

# Le Novità del contesto operativo di Borsa Italiana

**S**in dall'avvio della propria attività nel 1998, Borsa Italiana ha concentrato le proprie risorse operative e organizzative sia nella gestione dei mercati, sia nelle attività connesse e strumentali finalizzate a garantire il pieno sviluppo del mercato borsistico italiano. La sua azione si è mossa nel quadro del contesto normativo, ponendosi come obiettivo l'individuazione e la valorizzazione di tutte le opportunità che da esso potevano, e possono, derivare. Il processo di crescita di Borsa Italiana è stato accompagnato dall'evolversi del suo modello societario, fino alla costituzione di un gruppo, attualmente composto da Borsa Italiana, BIt Systems, Cassa di Compensazione e Garanzia (CC&G), Monte Titoli e Piazza Affari Gestione e Servizi (tavola 1). Il Gruppo Borsa Italiana (Gruppo BIt) è in grado di offrire un ampio e diversificato set di prodotti e servizi che si estendono lungo l'intera filiera produttiva di una Borsa, dal *listing*, al *trading*, fino alle diverse componenti del *post-trading*, includendo anche le operazioni di garanzia e custodia.

Tra la fine del 2003 e l'inizio del 2004, Borsa Italiana è stata impegnata in un processo di razionalizzazione del Gruppo BIt finalizzato a ottimizzare la struttura operativa e la capacità di

**TAVOLA 1 - LA CONFIGURAZIONE SOCIETARIA DEL GRUPPO BORSA ITALIANA**



Aggiornamento: marzo 2005

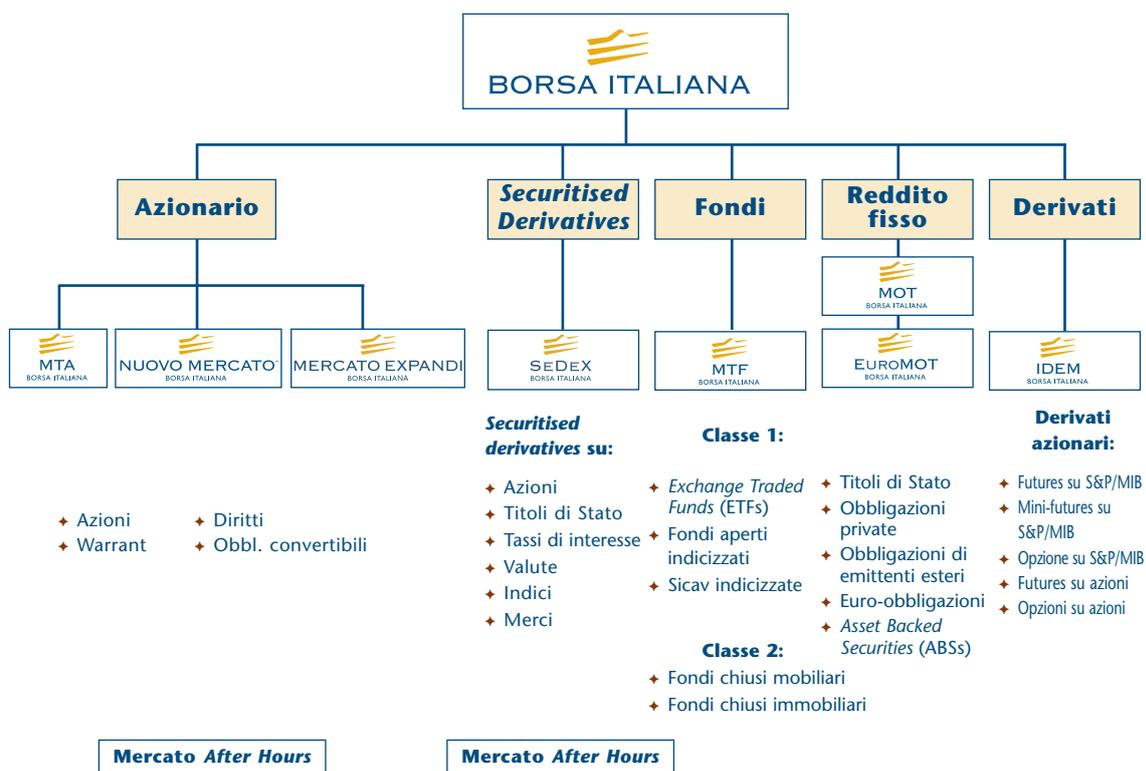
estrarre valore dalle sinergie sviluppate in tutti i settori in cui le società del Gruppo hanno raggiunto *skills* distintive. In particolare:

- la partecipazione azionaria in CC&G è cresciuta dal 59% al 72,7% a fine 2003, e ha raggiunto l'86,4% nel corso dei primi mesi del 2004;
- BIt Systems, società nata nel luglio del 2001 come *joint venture* tra Borsa Italiana (65%) e Sia (35%), è stata totalmente acquisita da Borsa Italiana.

Il modello del Gruppo Borsa Italiana è di tipo funzionale aperto e permette a ogni società di proporsi non solo a clienti *captive* (le altre società del Gruppo), ma anche a clienti *non captive*. Due importanti esempi di recente realizzazione sono: il servizio di controparte centrale, creato da CC&G in *partnership* con Clearnet, per i titoli di Stato negoziati sul mercato dei titoli di Stato gestito da MTS e i servizi ASP (*Application Services Providing*) di BIt Systems, che offrono ai clienti soluzioni di accesso ai mercati nazionali e internazionali basate su infrastrutture tecnologiche in grado di assicurare standard qualitativi di eccellenza.

Con specifico riferimento ai mercati di Borsa Italiana (tavola 2), nel corso del 2004 sono stati introdotti importanti cambiamenti e avviati progetti finalizzati a massimizzare la qualità dei mercati sia in termini di trasparenza informativa che di modello di funzionamento. Anche il set di strumenti finanziari è stato ulteriormente ampliato, con il fine di offrire agli investitori tutti i prodotti utili per formulare le proprie decisioni di investimento in un contesto sicuro e diversificato.

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



## LA TRASPARENZA INFORMATIVA E LA QUALITÀ DEL MERCATO

Borsa Italiana, basandosi sul presupposto che la qualità di un mercato è strettamente collegata alla diffusione delle informazioni sugli strumenti negoziati, ha sempre dedicato molta attenzione a garantire le condizioni migliori per un'ampia disponibilità delle comunicazioni fornite dagli emittenti strumenti finanziari, o comunque connesse agli strumenti stessi. A questo fine, gli interventi predisposti nel corso del 2004 hanno esteso i requisiti informativi, reso più agevole il loro adempimento e favorito la divulgazione al mercato.

### STANDARD DI CORPORATE GOVERNANCE E FONDI CHIUSI

Borsa Italiana ha esteso alle società di gestione dei fondi chiusi negoziati sul Mercato Telematico dei Fondi (MTF) sia il richiamo alle raccomandazioni del codice di autodisciplina adottato dalle associazioni di categoria in materia di *corporate governance*, sia l'obbligo di definire un codice di *internal dealing* per la comunicazione degli scambi eseguiti da persone rilevanti. Con questi interventi, la qualità informativa delle quote di fondi chiusi è ormai in linea con quella delle azioni.

Dal 30 giugno 2004 è in vigore l'obbligo di comunicazione al mercato delle operazioni rilevanti realizzate sulla base delle indicazioni del codice di *internal dealing*

In accordo al principio *comply or explain*, le società di gestione dei fondi sono tenute a fornire al mercato, con cadenza annuale, informazioni relative al loro sistema di *corporate governance* e al livello di adesione alle previsioni del codice di autodisciplina. Per le società di gestione del risparmio con fondi in quotazione prima dell'entrata in vigore di questo nuovo requisito, l'obbligo informativo relativo al sistema di *corporate governance* trova adempimento a partire dal rendiconto annuale del 2004.

Il codice di *internal dealing*, che deve essere istituito dalle società di gestione dei fondi, ha la finalità di disciplinare gli obblighi informativi e le eventuali limitazioni inerenti alle operazioni compiute dalle persone rilevanti. Sono inoltre definite delle soglie di rilevanza che, in caso di superamento, richiedono la comunicazione al mercato.

### COMUNICAZIONE DEL RATING DI EMITTENTI E STRUMENTI

Il *rating* è un giudizio sintetico che società specializzate formulano sulla base del merito di credito del debitore. La valutazione è in genere richiesta dall'emittente e diviene pubblica se comunicata a persone non soggette a obblighi di riservatezza. In particolare, si possono identificare due diverse tipologie di *rating*:

- *rating* sull'emittente, se il giudizio si riferisce al rischio che il debitore dichiari *default*;
- *rating* sull'emissione, se il giudizio si riferisce al rischio che l'emittente non sia in grado di ripagare in tutto o in parte un debito contratto.

Considerata la rilevanza di questa informazione nelle decisioni che possono essere assunte da operatori e/o investitori, Borsa Italiana ha previsto l'obbligo di comunicazione dei *rating*

pubblici e delle relative variazioni. La comunicazione deve essere effettuata dall'emittente a Borsa Italiana in fase di quotazione e a seguito di ogni successiva variazione degli stessi. Questa disciplina permette così di concentrare presso Borsa Italiana tutte le informazioni relative ai *rating* pubblici, che vengono poi diffuse al mercato tramite Avvisi di Borsa.

### SCHEMI DI COMUNICATO *PRICE-SENSITIVE*

Le informazioni *price sensitive* si riferiscono a fatti che rientrano nella sfera di attività degli emittenti quotati e in quella delle società controllate, non di pubblico dominio e idonei, se resi pubblici, a influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari stessi.

Considerata la rilevanza per il mercato, Borsa Italiana ha deciso di massimizzare l'efficacia dei comunicati *price sensitive* definendo degli schemi capaci di rappresentare in modo uniforme le notizie. L'obiettivo è di rendere più facilmente fruibili e agevolmente comparabili le informazioni, cercando nello stesso tempo di supportare gli emittenti nell'adempimento dei loro obblighi di comunicazione.

Dal 1° febbraio 2005, i comunicati *price sensitive* si attengono al seguente schema:

- titolo: descrizione oggettiva e sintetica del fatto; nel caso il comunicato si riferisca a più eventi rilevanti, il titolo deve fare riferimento a ciascun evento;
- sommario: tabella o elenco degli elementi caratterizzanti il fatto; il sommario può essere omesso nel caso in cui il titolo contenga una descrizione esaustiva degli elementi essenziali dell'evento;
- testo: contenuto della notizia, riportata in forma articolata secondo un indice scelto dalla società che assicuri coerenza logica all'esposizione;
- contatti societari: nominativi delle persone e/o strutture da contattare, con relativi numeri telefonici e indirizzi di posta elettronica, nonché eventuale sito internet della società.

Borsa Italiana ha inoltre definito il contenuto informativo minimo delle tipologie di comunicato più comuni riferite ai seguenti eventi:

- approvazione dei dati contabili di periodo e, da parte degli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio quotati, dei rendiconti di gestione e delle relazioni semestrali;
- rilascio di giudizi della società di revisione;
- diffusione di dati previsionali o di obiettivi quantitativi;
- dimissione e nomina dei componenti gli organi di amministrazione e controllo e di altri responsabili chiave;
- operazioni di acquisizione o cessione, di fusione o scissione e operazioni su azioni proprie;
- aumenti di capitale e/o emissione di obbligazioni convertibili ed emissione di obbligazioni.

Tutti i comunicati sono agevolmente inoltrabili e fruibili tramite il *Network Information System* (NIS). In particolare, i comunicati su fatti societari *price sensitive*, immessi dagli emittenti, vengono trasmessi alle agenzie di stampa:

- contestualmente alla ricezione da parte di Borsa Italiana se il comunicato è immesso a mercati chiusi,
- entro 15 minuti se il comunicato è immesso durante gli orari di contrattazione.

## I MERCATI AZIONARI

Nel corso del 2004 Borsa Italiana ha proseguito la sua attività di analisi del contesto operativo dei mercati finalizzata a garantire la continua soddisfazione delle esigenze di emittenti, intermediari e investitori, in linea con l'evolversi dello scenario economico e finanziario.

Le principali innovazioni divenute operative nel 2004 hanno riguardato sia interventi di microstruttura, che di definizione di nuovi settori di mercato.

- **Estensione dell'anonimato del *book* di negoziazione al Mercato Telematico Azionario (MTA)** - Dal 21 gennaio 2004, le proposte di negoziazione inserite nel *book* di negoziazione 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, che contribuiscono attivamente alla liquidità del mercato.

L'intervento, avvenuto in occasione dell'introduzione del nuovo sistema di liquidazione Express II, ha permesso inoltre di uniformare le modalità operative del MTA con quelle del Nuovo Mercato (anonimo fin dal suo avvio nel 1999), oltre che con il funzionamento dei principali mercati internazionali.

- **Introduzione della figura dello specialista sul Mercato Telematico Azionario** - Il contesto regolamentare del MTA prevede una nuova figura di specialista che, a differenza degli specialisti richiesti sul segmento STAR e sul Nuovo Mercato, può essere nominato su base volontaria da parte degli emittenti di strumenti negoziati nei segmenti *blue-chips* (purché non inclusi nell'indice S&P/MIB) e Segmento di Borsa Ordinario.

Allo specialista MTA è richiesta un'attività di sostegno alla liquidità dello strumento su cui opera, che si configura come obbligo di esposizione sul mercato di proposte di negoziazione in acquisto e in vendita, entro un differenziale massimo di prezzo e per un quantitativo minimo per ogni proposta. E' inoltre definito un controvalore giornaliero che, se eseguito nel corso di una seduta di negoziazione, può permettere allo specialista, per quella specifica seduta, di interrompere il proprio obbligo di esposizione. La quantificazione degli obblighi è parametrata alla liquidità dello strumento ed è aggiornata con cadenza semestrale. La nomina di un operatore specialista da parte di una società i cui strumenti sono negoziati nella classe 2 del segmento ordinario apre l'accesso per questi strumenti alla classe 1 del segmento stesso. Analogamente a quanto stabilito per il mercato Expandi, la transizione dalla classe 2 alla classe 1, attraverso la nomina di un operatore specialista, permette agli strumenti di accedere alla modalità di negoziazione continua, non prevista per la classe 2, la cui seduta di negoziazione è organizzata su due sole aste giornaliere. La classe 1 del segmento ordinario (e di Expandi) si articola in: asta di apertura dalle 8:00 alle 11:00, negoziazione continua dalle 11:00 alle 16:25, asta di chiusura dalla 16:25 alle 16:40.

- **Lancio del settore techSTAR** - Dal 18 marzo 2004 è operativo sul Nuovo Mercato il settore techSTAR, la cui adesione da parte delle società avviene su base volontaria. L'accesso a techSTAR è subordinato al rispetto di requisiti di natura qualitativa ed economico-finanziaria, cui si aggiungono criteri particolari per le *investment companies* e le società operative nelle biotecnologie (tavola 3).

Il settore è stato lanciato con l'obiettivo di fornire al mercato un nuovo strumento conoscitivo delle società quotate sul Nuovo Mercato. La composizione del settore è aggiornata su base semestrale, a eccezione dei requisiti di natura giuridica, il cui monitoraggio è effettuato in via continuativa e, in caso di violazione, è prevista l'immediata esclusione della società dal settore.

### TAVOLA 3 - TECHSTAR: I CRITERI PER L'ADESIONE AL SETTORE

TIPO DI CRITERI	DESCRIZIONE
<b>Criteri qualitativi</b>	<p>Gli emittenti devono:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>◆ avere l'ultimo bilancio annuale, anche consolidato, con giudizio positivo della società di revisione;</li><li>◆ non essere ammessi a procedure concorsuali, né avere società controllate rilevanti ammesse a procedure concorsuali;</li><li>◆ non avere le proprie azioni sospese dalle negoziazioni a tempo indeterminato;</li><li>◆ non incorrere in una delle situazioni previste dagli articoli 2446 e/o 2447 del codice civile (riduzione del capitale per perdite);</li><li>◆ non essere incorsi negli ultimi 18 mesi in violazioni di obblighi informativi formalmente accertati, nonché degli altri obblighi previsti dal Regolamento del Nuovo Mercato;</li><li>◆ 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.</li></ul>
<b>Criteri economico-finanziari</b>	<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"><li>◆ 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;</li><li>◆ il rapporto tra il debito finanziario netto consolidato, in valore assoluto, e il margine operativo lordo consolidato, comunque positivo, deve essere inferiore a 6.</li></ul> <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>
<b>Criteri particolari</b>	<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>

Nel corso del 2004 sono stati inoltre avviati molti progetti la cui realizzazione è prevista per il 2005. In particolare, in gennaio 2005 sono divenute operative le modifiche riguardanti i *ticks* di negoziazione e il lancio di nuovi indici azionari.

- **Rimodulazione dei *ticks* (moltiplicatori) di negoziazione** - Il 31 gennaio 2005 sono entrati in vigore i nuovi *ticks* di negoziazione, ovvero le variazioni minime di prezzo tra le proposte di negoziazione (tavola 4). La modifica introdotta rende possibile una riduzione dei differenziali minimi di prezzo denaro - lettera (*spreads*) e contribuisce a migliorare il collegamento tra mercati azionari e derivati. Al fine di rendere più agevoli le operazioni di arbitraggio, sono stati modificati anche i *ticks* di negoziazione applicati ai futures su singole azioni ai quali, dal 31 gennaio 2005, è stata estesa la struttura dei *ticks* dei mercati azionari (tavola 5).
- **Innovazioni negli indici azionari** - Gli indici assumono un ruolo importante come strumenti rappresentativi di un determinato mercato, segmento o settore e come promotori della visibilità delle società in essi inclusi. Dopo il lancio dell'indice S&P/MIB (tavola 6),

la cui diffusione in tempo reale è iniziata il 2 giugno 2003, Borsa Italiana ha avviato un nuovo progetto per il disegno di indici finalizzati a massimizzare la visibilità delle società di media e piccola dimensione del segmento STAR e del settore techSTAR.

TAVOLA 4 - I TICKS DI NEGOZIAZIONE DEI MERCATI AZIONARI

<b>Ticks in vigore fino a venerdì 28 gennaio 2005</b>			<b>Ticks in vigore da lunedì 31 gennaio 2005</b>		
Prezzo di riferimento (euro)		Moltiplicatore ( <i>tick</i> )	Prezzo di riferimento (euro)		Moltiplicatore ( <i>tick</i> )
Da	A		Da	A	
Inferiore a 0,0030		0,0001	Inferiore a 0,2500		0,0001
0,0031	0,3000	0,0005	0,2501	1,0000	0,0005
0,3001	1,5000	0,0010	1,0001	2,0000	0,0010
1,5001	3,0000	0,0050	2,0001	5,0000	0,0025
Superiore a 3,0000		0,0100	5,0001	10,0000	0,0050
			Superiore a 10,0000		0,0100

Nota: per le obbligazioni convertibili, per ogni prezzo di riferimento, il *tick* è sempre pari a 0,01

TAVOLA 5 - I TICKS DI NEGOZIAZIONE DEI FUTURES SU SINGOLE AZIONI

<b>Ticks in vigore fino a venerdì 28 gennaio 2005</b>			<b>Ticks in vigore da lunedì 31 gennaio 2005</b>		
Prezzo della proposta (euro)		Moltiplicatore ( <i>tick</i> )	Prezzo della proposta (euro)		Moltiplicatore ( <i>tick</i> )
Da	A		Da	A	
Inferiore a 1,5		0,0001	Inferiore a 0,2500		0,0001
Superiore a 1,5		0,0100	0,2501	1,0000	0,0005
			1,0001	2,0000	0,0010
			2,0001	5,0000	0,0025
			5,0001	10,0000	0,0050
			Superiore a 10,0000		0,0100

Dal 31 gennaio 2005 sono diffusi in tempo reale gli indici STAR e techSTAR, che includono le azioni del segmento e del settore che rispettivamente rappresentano, e l'indice All STARS che include tutte le azioni di STAR e techSTAR.

I nuovi indici seguono la stessa metodologia di calcolo:

- ◆ peso delle azioni all'interno del paniere: definito in base alla capitalizzazione del flottante (sono escluse dal flottante tutte le partecipazioni, detenute direttamente o tramite patti di sindacato, superiori al 5%, a eccezione di quelle di fondi comuni e fondi pensione);
- ◆ limite massimo di rappresentatività: è definito un *cap* al 10% in base al quale nessuna azione può pesare più di questa soglia;
- ◆ aggiornamento del paniere: i pesi sono rivisti su base trimestrale mentre la composizione varia in base agli ingressi / uscite da STAR e techSTAR;
- ◆ valore e data base: valore base di 10.000 punti indice al 28 dicembre 2001;
- ◆ diffusione: indici continui aggiornati sulla base del prezzo dell'ultimo contratto concluso su ciascuna azione componente l'indice; al termine di ogni seduta di negoziazione sono calcolati gli indici STAR - vwap, TechSTAR - vwap e All STARS - vwap utilizzando i prezzi ufficiali delle azioni componenti.

## TAVOLA 6 - CONFRONTO TRA L'INDICE S&P/MIB E IL MIB30

Specifiche	Mib30	S&P/MIB
<i>Basket</i>	30 azioni	Variabile (attualmente 40 azioni)
<i>Constituents</i>	Società quotate su MTA, incluse società estere	Società quotate su MTA e NM, incluse società estere
Criteria di selezione	<ul style="list-style-type: none"><li>◆ Capitalizzazione</li><li>◆ Liquidità</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>◆ Classificazione settoriale (le azioni sono distinte in settori in base alla classificazione GICS e i pesi dei diversi settori presenti nel paniere S&amp;P/MIB sono in linea con quelli di mercato)</li><li>◆ Capitalizzazione</li><li>◆ Liquidità</li></ul>
Revisioni ordinarie	2 revisioni ordinarie annue di pesi e <i>constituents</i> (marzo e settembre)	<ul style="list-style-type: none"><li>◆ 2 revisioni ordinarie annue dei <i>constituents</i> (marzo e settembre)</li><li>◆ 4 revisioni ordinarie annue dei pesi (marzo, giugno, settembre e dicembre)</li></ul>
Revisioni straordinarie	a seguito di operazioni straordinarie sul capitale	<ul style="list-style-type: none"><li>◆ variazione dei pesi a seguito di incrementi del numero delle azioni superiore al 5% o variazione del flottante superiore al 5%</li><li>◆ variazione dei <i>constituents</i> e dei pesi a seguito di <i>spin-off</i>, fusioni, <i>delistings</i> e nuove ammissioni (se la capitalizzazione del nuovo titolo è superiore al 3% di quella dell'intero mercato)</li></ul>
Calcolo e diffusione	Ogni 60 secondi	Ogni 30 secondi
Gestione dell'indice	Borsa Italiana	<i>Index Committee</i> (3 membri di S&P e 2 di Borsa Italiana)

In aggiunta a questi interventi, con l'obiettivo di razionalizzare il set di indici rappresentativi dei mercati azionari italiani, Borsa Italiana ha deciso di estendere l'accesso degli indici generali Mib (indice discreto) e Mibtel (indice continuo) alle azioni del Nuovo Mercato. Di conseguenza, i precedenti indici del Nuovo Mercato, Numex e Numtel, non sono più stati calcolati. La presenza di indici trasversali ai mercati azionari italiani è già stata sperimentata con l'indice S&P/MIB che ammette tra i suoi *constituents* le società del Nuovo Mercato che ne rispettano i requisiti.

Il 2005 sarà un anno importante per i mercati azionari di Borsa Italiana. L'opera di *restyling* e razionalizzazione della struttura dei mercati, avviata con il lancio del mercato Expandi il 1° dicembre 2003, proseguirà con un ritmo fortemente accelerato seguendo le linee evolutive della realtà imprenditoriale italiana. I mercati principalmente interessati saranno il Mercato Telematico Azionario e il Nuovo Mercato e gli interventi porteranno all'introduzione di innovazioni che riguarderanno trasversalmente i segmenti che comporranno i due mercati. L'obiettivo è sempre quello di creare dei contesti di quotazione e negoziazione adeguati per gruppi omogenei di strumenti al fine di soddisfare le esigenze di tutti i soggetti interessati alla qualità dei mercati, emittenti, intermediari e investitori.

## I MERCATI DEL REDDITO FISSO

Con riferimento al Mercato delle Obbligazioni e dei Titoli di Stato (MOT), nel corso del 2004 hanno trovato implementazione le modifiche programmate fin dall'anno precedente e connesse alla migrazione del mercato sulla piattaforma di negoziazione usata per i mercati azionari. La transizione delle negoziazioni sulla nuova piattaforma ha avuto importanti vantaggi dal punto di vista della razionalizzazione tecnologica, a beneficio tanto di Borsa Italiana quanto degli stessi operatori aderenti ai mercati. Al fine di garantire la massima flessibilità, la condizione delle piattaforme, che permette agli operatori di operare sui mercati utilizzando la stessa interfaccia, è strutturata in modo da permettere la presenza di *login* di accesso separati e abilitazioni indipendenti.

L'adozione della nuova piattaforma ha permesso a Borsa Italiana di armonizzare il modello di mercato del MOT a quello del MTA (tavola 7), introducendo nuove funzionalità ed eliminan-

### TAVOLA 7 - TRANSIZIONE DELLA PIATTAFORMA MOT: SINTESI DELLE MODIFICHE DI MICROSTRUTTURA

#### MODELLO DI MERCATO SINTESI DEI CAMBIAMENTI DI MICROSTRUTTURA

<b>Modalità di negoziazione</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 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</li> <li>◆ Possibilità di adottare modalità di negoziazione differenziate (solo asta, solo negoziazione continua, combinazione tra aste e negoziazione continua) in relazione alle caratteristiche degli strumenti</li> </ul>
<b>Tipologia degli ordini</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 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; in particolare: ordini con limite di prezzo e al meglio; ordini "valido sino a cancellazione" e "valido sino a data"; ordini "esegui quantità minima specificata", "Esegui e Cancella", "Tutto o Niente", "Esegui Comune" e ordini con quantità nascosta (anche denominati <i>iceberg orders</i> o <i>hidden orders</i>)</li> <li>◆ Introduzione della funzionalità del <i>cross order</i> 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 <i>book</i> al momento dell'immissione, estremi esclusi)</li> </ul>
<b>Monitoraggio del mercato</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 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: <ul style="list-style-type: none"> <li>■ per l'immissione delle proposte di negoziazione;</li> <li>■ in fase di asta, per la validazione del prezzo teorico di asta;</li> <li>■ durante la continua, per evitare l'esecuzione di contratti in condizioni di volatilità eccessiva e non giustificata: <ul style="list-style-type: none"> <li>▲ intervallo statico: oscillazione massima tra il prezzo di un contratto e il prezzo di controllo</li> <li>▲ intervallo dinamico: oscillazione massima tra il prezzo di due contratti consecutivi</li> </ul> </li> </ul> </li> <li>◆ Adozione di una nozione di prezzo di controllo analoga a quella dei mercati azionari, definendo 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</li> </ul>
<b>Prezzi di sintesi</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Introduzione del prezzo di riferimento: media ponderata dell'ultimo 10% delle quantità negoziate al netto delle quantità scambiate mediante l'utilizzo della funzionalità <i>cross order</i></li> <li>◆ 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 <i>cross order</i></li> </ul>

do nello stesso tempo gli aspetti del mercato ormai superati dall'evoluzione delle esigenze degli investitori e degli operatori.

Il processo di razionalizzazione del sistema di *trading* è proseguito nel corso del 2005 con la migrazione dell'EuroMOT sulla stessa piattaforma attualmente condivisa dal MOT e dai mercati azionari. La migrazione ha seguito un percorso analogo a quello del MOT e, dall'11 aprile 2005, l'EuroMOT ha acquisito lo stesso *login* di accesso del MOT, sebbene le abilitazioni alla negoziazione rimangono indipendenti. Dal punto di vista del modello di mercato, le negoziazioni sull'EuroMOT continuano a essere realizzate attraverso la modalità di negoziazione continua, arricchita però dalle funzionalità comuni a MOT e MTA.

*L'11 aprile 2005  
l'EuroMOT è migrato sulla  
piattaforma di negoziazione  
condivisa dal MOT e dai  
mercati azionari*

Dal punto di vista degli strumenti ammessi a quotazione e negoziati, il 2004 ha conosciuto un ampliamento della gamma di prodotti che permette di estendere le opportunità di investimento e di diversificazione.

- E' stata estesa al MOT la facoltà di ammettere a negoziazione strumenti in assenza di domanda dell'emittente. Utilizzando questa facoltà, nel novembre del 2003 sull'EuroMOT erano stati ammessi a negoziazione 26 titoli di Stato, *benchmark* dell'area euro, tedeschi, francesi e spagnoli. Con l'acquisizione di questa possibilità anche da parte del MOT, nel corso del 2004 sono stati ammessi titoli emessi da importanti emittenti *supranational*, quali in particolare la Banca Europea per gli Investimenti (Bei).
- Il 30 settembre 2004 è stata avviata la negoziazione sull'EuroMOT dei primi *Asset Backed Securities* (ABSs), le serie 5, 6 e 7 degli ABSs emessi da "Società di cartolarizzazione dei crediti INPS - S.C.C.I. S.P.A". L'ammissione di ABSs su un mercato regolamentato come l'EuroMOT si propone di aumentare la liquidità e l'efficienza della negoziazione di questa particolare tipologia di strumenti.

## **IL MERCATO DEI SECURITISED DERIVATIVES**

Il SeDeX, Mercato dei *Securitized Derivatives*, ha conosciuto nel corso dei primi mesi del 2004 importanti cambiamenti rispetto ai quali il nuovo nome rappresenta solo il punto di partenza. La precedente denominazione, Mercato dei Covered Warrant, rischiava di non fornire la giusta visibilità 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 *securitized derivatives* rispecchia l'intera categoria degli strumenti derivati cartolarizzati, non limitandosi ai soli covered warrant.

*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 inoltre risposto all'innovazione finanziaria che ha portato alla creazione di nuovi *securitized derivatives* con una segmentazione adeguata alle peculiarità di ciascuno strumento.

La nuova segmentazione del mercato ripartisce i *securitized 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* precedentemente presenti nel segmento covered warrant strutturati/esotici sono stati allocati nella classe B degli *investment certificates*, considerato il carattere prevalentemente accessorio della componente opzionale (in molti casi, infatti, l'opzione con carattere accessorio svolge una funzione di protezione dalle perdite derivanti dall'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.

Ulteriori novità sono state introdotte con riferimento ai requisiti di ammissione a quotazione dei *securitised derivatives*.

- Deroga alla norma che prevede una scadenza massima di 5 anni per i covered warrant: su richiesta motivata dell'emittente è possibile ammettere covered warrant con scadenze superiori qualora siano presenti informazioni sufficienti per la determinazione del prezzo dello strumento stesso. Questa deroga permette agli emittenti di estendere la propria offerta a prodotti aventi come sottostante strumenti liquidi e trasparenti nei metodi di calcolo e di diffusione, ma con scadenze estese su un ampio orizzonte temporale, come i titoli di Stato a lunga scadenza e la curva dei tassi d'interesse a medio-lungo termine.
- Dalla definizione dei multipli (o parità) sono stati esonerati i covered warrant strutturati ed esotici e la classe B degli *investment certificates*. Infatti, i multipli sono utili ai fini della comparabilità tra *securitised derivatives* costruiti sugli stessi sottostanti, in modo particolare, in presenza di strutture semplici e di funzioni di *pricing* lineari rispetto all'andamento del prezzo dell'attività sottostante.

## IL MERCATO DEI DERIVATI

Durante il 2004 hanno trovato realizzazione numerosi progetti avviati nel corso dell'anno precedente. Le novità hanno interessato tanto gli strumenti finanziari scambiati quanto il modello di mercato.

Nel 2004 sono entrati in negoziazione gli strumenti derivati aventi come sottostante l'indice S&P/MIB. L'interesse raccolto dal nuovo indice, grazie 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. Già nel 2003, i contratti derivati erano stati preceduti dal lancio dell'*Exchange Traded Fund S&P/MIB Master Unit* e dai *securitised derivatives* costruiti sul nuovo indice.

*Dal 22 marzo 2004 sono in negoziazione i contratti derivati sull'indice S&P/MIB: futures, mini-futures e opzione*

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 entrati in negoziazione da lunedì 22 marzo 2004 sulla scadenza di settembre 2004. Per un periodo transitorio è stato possibile negoziare sia contratti sull'indice Mib30 sia contratti sul nuovo indice ma, al fine di limitare il periodo di sovrapposizione fra le scadenze su Mib30 e S&P/MIB, l'unica scadenza predisposta in *dual listing* è stata quella di settembre 2004. Non sono entrate in circolazione scadenze sul Mib30 successive a quella di settembre 2004.
- **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 8) sono state definite in linea con quelle in vigore per i derivati costruiti sul Mib30.
- **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 stato 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 ha permesso 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** - Presenza di *market makers* che sostengono la liquidità di futures, mini-futures e opzioni su S&P/MIB; in particolare è stata introdotta la figura del *primary market makers* sui futures su S&P/MIB; dei *primary market makers* sui mini-futures su S&P/MIB, con gli stessi obblighi in precedenza previsti per i mini-futures su Mib30; dei *primary market makers* e dei *market makers* sulle opzioni su S&P/MIB, che continuano a operare conservando gli stessi obblighi in precedenza previsti per le opzioni su Mib30.

Nel corso del 2004 i derivati sull'indice S&P/MIB hanno ricevuto le autorizzazioni necessarie ai fini della loro commercializzazione sul mercato statunitense.

- Il 31 agosto 2004, la U.S. *Commodities Futures Trading Commission* (CFTC) ha rilasciato la *no-action letter* che autorizza l'offerta e la vendita sul mercato statunitense dei futures e dei mini-futures con sottostante l'indice S&P/MIB;

TAVOLA 8 - LE SPECIFICHE CONTRATTUALI DEI DERIVATI SULL'INDICE S&amp;P/MIB

Specifica contrattuale	Futures su S&P/MIB	mini-futures S&P/MIB	Opzione su S&P/MIB
<b>Orario di negoziazione</b>	9:00am - 5.40pm	9:00am - 5.40pm	9:00am - 5.40pm
<b>Multiplier</b>	5 euro	1 euro	2,5 euro
<b>Size</b>	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>
<b>Scadenze negoziate</b>	4 trimestrali	2 trimestrali	4 trimestrali + le 2 mensili più vicine
<b>Ultimo giorno di negoziazione</b>	Ore 9:10 del giorno di scadenza	Ore 9:10 del giorno di scadenza	Ore 9:10 del giorno di scadenza
<b>Liquidazione</b>	Indice S&P/MIB calcolato sui prezzi di apertura	Indice S&P/MIB calcolato sui prezzi di apertura	Indice S&P/MIB calcolato sui prezzi di apertura

- Nel mese di ottobre 2004, la Securities and Exchange Commission (SEC) ha rilasciato la *no-action letter* che autorizza l'offerta e la vendita sul mercato statunitense delle opzioni con sottostante l'indice S&P/MIB.

*Da giugno 2004 è disponibile la funzionalità Block Trade Facility che permette di eseguire sul mercato contratti di size elevata a prezzi che non siano strettamente interni al miglior bid-ask*

Con l'introduzione della *Block Trade Facility* (BTF) Borsa Italiana si è posta il duplice obiettivo di attrarre business *over the counter* e supportare l'esecuzione degli scambi di maggiori dimensioni degli operatori. La BTF è una funzionalità di tipo *cross trade*; prima della sua introduzione, le uniche funzionalità di questo tipo disponibili erano:

- *interbank*: conclusione di contratti con una controparte predefinita a prezzi compresi tra la migliore proposta in acquisto e la migliore proposta in vendita, estremi esclusi;
- *internal*: conclusione di contratti in cui la controparte è costituita dallo stesso operatore che ha immesso la proposta a prezzi compresi tra la migliore proposta in acquisto e la migliore proposta in vendita, estremi esclusi.

Per scambi di *size* elevata, la funzionalità BTF estende l'operatività delle proposte *interbank* o *internal* a prezzi che non siano strettamente interni al *best bid* e *best ask* presenti sul *book* di negoziazione (tavola 9). In particolare:

- per i futures è prevista la possibilità di concludere contratti con controparti predefinite a prezzi compresi tra la migliore proposta in acquisto e la migliore proposta in vendita, estremi inclusi;
- per le opzioni è prevista la possibilità di concludere contratti con controparti predefinite a prezzi inclusi entro il limite del 5% di scostamento rispetto alla migliore proposta in acquisto e la migliore proposta in vendita.

La funzionalità *Block Trade Facility* non è disponibile per i mini-futures su S&P/MIB.

Nel corso del 2004 Borsa Italiana ha esteso la possibilità di operare sull'IDEM come *liquidity provider* a intermediari che si impegnano a svolgere questa funzione anche in conto terzi. Precedentemente, questa attività di sostegno alla liquidità del mercato poteva essere svolta solo in conto proprio.

Con questa modifica è stata introdotta la figura dello specialista sull'IDEM, un operatore aderente ai mercati che, a differenza degli operatori definiti come *market makers*, inserisce ordini provenienti da un altro intermediario appartenente allo stesso gruppo e autorizzato all'attività di negoziazione nel proprio Paese di origine. Grazie a questa opportunità, l'IDEM può beneficiare della liquidità apportata dai più importanti *liquidity providers* nazionali e internazionali, operanti sui mercati degli strumenti derivati. Gli obblighi di sostegno alla liquidità sono gli stessi previsti per i *market makers*.

#### TAVOLA 9 - LE CARATTERISTICHE DELLA *BLOCK TRADES FACILITY*

<b>Contratto</b>	<b>N° minimo di contratti</b>	<b>Price deviation</b>
Futures su S&P/MIB	25	Inclusi <i>best bid</i> e <i>best ask</i>
Futures su azioni	1 000	Inclusi <i>best bid</i> e <i>best ask</i>
Opzioni su S&P/MIB	100	<i>Best bid</i> -5% e <i>best ask</i> +5%
Opzioni su azioni	1 000	<i>Best bid</i> -5% e <i>best ask</i> +5%

Nota: le *block trade facilities* non sono disponibili per i mini-futures su S&P/MIB.