21 gennaio 2004 le proposte di negoziazione inserite nel mercato non riportano il codice identificativo dell'operatore da cui provengono. L'innovazione è finalizzata a incrementare ulteriormente la qualità del mercato: l'assenza di indicazioni in tempo reale relative all'origine degli ordini limita le possibilità di utilizzare il contenuto informativo del codice dell'operatore; l'obiettivo è avvantaggiare l'efficienza del processo di formazione dei prezzi e gli intermediari che immettono tempestivamente proposte di negoziazione e che contribuiscono attivamente alla liquidità del mercato.

A differenza del MTA, il Nuovo Mercato è fin dal 1999, anno della sua nascita, un mercato anonimo in quanto condivideva le regole armonizzate di un circuito internazionale (Euro.NM, ora non più operativo) che prevedeva questa peculiarità. L'estensione al MTA è avvenuta in occasione dell'introduzione del nuovo sistema di liquidazione Express II.

TAVOLA 6 - ORARI DI NEGOZIAZIONE DEI MERCATI DI BORSA ITALIANA



(1) Alle negoziazioni *after hours* partecipano le azioni del segmento *blue-chip* componenti gli indici Mib30, Midex e S&P/MIB, le azioni del Nuovo Mercato (purché assistite da un operatore specialista) e i *covered warrant* e i *certificates* (su richiesta dell'emittente e in presenza di un operatore *market maker*). Se assistite da uno specialista, al mercato serale possono accedere anche le azioni appartenenti ai segmenti *blue-chip* (non incluse negli indici Mib30, S&P/MIB e Midex) e STAR.

Aggiornamento: aprile 2004

LE AGEVOLAZIONI ALLA QUOTAZIONE E ALL'INVESTIMENTO IN PICCOLE E MEDIA IMPRESE

Con la manovra di finanza pubblica per il 2004 il legislatore italiano ha mostrato un importante segnale di attenzione nei confronti del tema dello sviluppo di un adeguato mercato dell'*equity* per le imprese italiane.

La quotazione in Borsa rappresenta infatti uno dei fattori per assicurare alle piccole e medie imprese italiane le condizioni per la crescita dimensionale e il finanziamento dei piani di sviluppo necessari per far fronte ai crescenti mutamenti del contesto competitivo internazionale. Nonostante ciò, l'ampiezza e la composizione del listino italiano continuano a rappresentare uno dei pochi elementi che lo separano dai principali mercati europei. A fine 2003 le società nazionali quotate erano 279, contro 1.047 a Euronext, 684 a Francoforte, 2.311 a Londra, 339 ad Atene e 289 a Zurigo. Inoltre, il mercato azionario italiano evidenzia una minor presenza di imprese quotate di piccole e piccolissime dimensioni.

Questa situazione, che costituisce una specifica anomalia del mercato finanziario e del sistema produttivo italiano, è il frutto di una ridotta propensione storica alla quotazione espressa dalle imprese italiane e in particolare dalle realtà di più piccole dimensioni operanti nel settore industriale.

La novità del nuovo intervento fiscale consiste, per la prima volta nell'esperienza italiana, nel porre in essere un'azione che agisce contemporaneamente e in modo integrato sia sul lato dell'offerta (le imprese) che sul lato della domanda (i fondi comuni specializzati in *mid & small caps*).

Le agevolazioni fiscali agiscono in modo integrato sul lato delle imprese e su quello dei fondi specializzati in piccole e medie imprese

Il duplice obiettivo perseguito è quello da un lato di favorire un ampliamento del numero di *mid & small caps* italiane quotate e nel contempo di supportare lo sviluppo di una domanda professionale capace di investire in modo efficiente in queste imprese.

Sul fronte delle agevolazioni alle imprese sono previste due tipologie di intervento, dal carattere temporaneo ma significative dal punto di vista dell'entità complessiva dell'agevolazione.

- **Riduzione temporanea dell'aliquota Ires** - Per le società le cui azioni siano ammesse alla quotazione entro la fine del 2004 in un mercato regolamentato di uno Stato membro dell'Unione Europea, l'aliquota dell'imposta sul reddito è ridotta al 20% (dal 33%) per il periodo d'imposta nel corso del quale è stata disposta l'ammissione a quotazione e per i due periodi successivi. Per favorire la patrimonializzazione delle società che intendano quotarsi, l'agevolazione è applicabile soltanto a condizione che le predette società effettuino un'offerta di sottoscrizione di proprie azioni che dia luogo ad un incremento del patrimonio netto (al netto dell'utile di esercizio) non inferiore al 15%. Per meglio caratterizzare le imprese di piccola e media dimensione come obiettivo dell'agevolazione si prevede inoltre che la stessa possa essere fruita, in ciascuno dei tre periodi d'imposta per i quali è applicabile, soltanto nel limite di un *plafond* massimo di 30 milioni di euro.
- **Deduzione dei costi di quotazione** - E' ammessa inoltre, accanto alla consueta capitalizzazione, l'immediata deducibilità dal reddito d'impresa, per il solo periodo d'imposta del 2004, delle spese sostenute per la quotazione in un mercato regolamentato.

Per quanto riguarda invece l'agevolazione all'investimento in *mid & small caps* quotate, questa ha carattere permanente e si sostanzia in una riduzione dell'aliquota dell'imposta sui *capital gains* in fondi aperti e chiusi specializzati in società quotate di piccola e media capitalizzazione. L'aliquota dell'imposta sostitutiva applicabile ai proventi di tali fondi scende infatti dal 12,50% al 5% per cento, con un abbattimento dell'aliquota di 7,5 punti percentuali. Sono definiti fondi specializzati quelli che investono più dei due terzi del patrimonio in gestione in società quotate nei mercati regolamentati UE aventi una capitalizzazione inferiore agli 800 milioni di euro.

La norma ha una portata ampia. Riguarda infatti la pluralità dei fondi comuni aperti, siano essi di diritto italiano, lussemburghese (cosiddetti storici), SICAV o esteri armonizzati UE. Inoltre incentiva la sottoscrizione di tali fondi da parte dei risparmiatori così come degli investitori istituzionali, dal momento che l'agevolazione può essere traslata a vantaggio di fondi comuni non specializzati, enti non commerciali (quali fondazioni e casse di previdenza) e, in via generale, fondi pensione.

IL MERCATO SeDeX

SeDeX, *Securitised Derivatives Exchange*, è il nuovo nome con cui il Mercato dei Covered Warrant (MCW) viene identificato dal secondo trimestre del 2004. La modifica del nome rientra in un più ampio progetto di *restyling* finalizzato ad adeguare il contesto regolamentare all'evoluzione finanziaria che ha, nell'innovazione di prodotto, uno dei suoi risultati principali.

Il mantenimento del nome Mercato dei Covered Warrant avrebbe infatti significato non dare la giusta evidenza ai nuovi strumenti che nel corso di questi ultimi anni stanno trovando sempre più ampio consenso da parte degli investitori e degli emittenti. La nozione di *securitised derivatives* rispecchia la categoria degli strumenti derivati cartolarizzati cui il mercato si rivolge, non limitandosi ai soli covered warrant. Il nuovo nome riflette dunque l'estensione del set di prodotti offerti. Oltre al nome, il progetto di *restyling* del mercato avviato nel 2003 si è sostanziato in un'approfondita valutazione dell'adeguatezza della segmentazione del mercato, partendo dal presupposto che a strumenti con strutture diverse corrispondono profili di rischio e rendimento diversi. Per agevolare gli investitori nel riconoscere le peculiarità degli strumenti, dal 19 aprile 2004 è entrata in vigore una nuova segmentazione del mercato.

SeDeX ha risposto all'innovazione finanziaria che ha portato alla creazione di nuovi securitised derivatives con una segmentazione adeguata alle peculiarità di ciascuno strumento

La nuova segmentazione del mercato ripartisce i *securitised derivatives* in classi omogenee per tipologia di prodotto e finalità di investimento:

- **covered warrant *plain vanilla***, comprende i covered warrant che consistono in un'opzione call o put;
- **covered warrant strutturati/esotici**, include i covered warrant che sono combinazioni di opzioni call e/o put e/o che incorporano opzioni esotiche;
- ***leverage certificates***, dedicato ai *certificates* che replicano l'andamento dell'attività sottostante permettendo di partecipare, con effetto leva, alla performance dello stesso;

- *investment certificates*, a sua volta distinto in:
 - ◆ classe A, *certificates* che replicano l'andamento dell'attività sottostante non incorporando alcun effetto leva;
 - ◆ classe B, *certificates* che replicano l'andamento dell'attività sottostante incorporando una o più opzioni aventi carattere accessorio.

Rispetto alla struttura precedente, sono stati mantenuti i primi due segmenti, mentre quello dedicato ai *certificates* è stato suddiviso in *leverage* e *investment certificates*. Inoltre, alcuni *securitised derivatives* presenti nel segmento covered warrant strutturati/esotici verranno allocati nella classe B degli *investment certificates*, visto il carattere prevalentemente accessorio della componente opzionale (in molti casi, infatti, l'opzione con carattere accessorio svolge una funzione di protezione dalle perdite conseguenti all'andamento sfavorevole dell'attività sottostante).

Tutti i segmenti di mercato condividono la stessa microstruttura caratterizzata da un mercato telematico *order driven* con la presenza di operatori specialisti impegnati a supportare la liquidità dello strumento. E' proprio l'attività degli specialisti che ha conosciuto la principale modifica nel corso del 2003: con il fine di rafforzare l'attività di supporto di liquidità sul mercato, gli obblighi degli specialisti sono stati integrati dalla definizione di un differenziale massimo di prezzo (*spread*) entro cui devono essere immesse le proposte di negoziazione. Gli obblighi di *spread* si aggiornano automaticamente con il prezzo di riferimento (tavola 7) e non si rende dunque necessaria una revisione periodica dei parametri.

Gli obblighi di *spread* non si applicano:

- ai covered warrant appartenenti al segmento strutturati/esotici (con estensione ai *certificates* del segmento *investment certificates* classe B);
- ai covered warrant e ai *certificates* su sottostanti titoli azionari negoziati in mercati non gestiti da Borsa Italiana, al di fuori degli orari di negoziazione per essi previsti;
- ai covered warrant e ai *certificates* su sottostanti indici azionari, qualora le azioni componenti l'indice siano negoziate in mercati non gestiti da Borsa Italiana, al di fuori degli orari definiti e comunicati attraverso Avvisi di Borsa;
- ai covered warrant e ai *certificates* su sottostanti titoli azionari negoziati in mercati gestiti da Borsa Italiana, durante i periodi di sospensione delle negoziazioni ovvero durante le fasi di asta dello strumento finanziario sottostante il contratto.

TAVOLA 7 - GLI OBBLIGHI DI SPREAD DEGLI SPECIALISTI SU SEDEX

Prezzo di riferimento*		Spread massimo di prezzo**
da (euro)	a (euro)	
Inferiore a 0.003		180.0%
0.0031	0.3	50.0%
0.3001	1.5	20.0%
1.5001	3.0	15.0%
3.0001	30.0	7.5%
Superiore a 30 euro		3.5%

* Nel caso non siano stati eseguiti scambi nel corso della seduta, il prezzo di riferimento viene determinato da Borsa Italiana sulla base di un numero significativo di migliori proposte in acquisto e in vendita presenti sul *book* di negoziazione nel corso della seduta.

** Lo *spread* massimo di prezzo è il differenziale massimo di prezzo, calcolato come rapporto tra la differenza tra il prezzo in vendita e il prezzo in acquisto e la loro semisomma.

Un'ulteriore modifica apportata al mercato dei *securitised derivatives* ha riguardato gli ordini con quantità parzialmente visualizzata, anche conosciuti con il nome di *iceberg orders* o *hidden orders*. Anziché legare la quantità visibile, e di conseguenza quella nascosta, al lotto minimo di negoziazione, è stato definito un controvalore minimo del “picco” visibile pari a 5.000 euro. Questa modalità di gestione degli *iceberg orders* migliora l'efficienza delle negoziazioni e si allinea alle procedure seguite per i mercati azionari.

IL MERCATO TELEMATICO DEI FONDI

Il Mercato Telematico dei Fondi (MTF), come contesto regolamentare specificamente dedicato alle quote o azioni di Oicr, è nato nel luglio del 2002, quando Borsa Italiana ha deciso di estendere la propria offerta di quotazione e negoziazione dai fondi chiusi ai fondi aperti indicizzati.

Le quote rappresentative di fondi chiusi, negoziabili dal 1999, erano inizialmente incluse nella disciplina del MTA. Le peculiarità dei fondi aperti indicizzati a gestione passiva, meglio conosciuti come *Exchange Traded Funds* (ETFs), hanno portato alla creazione del MTF.

Gli ETFs quotati e negoziati sul MTF sono Fondi/Sicav indicizzati che replicano il rendimento del proprio indice di riferimento e possono essere acquistati e venduti in tempo reale come un'azione. Attraverso questi strumenti è possibile prendere posizione su un indice (globale, regionale, settoriale...) attraverso un'unica operazione di acquisto o vendita.

Il 2003 è stato un anno importante per il Mercato Telematico dei Fondi, perché ha visto la creazione dell'ETF sul nuovo indice S&P/MIB e il corrispondente avvio delle negoziazioni il 12 novembre 2003. L'ETF S&P/MIB Master Unit completa la possibilità per gli investitori di ottenere un'esposizione completa ai mercati europei più dinamici attraverso una singola negoziazione.

L'ETF S&P/Master Unit stacca un dividendo annuale e ha commissioni di gestione annuali quantificabili nello 0,35%. Come per tutti gli ETFs, sono assenti commissioni di entrata, uscita o di performance. Il valore dell'ETF è pari a 1/1000 dell'indice replicato e il lotto minimo di negoziazione è pari a una azione. L'*asset manager* è Lyxor Asset Management, una filiale detenuta al 100% da Société Générale. Quest'ultima, insieme ad altri partner, si impegna a sostenere la liquidità e il processo di formazione dei prezzi svolgendo la funzione di specialista.

L'ETF S&P/MIB Master Unit contribuisce a diffondere la conoscenza degli ETFs e si propone di attirare nuovo interesse da parte degli investitori internazionali sui mercati italiani

Con specifico riferimento ai fondi chiusi, e con il fine ultimo di garantire la massima trasparenza e qualità degli strumenti negoziati, nel 2004 è prevista l'estensione alle rispettive società di gestione dell'obbligo di dare informativa al mercato sul proprio sistema di *corporate governance* e sull'adesione ai principi contenuti nel Codice di Autodisciplina. La prima occasione di comunicazione del sistema di governo societario è fissata nella presentazione del rendiconto annuale del 2004.

Sempre nel 2004, agli emittenti quote di fondi chiusi è richiesto l'obbligo di:

- istituire un codice di comportamento (*dealing code*) che disciplini i flussi informativi dalle persone rilevanti alla società di gestione;
- rendere note al mercato le operazioni comunicate da tali persone, qualora superino determinate soglie di rilevanza.

I MERCATI DEL REDDITO FISSO

Per il MOT il 2003 non è stato un anno di modifiche sostanziali, ma un anno di progettazione di attività che troveranno implementazione nel 2004. L'elemento di novità che avrà un impatto su tutta la sua organizzazione è la transizione delle negoziazioni sulla piattaforma usata per i mercati azionari. Questo permetterà di armonizzare il sistema di *trading* con quello dei mercati azionari, pur nel rispetto delle specificità di ciascuno strumento (tavola 8).

Per l'EuroMOT, in assenza di modifiche al sistema di negoziazione, il 2003 ha avuto un impatto consistente sulla composizione del listino. Il livello di internazionalizzazione del mercato si è arricchito con l'ammissione, avvenuta il 24 novembre 2003, di 26 titoli di Stato, *benchmark* dell'area euro, tedeschi, francesi e spagnoli. I 26 titoli di Stato sono a tasso fisso con cedola annuale e una durata compresa tra i 3 e i 30 anni.

IL MERCATO DEI DERIVATI

Nel corso del 2003 Borsa Italiana ha confermato il proprio impegno nel definire condizioni di mercato efficienti per garantire la massima efficacia e flessibilità del sistema di negoziazione. Alla migrazione alla più evoluta piattaforma di negoziazione OM Click 16.3 avvenuta il 22 aprile del 2002, il 1° dicembre del 2003 è seguito l'ulteriore potenziamento del mercato con la nuova versione OM Click 17.3.

*Con la versione 17.3 della
piattaforma OM Click,
l>IDEM offre al mercato la
migliore tecnologia esistente
per la negoziazione di
strumenti derivati*

A partire dal mese di aprile del 2003, considerando la progressiva erosione del volume delle negoziazioni - scese dal luglio 2002 a meno di quaranta transazioni giornaliere - e la rimozione dei vincoli tecnologici alla quotazione di serie di opzioni IDEM su nuovi sottostanti, è stata disposta la cessazione dell'attività del mercato dei premi.

La OM Click 17.3 ha inserito nel modello di servizio della versione 16.3, che già aveva contribuito a incrementare le performance e l'affidabilità del mercato, nuove funzionalità che hanno introdotto una maggiore flessibilità operativa per i *market makers* e per l'accesso al mercato. Le principali novità hanno riguardato le modalità di controllo del mercato e la gestione di ordini configurabili come blocchi.

- **Controllo automatico del processo di formazione dei prezzi** - La nuova piattaforma di negoziazione ha reso possibile l'adozione di strumenti automatici per il controllo della regolarità delle negoziazioni, seguendo la logica già implementata per i mercati azionari. In particolare, Borsa Italiana stabilisce per ciascun contratto:
 - ◆ limiti massimi di variazione del prezzo delle proposte di negoziazione rispetto al prezzo di controllo;

- ◆ limiti massimi di variazione del prezzo di contratti rispetto al prezzo di controllo (intervallo statico);
- ◆ limiti massimi di variazione tra il prezzo di un contratto e quello del contratto successivo (intervallo dinamico).

Nel caso di superamento dei limiti di immissione delle proposte di negoziazione, il sistema non accetta l'ordine. Nel caso di superamento degli intervalli statici e/o dinamici stabiliti per l'esecuzione dei contratti il sistema interrompe automaticamente le negoziazioni per la durata di un minuto.

- **Block trade facility** - La *block trade facility*, la cui implementazione è prevista nel corso del 2004, estende le funzionalità *cross trades* di tipo *interbank* (conclusione di contratti con una controparte costituita da un operatore noto) e di tipo *internal* (conclusione di contratti nei quali la controparte è costituita dallo stesso operatore che ha immesso la proposta).

TAVOLA 8 - TRANSIZIONE DELLA PIATTAFORMA MOT: SINTESI DELLE MODIFICHE DI MICROSTRUTTURA

MODELLO DI MERCATO SINTESI DEI CAMBIAMENTI DI MICROSTRUTTURA*

Modalità di negoziazione ◆ Eliminazione delle modalità di asta preventiva e definitiva e adozione di un'unica asta di apertura strutturata nelle fasi di preasta, validazione e conclusione dei contratti

- ◆ Introduzione dell'asta di chiusura
- ◆ Possibilità di adottare modalità di negoziazione differenziate (solo asta, solo negoziazione continua, combinazione tra aste e negoziazione continua) in relazione alle caratteristiche degli strumenti

Tipologia degli ordini ◆ Gestione delle proposte di negoziazione secondo una disciplina analoga a quella usata per i mercati azionari ed estensione al MOT della tipologia di proposte attualmente disponibili ai mercati azionari

- ◆ Eliminazione delle proposte Tutto o Niente (Ton) e della relativa modalità di negoziazione
- ◆ Introduzione della funzionalità del *cross order* durante la negoziazione continua (possibilità di eseguire contratti tramite abbinamento di due proposte di segno contrario e di pari quantità che riflettono ordini di terzi e a un prezzo di esecuzione compreso tra il prezzo della migliore proposta in acquisto e quello della migliore proposta in vendita presenti sul *book* al momento dell'immissione, estremi esclusi)

Monitoraggio del mercato ◆ Adozione di una disciplina dei controlli automatici della regolarità del processo di formazione del prezzo analoga a quella del mercato azionario, tanto in fase di asta, quanto di negoziazione continua. In particolare, i controlli automatici prevedono la definizione di intervalli di oscillazione massima dei prezzi:

- per l'immissione delle proposte di negoziazione;
- in fase di asta, per la validazione del prezzo teorico di asta;
- durante la continua, per evitare l'esecuzione di contratti in condizioni di volatilità eccessiva e non giustificata:
 - ▲ intervallo statico: oscillazione massima tra il prezzo di un contratto e il prezzo di controllo
 - ▲ intervallo dinamico: oscillazione massima tra il prezzo di due contratti consecutivi
 - ▲ Adozione di una nozione di prezzo di controllo analoga a quella dei mercati azionari, definendo di un prezzo cui è collegato il controllo automatico delle contrattazioni che si aggiorna in occasione della formazione del prezzo di asta di apertura, e successivamente, alla chiusura del mercato con il calcolo del prezzo di riferimento

Prezzi di sintesi ◆ Introduzione del prezzo di riferimento: media ponderata dell'ultimo 10% delle quantità negoziate al netto delle quantità scambiate mediante l'utilizzo della funzionalità *cross order*

- ◆ Utilizzo della definizione di prezzo ufficiale dei mercati azionari**: media ponderata dell'intera quantità negoziata nel corso della seduta al netto delle quantità scambiate mediante l'utilizzo della funzionalità *cross order*

* Le modifiche evidenziate verranno adattate ai diversi segmenti di mercato in relazione alle specificità dei diversi strumenti.

** Già nel corso del 2003 la nozione di prezzo ufficiale era stata modificata avvicinandosi a quella dei mercati azionari. Da prezzo equivalente a quello di apertura, il prezzo ufficiale è stato aggiornato come media ponderata dell'intera quantità negoziata nel corso della seduta al netto delle quantità scambiate con modalità Tutto o Niente.

Per attrarre business Over the Counter e supportare l'esecuzione degli scambi di maggiori dimensioni degli operatori, Borsa Italiana ha introdotto la block trade facility

Nella loro versione originaria, i *cross trades* di entrambi i tipi possono essere eseguiti solo a prezzi strettamente interni ai migliori prezzi in acquisto e in vendita presenti sul mercato. Questa funzionalità era utile per eseguire sul mercato scambi precostituiti, senza violare le priorità di prezzo e tempo presenti sul *book*; tuttavia non era in grado di soddisfare le esigenze di quegli operatori che, nell'ambito di una strategia operativa, intendono negoziare quantitativi molto elevati per i quali non è possibile garantire prezzi di esecuzione strettamente migliori rispetto a quelli presenti sul mercato.

Per attrarre sul mercato questa tipologia di scambi, che comunque verrebbero eseguiti fuori mercato, Borsa Italiana ha introdotto la *block trade facility* che offre la possibilità di immettere ed eseguire sul *book* di negoziazione scambi di grandi quantità a prezzi esterni ai migliori prezzi in acquisto e vendita presenti, ma comunque entro un intervallo massimo. Il prezzo dei *block trades*, non contribuendo al processo di formazione dei prezzi sul *book*, non concorre alla determinazione dei prezzi minimo e massimo, sia nel corso della seduta, sia al termine della stessa, sia nella predisposizione del Listino Ufficiale.

Dal 22 marzo 2004 sono in negoziazione un contratto futures su S&P/MIB, un mini contratto futures su S&P/MIB e un contratto di opzione su S&P/MIB

Nel 2004 diventerà operativo un altro progetto avviato nel 2003: la negoziazione di strumenti derivati sull'indice S&P/MIB. L'interesse raccolto dal nuovo indice, in relazione alla sua elevata capacità di rappresentare il mercato sulla base di procedure riconosciute a livello internazionale, ha portato Borsa Italiana a decidere di sostituire il Mib30 con l'indice S&P/MIB come sottostante di futures e opzioni.

La transizione è stata definita in modo da minimizzare i cambiamenti operativi e agevolare operatori e investitori.

- **Transizione graduale** - I contratti futures sul nuovo indice sono negoziabili da lunedì 22 marzo sulle scadenze di settembre 2004. E' stabilito un periodo transitorio durante il quale è possibile negoziare sia contratti sull'indice Mib30 sia contratti sul nuovo indice, mentre non sono in circolazione scadenze sul Mib30 successive a quella di settembre 2004 (tavola 9).
- **Uniformità della size dei contratti derivati** - Il valore base dell'indice, fissato alla data del 31 dicembre 1997, è stato cambiato da 10.000 a 24.402 punti indice, in modo da allineare i valori correnti dell'indice S&P/MIB a quelli del Mib30.
- **Caratteristiche contrattuali** - Le specifiche contrattuali dei nuovi prodotti (tavola 10) sono state definite in linea con quelle in vigore per i derivati costruiti sul Mib30.

TAVOLA 9 - TIMETABLE DELL'INTRODUZIONE DEI NUOVI CONTRATTI SULL'INDICE S&P/MIB

Scadenze in negoziazione al 22 marzo 2004	2004												2005			
	aprile	maggio	giugno	luglio	agosto	settembre	ottobre	novembre	dicembre	gennaio	febbraio	marzo				
Futures su Mib30																
miniFIB																
Opzioni su Mib30																
Futures su S&P/MIB																
mini S&P/MIB																
Opzioni su S&P/MIB																

- **Continuità operativa** - La disciplina dei contratti sull'indice S&P/MIB ripete le disposizioni previste per i corrispondenti contratti sul Mib30 in merito a: disciplina dei vincoli alla gestione delle proposte di negoziazione il giorno di scadenza degli strumenti derivati; disciplina dei *block trades*; controlli automatici delle negoziazioni; orari di negoziazione; strategie operative oggetto di proposte combinate standard; obblighi degli operatori *market makers*.
- **Strategie operative** - Durante la fase di *dual listing*, è possibile negoziare *special combinations* aventi a oggetto il contratto futures sul Mib30 o il miniFIB e il contratto futures o il mini contratto futures sul nuovo indice. Questo permette di negoziare sul mercato lo *spread* fra i contratti futures sull'indice MIB30 e quelli sull'indice S&P/MIB, agevolando il processo di *roll over* tra i due contratti.
- **Supporto alla liquidità** - Per un periodo transitorio, nei mesi precedenti il *roll over*, è prevista la presenza di operatori *primary market makers* sul contratto futures sul nuovo indice. Per il mini contratto futures è confermata la presenza di *primary market makers* con gli stessi obblighi stabiliti per il miniFIB. Analogamente, per l'opzione su S&P/MIB, sono estesi ai *market makers* e ai *primary market makers* gli stessi obblighi stabiliti per il contratto di opzione sull'indice Mib30.

TAVOLA 10 - LE SPECIFICHE CONTRATTUALI DEI DERIVATI SULL'INDICE S&P/MIB

Specifica contrattuale	Futures su S&P/MIB	mini futures S&P/MIB	Opzione su S&P/MIB
Orario di negoziazione	9:00am - 5.40pm	9:00am - 5.40pm	9:00am - 5.40pm
Multiplier	5 euro	1 euro	2,5 euro
Size	Prodotto fra il prezzo del futures e il valore del <i>multiplier</i>	Prodotto fra il prezzo del futures e il valore del <i>multiplier</i>	Prodotto fra lo <i>strike price</i> dell'opzione e il valore del <i>multiplier</i>
Scadenze negoziate	4 trimestrali	Le 2 trimestrali più vicine	4 trimestrali + le 2 mensili più vicine
Ultimo giorno di negoziazione	Ore 9:10 del giorno di scadenza	Ore 9:10 del giorno di scadenza	Ore 9:10 del giorno di scadenza
Liquidazione	Prezzo di apertura dell'indice S&P/MIB	Prezzo di apertura dell'indice S&P/MIB	Prezzo di apertura dell'indice S&P/MIB