Indice

IX *Presentazione*

PARTE PRIMA *L'assetto istituzionale dei mercati finanziari*

3 **1 L'intermediazione finanziaria: teoria, organizzazione dei mercati e emissione di strumenti finanziari**
di Alberto Banfi e Fiorenzo di Pasquali

Introduzione, p. 3 – 1.1 I saldi finanziari e il ruolo dell'intermediazione, p. 4 – 1.2 Il mercato mobiliare, p. 5 – 1.3 Le forme organizzative dei mercati, p. 10 – 1.4 La domanda e l'offerta di valori mobiliari in Italia: le consistenze e le emissioni, p. 16 – 1.5 La domanda di valori mobiliari in Italia, p. 25

29 **2 L'evoluzione degli assetti dei mercati: il quadro internazionale**
di Mario Anolli e Luca Filippa

Introduzione, p. 29 – 2.1 La tecnologia, la globalizzazione e lo sviluppo dei mercati finanziari, p. 29 – 2.2 La recente evoluzione dei mercati di strumenti finanziari in Italia, p. 36 – 2.3 La recente evoluzione dell'exchange industry in Europa, p. 41 – 2.4 Gli effetti della Direttiva MiFID, p. 45 – 2.5 I prossimi sviluppi e i rapporti tra Borse e intermediari, p. 47

51 **3 La disciplina italiana dell'intermediazione finanziaria e dei mercati**
di Fiorenzo Di Pasquali

Introduzione, p. 51 – 3.1 Il quadro evolutivo della disciplina dell'intermediazione finanziaria sino alla metà degli anni Novanta, p. 51 – 3.2 L'attuale struttura della disciplina dell'intermediazione finanziaria e dei mercati finanziari domestici, p. 59 – 3.3 La direttiva 2004/39/CE sui servizi di investimento (MiFID), p. 62 – 3.4 Il Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUIF), p. 64 – 3.5 I mercati degli strumenti finanziari, i soggetti che li gestiscono e i loro regolamenti. Il caso di Borsa Italiana Spa., p. 94

00-PreliminariBANFI 7-11-2008 17:21 Pagina VI

PARTE SECONDA *Gli strumenti finanziari*

105 **4 Gli strumenti di debito**
di Fiorenzo Di Pasquali e Davidia Zucchelli

Introduzione, p. 105 – 4.1 Gli elementi morfologici degli strumenti di debito, p. 106 – 4.2 I titoli di Stato, p. 124 – 4.3 Gli strumenti di debito di emittenti privati e l'operazione di pronti contro termine, p. 141 – 4.4 Gli strumenti di debito rivenienti dall'attività di cartolarizzazione, p. 149 – 4.5 Il mercato primario delle emissioni obbligazionarie, p. 151

163 **5 I titoli azionari e le offerte di azioni**
di Alberto Banfi e Davidia Zucchelli

Introduzione, p. 163 – 5.1 Le azioni: caratteristiche generali, p. 164 – 5.2 Le offerte pubbliche di vendita, di sottoscrizione e le IPO, p. 169 – 5.3 Le offerte pubbliche di acquisto e di scambio, p. 194 – 5.4 Esempi di calcolo del valore optato teorico del diritto di opzione e del valore dell'azione optata a seguito di operazioni sul capitale, p. 205

217 **6 Gli strumenti derivati negoziati nei mercati regolamentati**
di Mario Anolli e Francesca Pampurini

Introduzione, p. 217 – 6.1 I «financial» future, p. 218 – 6.2 Le option, p. 235

243 **7 Le obbligazioni provviste di opzioni e altri strumenti finanziari**
di Francesca Pampurini

Introduzione, p. 243 – 7.1 Le obbligazioni strutturate, p. 243 – 7.2 Le obbligazioni convertibili in azioni, p. 258 – 7.3 I warrant e le obbligazioni con warrant, p. 265 – 7.4 I covered warrant, p. 269

275 **8 Le quote degli organismi di investimento collettivo del risparmio**
di Oberta Fusetti

Introduzione, p. 275 – 8.1 Le tipologie di OICR: considerazioni introduttive, p. 276 – 8.2 Gli OICR aperti e chiusi, p. 279 – 8.3 Gli OICR aperti «armonizzati» e «non armonizzati», p. 280 – 8.4 I fondi chiusi, p. 286 – 8.5 I fondi riservati, p. 291 – 8.6 I fondi speculativi, p. 292 – 8.7 Le Società di Investimento a Capitale Variabile (SICAV), p. 295 – 8.8 I fondi pensione, p. 297

301 **9 La valutazione degli strumenti finanziari**
di Fiorenzo Di Pasquali e Francesca Pampurini

Introduzione, p. 301 – 9.1 La redditività degli strumenti di mercato monetario, p. 302 – 9.2 La redditività degli strumenti di debito a medio e lungo termine, p. 306 – 9.3 Elementi di valutazione delle azioni, p. 327 – 9.4 Elementi di valutazione delle obbligazioni strutturate, p. 331

00-PreliminariBANFI 7-11-2008 17:21 Pagina VII

337 **10 La struttura e l'organizzazione delle istituzioni di mercato**
di Marco Onado

Introduzione, p. 337 – 10.1. La catena del valore del mercato, p. 339 – 10.2 Cosa è un mercato?, p. 341 – 10.3 La privatizzazione dei mercati e la società di gestione dei mercati, p. 344 – 10. 4 Il mercato come impresa, p. 346 – 10.5 Il mercato regolamentato e i mercati alternativi, p. 348 – 10.6 L'attività di post trading, p. 351 – 10.7 La tendenza al consolidamento delle strutture di trading e post-trading, p. 354

357 **11 Il funzionamento dei mercati regolamentati in Italia**
di Francesca Pampurini

Introduzione, p. 357 – 11.1. I Mercati azionari di Borsa Italiana (MTA ed Expandi), p. 361 – 11.2 Il Mercato SeDeX, p. 380 – 11.3 Il mercato ETFplus, p. 382 – 11.4 Il Mercato telematico delle obbligazioni e dei titoli di Stato (MOT), p. 382 – 11.5 L'IDEM (Italian Derivatives Market), p. 385 – 11.6 Il Mercato telematico dei Titoli di Stato (MTS), p. 390 – 11.7 Il Mercato TLX, p. 392

393 **12 La recente evoluzione della Borsa italiana e delle principali Borse internazionali**
di Luca Filippa

Introduzione, p. 393 – 12.1 Profilo storico dell'allocazione del risparmio, p. 393 – 12.2 L'evoluzione del mercato azionario negli ultimi trenta anni, p. 396 – 12.3 I flussi di investimento canalizzati dalla Borsa, p. 403 – 12.4 Il confronto internazionale, p. 406

411 **13 Gli intermediari in strumenti finanziari**
di Alberto Banfi e Roberta Fusetti

Introduzione, p. 411 – 13.1 Le imprese di investimento, p. 412 – 13.2 Le regole di comportamento degli intermediari: principi generali, p. 417 – 13.3 Le altre tipolgie di intermediari, p. 425

429 **14 L'industria del risparmio gestito**
di Alberto Banfi e Roberta Fusetti

Introduzione, p. 429 – 14.1 Il gestore unico nell'ordinamento italiano e comunitario, 429 – 14.2 La società di gestione del risparmio (SGR), p. 432 – 14.3 L'istituto della delega di gestione, p. 435 – 14.4 L'organizzazione aziendale delle SGR e delle SICAV, p. 437 – 14.5 Altri soggetti coinvolti nel processo produttivo del risparmio gestito, p. 448 – 14.6 L'autorizzazione alla gestione collettiva per le SGR e le SICAV, p. 452 – 14.7 L'evoluzione e la dimensione del risparmio gestito in Italia, p. 457

463 ***Bibliografia***

Capitolo 11

Il funzionamento dei mercati regolamentati in Italia

di Francesca Pampurini

Introduzione

Il presente capitolo è dedicato alla trattazione delle modalità organizzative dei mercati regolamentati di strumenti finanziari in Italia. I mercati regolamentati italiani sono, secondo l'elenco tenuto dalla Consob[1]:

1. Mercati gestiti da Borsa Italiana SPA:
   - Mercato telematico Azionario (MTA);
   - Mercato telematico degli OICR aperti ed ETC (ETFplus);
   - Mercato telematico delle obbligazioni (MOT);
   - Mercato Expandi;
   - Mercato telematico dei *securitised derivatives* (SeDeX);
   - Mercato degli strumenti derivati (IDEM)
2. Mercati gestiti da MTS SPA:
   - Mercato Telematico all'Ingrosso dei Titoli di Stato (MTS);
   - Mercato BondVision per la negoziazione via internet all'ingrosso di Titoli di Stato
   - Mercato all'ingrosso delle obbligazioni non governative e dei titoli emessi da Organismi Internazionali partecipati da Stati (MTS Corporate);
3. Mercati gestiti da TLX SPA:
   - Mercato TLX

[1] L'elenco dei mercati regolamentati italiani si trova sul sito www.consob.it. Secondo la direttiva 2004/39/CE ciascuno Stato membro dell'Unione tiene aggiornato l'elenco dei mercati regolamentati. In base a tale previsione, l'art. 63 del TUIF ha stabilito che la CONSOB gestisca tale elenco.

11-Banfiok 7-11-2008 15:25 Pagina 358

Tutti i mercati regolamentati italiani operano mediante circuito telematico[2], costituito da un insieme di elaboratori e terminali[3] collegati in rete. Essi pertanto non prevedono alcuna forma di interazione fisica fra coloro che vi partecipano e le negoziazioni avvengono a seguito della trasmissione per via telematica delle intenzioni negoziali (ordini) degli operatori e dell'applicazione di un set di regole e di algoritmi che conducono all'abbinamento degli ordini stessi e alla loro trasformazione in contratti.

La maggior parte dei mercati regolamentati italiani è gestita da Borsa Italiana SPA; la figura 11.1 presenta la configurazione di questi mercati e dei loro segmenti[4].

Da essa emerge che Borsa Italiana gestisce un insieme di mercati aventi ad oggetto sostanzialmente la totalità delle tipologie degli strumenti finanziari negoziabili: azioni, covered warrant, quote di fondi, titoli obbligazionari e strumenti derivati negoziabili. Tutti i mercati gestiti da Borsa Italiana operano su circuito telematico, a sua volta gestito dalla società BitSystems, controllata da Borsa Italiana.

Dal punto di vista «visivo» ogni mercato è rappresentato da uno schermo di computer – il cosiddetto *book* – sul quale sono organizzate le informazioni necessarie per la negoziazione. I soggetti abilitati alle negoziazioni interagiscono tra di loro inviando al mercato le loro intenzioni negoziali mediante terminali ubicati presso gli uffici degli intermediari autorizzati.

Sono ammessi a partecipare al mercato di borsa:

1. i soggetti autorizzati all'esercizio dei servizi e delle attività di negoziazione per conto proprio o di esecuzione di ordini per conto dei clienti ai sensi del TUIF;
2. le banche e le imprese di investimento autorizzate all'esercizio dei servizi e delle attività di negoziazione per conto proprio o di esecuzione di ordini per conto dei clienti ai sensi delle disposizioni di legge di Stati Comunitari o di Stati Extracomunitari;
3. le imprese costituite in forma di società di capitale e in possesso di

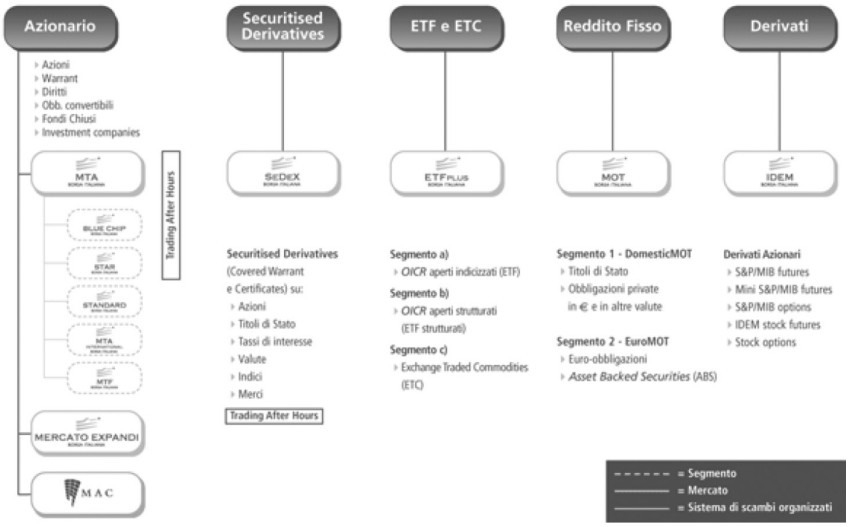
[2] La telematizzazione della borsa italiana è iniziata il 25 novembre 1991 (su un gruppo di 5 titoli azionari) ed è stata successivamente estesa a tutti gli strumenti finanziari e ai contratti quotati fino ad essere completata a partire dal 19 febbraio 1996.

[3] Il dlgs n. 415 del 23 luglio 1996 (Decreto Eurosim) ha sancito la soppressione delle sedi locali di borsa (in precedenza 10) a partire dal 1° settembre 1996.

[4] Il funzionamento dei mercati gestiti da Borsa Italiana è disciplinato dal *Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A*, deliberato dall'Assemblea ordinaria della Borsa Italiana. La versione aggiornata di tale Regolamento è disponibile sul sito www.borsaitaliana.it.

11-Banfiok 7-11-2008 15:25 Pagina 359

Fig. 11.1 - Articolazione dei mercati gestiti da Borsa Italiana.



Fonte: www.borsaitaliana.it

specifici requisiti di professionalità e onorabilità[5], di controllo interno[6] e di adeguatezza patrimoniale.

Gli operatori devono inoltre attestare che:

a. gli addetti alle negoziazioni sono in possesso di un'adeguata qualificazione professionale e che il *compliance officer* ha un'approfondita conoscenza delle regole di funzionamento del mercato;
b. gli addetti all'attività di specialist sono in possesso di un'adeguata qualificazione professionale e conoscono le modalità di svolgimento della loro attività;
c. essi si sono dotati in via continuativa di adeguati sistemi, procedure e controlli dell'attività di negoziazione e di adeguate procedure di compensazione e garanzia e di liquidazione;
d. essi si sono dotati di una unità interna di information technology adeguata a garantire la continuità e puntualità di funzionamento dei sistemi di negoziazione e liquidazione.

[5] Richiesti in capo ai soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo e ai responsabili dell'attività di negoziazione e della funzione di controllo interno.

[6] Istituzione di una funzione di revisione interna, che non dipenda gerarchicamente da alcun responsabile di aree operative, che svolga verifiche periodiche sull'attività di negoziazione su strumenti finanziari.

11-Banfiok 7-11-2008 15:25 Pagina 360

Una volta ammessi alle negoziazioni, gli operatori, per poter continuare a permanervi, devono comportarsi secondo correttezza, diligenza e professionalità nei rapporti con le controparti di mercato, negli adempimenti verso la Borsa Italiana e nell'utilizzo dei sistemi di negoziazione, astenendosi dal compiere atti che possano pregiudicare l'integrità dei mercati.

Borsa Italiana controlla il regolare andamento delle negoziazioni adottando tutti gli atti necessari per il buon funzionamento dei mercati. A tale proposito, essa controlla l'andamento dei mercati e dei singoli strumenti; vigila sul comportamento dei soggetti che negoziano (e sul rispetto degli obblighi dei market maker e degli specialisti); richiede agli emittenti degli strumenti finanziari negoziati e agli operatori le informazioni ritenute necessarie; controlla il funzionamento delle strutture tecniche preposte allo svolgimento dell'intero processo di negoziazione. Borsa Italiana inoltre interviene sulle condizioni di negoziazione, stabilendo eventuali limiti alle variazioni massime di prezzo e altre condizioni di negoziazione («parametri») necessarie per assicurare l'ordinato svolgimento delle negoziazioni, tenuto conto dei volumi scambiati e dei prezzi fatti registrare sullo strumento finanziario nell'ultimo trimestre, del grado di liquidità dello strumento e della significatività degli scambi, nonché della presenza di notizie a disposizione del pubblico. In considerazione di particolari andamenti del mercato, Borsa Italiana può (con riferimento a mercati, categorie di strumenti o singoli strumenti) prolungare la durata o rinviare l'inizio di una o più fasi di negoziazione, interrompere la negoziazione continua con contestuale attivazione dell'asta di volatilità, come pure sospendere le negoziazioni. La Borsa Italiana può effettuare tali interventi qualora vengano superati i limiti di variazione massima dei prezzi da essa stessa fissati[7], siano rilevabili andamenti anomali (in termini di prezzi o di quantità negoziabili) delle contrattazioni di uno strumento finanziario, sia necessario ottenere maggiori informazioni su particolari situazioni di mercato di uno strumento, vi siano motivi tecnici o altre circostanze che pregiudichino il regolare funzionamento del mercato e vi siano segnalazioni da parte di operatori che si ritengono danneggiati da comportamenti irregolari di altri partecipanti al mercato.

[7] Ad esempio, attualmente sono in vigore i seguenti limiti massimi alla variazione dei prezzi; per le proposte di negoziazione (Pdn) ±90% rispetto al prezzo di controllo; per i contratti il limite risulta ±7,5% per le azioni dello S&P/MIB, ±10% per le altre azioni e le quote di fondi chiusi, ±30% per i warrant e i diritti, ±5% per le obbligazioni convertibili; il limite massimo alla variazione dei prezzi tra due contratti consecutivi risulta ±3,5% per le azioni dell'indice S&P/MIB, ±5% per le altre azioni, i warrant e le quote di fondi chiusi, ±15% per i diritti e ±2,5% per le obbligazioni convertibili. Cfr. Istruzioni al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana SPA.

11-Banfiok 7-11-2008 15:25 Pagina 361

Un altro importante mercato regolamentato è quello gestito da MTS SPA[8] sul quale vengono scambiati all'ingrosso titoli di stato italiani e altri titoli a reddito fisso.

Infine il mercato TLX è un altro mercato regolamentato italiano gestito da TLX SPA[9] su cui vengono scambiati titoli di stato italiani ed europei, obbligazioni sovranazionali, obbligazioni *sovereign* e obbligazioni corporate.

11.1. I Mercati azionari di Borsa Italiana (MTA ed Expandi)

Sul Mercato Telematico Azionario (MTA) si negoziano azioni, obbligazioni convertibili, diritti di opzione, warrant e «quote di fondi chiusi»[10]. La liquidazione dei contratti sui titoli negoziati sul MTA (inclusi i diritti di opzione) avviene il terzo giorno di borsa aperta successivo a quello di stipulazione, salvo per i diritti d'opzione inoptati (che vengono liquidati il giorno di borsa aperta successivo alla stipulazione) e nel caso di adesioni a offerte pubbliche di acquisto (si veda il capitolo 5) (che hanno modalità di liquidazione stabilite di volta in volta dalla Borsa Italiana e comunicate alla Consob[11]).

Sul mercato MTA gli strumenti finanziari diversi dalle quote di fondi chiusi e dalle azioni delle Investment Companies sono ripartiti in segmenti omogenei in base alla loro capitalizzazione e alle modalità di ammissione alle negoziazioni. All'atto dell'ammissione, Borsa Italiana assegna ciascun titolo ad un appropriato segmento[12] di negoziazione,

[8] MTS SPA è la società fondatrice del gruppo societario MTS il cui capitale sociale è suddiviso tra le principali istituzioni finanziarie internazionali. Borsa Italiana detiene il pacchetto di maggioranza di MTS (60.37 %). Le restanti quote sono ripartite tra i principali gruppi bancari internazionali.

[9] Gli azionisti di TLX SPA sono UBM-MIB, Investment Bank del Gruppo bancario Unicredit, e Banca IMI, Investment Bank del Gruppo Intesa Sanpaolo, entrambi con il 50% del capitale sociale.

[10] Non è più prevista la negoziazione di quantitativi minimi (i cosiddetti lotti minimi di negoziazione) ma Borsa Italiana può introdurli se lo richiede il buon funzionamento del mercato.

[11] La raccolta delle adesioni a OPA (offerte totalitarie su strumenti finanziari quotati promosse da chi detiene la maggioranza assoluta su tali strumenti, ovvero offerte promosse dall'emittente sui propri strumenti finanziari) avviene al prezzo stabilito dall'offerente, immesso in un apposito book dall'intermediario incaricato della raccolta. Le adesioni compaiono nel medesimo book come proposte con limite di prezzo, cancellabili dalla Borsa Italiana su richiesta motivata degli operatori.

[12] Le azioni con diritto di voto limitato sono negoziate nel segmento delle corrispondenti azioni ordinarie; le obbligazioni convertibili e i warrant sono assegnati al medesimo segmento delle azioni ordinarie di compendio. Le quote di fondi chiusi e le azioni delle *Investment Companies* sono negoziate nel segmento MTF.

11-Banfiok 7-11-2008 15:25 Pagina 362

tenendo conto della soglia di capitalizzazione rilevante (1.000 milioni di euro) ai fini della ripartizione tra il segmento Blue Chip e gli altri segmenti del MTA e della soglia di capitalizzazione minima (40 milioni di euro) ai fini dell'ottenimento della qualifica Star. In seguito, provvede a verificare periodicamente (in occasione della revisione ordinaria degli indici, che avviene ogni 6 mesi) la ripartizione degli strumenti finanziari tra i vari segmenti, effettuando gli eventuali trasferimenti che nel frattempo si fossero resi necessari[13]. Le azioni di emittenti di diritto estero vengono ammesse al segmento MTA International a prescindere dalla soglia di capitalizzazione. All'interno di ciascun segmento, sulla base della frequenza degli scambi e del controvalore medio giornaliero negoziato, gli strumenti finanziari sono ulteriormente suddivisi in classi omogenee per quanto riguarda gli orari e le modalità di negoziazione.

A tale proposito sul MTA possono essere ammessi a negoziazione titoli di emittenti che abbiano pubblicato e depositato i bilanci degli ultimi tre esercizi (di cui almeno l'ultimo corredato dal positivo giudizio di una società di revisione), la cui attività è in grado di generare ricavi in autonomia gestionale; l'emittente deve inoltre aver conferito l'incarico di revisione contabile dei bilanci ad una società di revisione. L'attivo di bilancio e i ricavi dell'emittente non devono essere costituiti in maniera preponderante da investimenti in una società quotata su un mercato regolamentato. Inoltre le azioni oggetto di quotazione devono avere una (prevedibile) capitalizzazione di mercato pari ad almeno 40 milioni di euro e un flottante pari al 25%.

I segmenti in cui è suddiviso il MTA sono i seguenti:

- *segmento Blue Chip*, per le società ad alta capitalizzazione. Sono ammessi a tale segmento i titoli aventi una capitalizzazione superiore a 1.000 milioni di euro;
- *segmento Star* (Segmento Titoli con Alti Requisiti), per le società con

[13] Precisamente, Borsa Italiana effettua le seguenti revisioni periodiche:

a) le società la cui capitalizzazione sia divenuta superiore a 1.000 milioni di euro sono trasferite al Segmento Blue Chip a decorrere dalla data stabilita con apposita comunicazione al mercato; tuttavia, le società appartenenti al Segmento Star possono chiedere di rimanervi, a condizione che non siano entrate nella composizione dell'indice S&P/MIB;

b) le società la cui capitalizzazione sia divenuta inferiore a 1.000 milioni di euro e che non rientrano nella composizione dell'indice S&P/MIB sono trasferite al Segmento Standard dopo 6 mesi dalla comunicazione alla società, qualora nel frattempo non siano ripristinate le condizioni necessarie per rimanere nel segmento originario. Tali società possono comunque richiedere la qualifica Star;

c) le società che non abbiano rispettato le condizioni richieste per essere negoziate nel Segmento Star (tra cui flottante pari al 20% del capitale sociale) sono trasferite al Segmento Standard dopo 6 mesi dalla comunicazione alla società, a meno che nel frattempo non siano ripristinate le condizioni necessarie per permanere nel segmento originario.

11-Banfiok 7-11-2008 15:25 Pagina 363

una capitalizzazione medio-bassa che soddisfino specifici requisiti in termini di liquidità, di informativa societaria e di corporate governance. Per essere ammessi al segmento Star i titoli devono avere un flottante di ingresso superiore al 35% (per le società già quotate da più di 1 anno il flottante minimo è pari al 20%); l'ultimo bilancio sottoposto a revisione (e la presenza di almeno 3 bilanci pubblicati); una capitalizzazione minima di 40 milioni di euro e massima di 1.000 milioni di euro; la presenza nel consiglio di amministrazione di amministratori indipendenti; la presenza di un comitato di controllo interno e di sistemi di remunerazione del top management collegati con la performance della società (*performance related pay*); la redazione e la pubblicazione obbligatoria (e non derogabile) di una relazione trimestrale sulla gestione entro 45 giorni dal termine di ciascun trimestre; la presenza di un investor relation manager e di un sito internet dedicato ai rapporti con gli investitori; la redazione dell'informativa contabile in italiano e in inglese; la presenza di un operatore specialista avente il compito di sostenere la liquidità del titolo sul mercato;

- *segmento Standard*, per le società con capitalizzazione medio-bassa. Nel segmento Standard sono accolti tutti i titoli del MTA che non fanno parte né del segmento Blue Chip né del segmento Star[14]; al suo interno il segmento Standard è a sua volta articolato in classe 1 per i tioli «normali» e in classe 2 che accoglie (pochi) titoli particolarmente illiquidi;
- *segmento MTA International*, per le azioni di emittenti di diritto estero già negoziate in altri mercati regolamentati comunitari. Questo segmento, introdotto nel 2007, permette di negoziare attraverso MTA alcuni dei titoli più liquidi dell'area euro in modo identico rispetto ai mercati di prima quotazione, utilizzando però la filiera di trading e post-trading di Borsa Italiana. Al segmento MTA International possono essere ammessi (senza necessità di prospetto informativo) titoli già quotati su un altro mercato regolamentato europeo da più di 18 mesi, indipendentemente dalla soglia di capitalizzazione. I titoli negoziati su questo segmento non entrano a far parte di alcun indice di Borsa Italiana;
- *segmento MTF* (Mercato Telematico dei Fondi) dedicato alla negoziazione di quote di fondi chiusi e azioni delle Investment Companies[15].

[14] Le azioni negoziate nel segmento di Borsa Standard non possono essere ammesse alle negoziazioni nel segmento Star prima che sia trascorso un anno dalla loro quotazione. Nel caso in cui una società perda la qualifica di Star, accede al Segmento Standard (a partire dalla ripartizione degli strumenti finanziari) e non può tornare ad essere negoziata nel segmento Star prima che sia trascorso almeno un anno dall'esclusione.

[15] Le *Investment Companies* sono società il cui oggetto sociale consiste nell'investimento in partecipazioni di maggioranza o minoranza di società quotate e non quotate oppure in altri strumenti finanziari.

11-Banfiok 7-11-2008 15:25 Pagina 364

11.1.1 Le tecniche di negoziazione

Nei mercati ad asta le negoziazioni avvengono secondo la modalità dell'asta a chiamata oppure secondo la modalità della negoziazione continua; nel primo caso gli scambi hanno luogo solo durante la chiamata che viene effettuata in momenti della giornata predefiniti (a inizio e a fine giornata); nel secondo caso le negoziazioni possono avvenire durante l'intero periodo di apertura del mercato. Nel mercato ad asta a chiamata quindi si forma un solo prezzo per ogni asta e per ogni titolo (*fixing*), mentre nel mercato continuo si ha una pluralità di prezzi di esecuzione (uno per ogni scambio effettuato).

Sul MTA si svolgono due aste a chiamata: l'asta di apertura e l'asta di chiusura; entrambe sono aste a chiamata simultanee (batch trading), nel senso che tutti i contratti si concludono nel medesimo momento.

Per il funzionamento delle aste sono cruciali le regole di priorità per la conclusione degli scambi. La regola di priorità principale che caratterizza i mercati ad asta è la priorità di prezzo (*price priority*), in base alla quale sono soddisfatte con precedenza le offerte di acquisto espresse dai soggetti che offrono i prezzi più alti e le offerte di vendita espresse dai soggetti che sono disposti a ricevere i prezzi più bassi. A parità di prezzo espresso viene applicata una regola di priorità secondaria basata sulla priorità temporale (*time priority*): in base a tale regola, a parità di prezzo, sono eseguiti gli ordini dei soggetti che hanno inserito le loro proposte da più tempo.

Le fasi di pre-asta (pre-apertura e pre-chiusura).

Durante la fase di pre-asta gli operatori autorizzati immettono, modificano e cancellano le loro proposte di negoziazione. Le proposte di negoziazione (Pdn) sono i veicoli che trasmettono sinteticamente tutte le informazioni rilevanti in merito alle intenzioni negoziali degli operatori: quantità, prezzo e altre condizioni contrattuali alle quali effettuare lo scambio. A tal fine le Pdn devono contenere almeno informazioni circa lo strumento finanziario da negoziare, la quantità, il tipo di operazione (acquisto o vendita) e le condizioni di prezzo (riportando o meno un limite di prezzo). Le Pdn sono ordinate dal sistema telematico di negoziazione (per ogni strumento) in base al prezzo – in ordine decrescente le proposte di acquisto e in ordine crescente quelle di vendita – e, a parità di prezzo, in base alla priorità temporale determinata dall'orario di immissione[16].

Le proposte ordinate sono esposte nel cosiddetto book di negoziazione (figura 11.2), in modo che nella parte alta siano sempre visibili le miglio-

[16] In caso di variazione del quantitativo (solo se in aumento) oppure del prezzo, la Pdn assume priorità temporale pari al momento della modifica, perdendo quella originaria.

11-Banfiok 7-11-2008 15:25 Pagina 365

ri condizioni di acquisto (prezzo più alto) e di vendita (prezzo più basso). Il book costituisce quindi la sintesi della situazione del mercato in un dato istante ed è frutto dell'interazione di tutte le proposte presenti sul mercato.

Durante le fasi di pre-asta (pre-apertura e pre-chiusura) il sistema calcola e aggiorna continuamente il prezzo teorico di asta, determinato in base ad una serie di criteri gerarchici (nel senso che il criterio successivo è preso in considerazione solo se l'applicazione di tutti i criteri precedenti non consente di raggiungere un risultato univoco). Il prezzo teorico di asta è definito come quel prezzo:

- al quale è negoziabile la maggiore quantità di titoli;
- nel caso lo stesso quantitativo sia negoziabile a più livelli di prezzo, è il prezzo che produce il minor volume non negoziabile (sbilancio);
- se esiste più di un prezzo che produce il medesimo sbilancio, è il prezzo più alto se la maggior pressione è sul lato degli acquisti, mentre è il prezzo più basso se la maggior pressione è sul lato delle vendite. La pressione di mercato è determinata dai quantitativi degli ordini presenti sul book di negoziazione in un determinato momento. Ad ogni livello di prezzo (p), la pressione di mercato in acquisto è pari alla somma dei quantitativi di tutti gli ordini di acquisto senza limite di prezzo e di quelli con limite di prezzo uguale o superiore al prezzo p. Viceversa nel caso della pressione in vendita;
- se la pressione di mercato sul lato degli acquisti è pari a quella del lato delle vendite, è il prezzo più prossimo all'ultimo contratto valido;
- se non esiste un prezzo di riferimento, è il prezzo più basso.

Fig. 11.2 - Esempio di *book* di negoziazione

Dati Finanziari Completi del Titolo Intesa Sanpaolo

SCHEDA | GRAFICO | CONTRATTI | PORTAFOGLIO | ANALISI TECNICA

Ultimi prezzi	No	Numero Proposte	Quantità Acquisto	Prezzo Acquisto	Prezzo Vendita	Quantità Vendita	Numero Proposte
3,025	1	2	7.932	3,0275	3,035	3.571	1
3,025	2	2	2.153	3,025	3,0375	4.770	1
3,0225	3	2	10.729	3,0225	3,04	7.500	2
3,0225	4	1	5.000	3,02	3,0425	23.818	1
3,02	5	2	30.000	3,0175	3,045	50.000	2

Codice Isin:	IT0000072618
Codice Alfanumerico:	ISP
Settore:	Banche
Segmento:	Blue Chip
Cap Sociale:	6.161.652.831
Capitalizzazione:	36.211.559.714
Lotto Minimo:	1,00
Fase di Mercato:	Negoziazione
Prezzo Ultimo Contratto:	3,025
Var %:	-2,73
Var Assoluta:	-0,085
Pr Medio Progr:	3,033
Data - Ora Ultimo Contratto:	22/10/08 - 16.02.16
Quantità Ultimo:	286
Quantità Acquisto:	1.832
Prezzo Acquisto:	3,0275
Prezzo Vendita:	3,035
Quantità Vendita:	3.571
Quantità Totale:	19.409.806
Numero Contratti:	4.984

Controvalore:	58.872.634,73
Max Oggi:	3,085
Max Anno:	5,37574 - 02/01/08
Min Oggi:	2,99
Min Anno:	2,63 - 10/10/08
Chiusura Precedente:	3,11
Pr Riferim.:	3,11 - 21/10/08 17.35.00
Pr Ufficiale:	3,056 - 21/10/08 17.35.00
Apertura Odierna:	3,02
Pr Controllo:	3,02
Performance 1 Mese %:	-23,22
Performance 6 Mesi %:	-36,87
Performance 1 Anno %:	-43,49

LEGENDA

Fonte: sito www.borsaitaliana.it

11-Banfiok 7-11-2008 15:25 Pagina 366

Se sono presenti in acquisto e in vendita esclusivamente proposte senza limite di prezzo, il prezzo teorico di asta è pari al prezzo dell'ultimo contratto valido.

Nella tavola 11.1 è riportato un esempio di determinazione del prezzo teorico di asta.

Tav. 11.1 - Determinazione del prezzo teorico di asta

Prima ipotesi. Sia dato il *book* di negoziazione:

Acquisti		Vendite	
quantità	**prezzo**	**prezzo**	**quantità**
30	ape	ape	20
400	10,25	10,00	250
40	10,10	10,10	300
90	10,00	10,20	400
300	9,90	10,25	500

dove « ape » sono le proposte senza limite di prezzo, cioè al prezzo di apertura. Ai diversi livelli di prezzo teorico di apertura, le quantità eseguibili sono calcolabili come segue (tenendo conto che il limite di prezzo è un limite massimo in caso di proposta in acquisto e minimo in caso di proposta in vendita e che le proposte senza limite di prezzo possono essere eseguite a qualsiasi prezzo):

Prezzo teorico di apertura	Totale acquisti	Totale vendite	Quantità scambiabile
10,25	430	1470	430
10,20	430	970	430
10,10	**470**	**570**	**470**
10,00	560	270	270
9,90	860	20	20

Il prezzo teorico di apertura, in base alla prima regola (massima quantità scambiabile) è 10,10; a tale prezzo è infatti scambiabile un volume di titoli (470) che non è eguagliato da volumi scambiabili a qualsiasi altro possibile prezzo.

Seconda ipotesi. Se invece il *book* fosse il seguente:

Acquisti		Vendite	
quantità	**prezzo**	**prezzo**	**quantità**
30	ape	ape	20
440	10,25	10,00	250
90	10,00	10,10	300
300	9,90	10,20	400
		10,25	500

11-Banfiok 7-11-2008 15:25 Pagina 367

si avrebbero tre livelli di prezzo (10,25 10,20 e 10,10) ai quali sarebbe eseguibile lo stesso quantitativo; si renderebbe pertanto necessaria l'applicazione delle ulteriori regole per l'individuazione del prezzo di apertura.

Prezzo teorico di apertura	Totale acquisti	Totale vendite	Quantità scambiabile	Differenza
10,25	470	1470	470	1000
10,20	470	970	470	500
10,10	**470**	**570**	**470**	**100**
10,00	560	270	270	
9,90	860	20	20	

Il prezzo teorico di apertura, in base alla seconda regola è 10,10 in quanto, posto che la quantità scambiabile è la medesima anche ai prezzi di 10,20 e 10,25, esso produce il minor sbilancio tra acquisti e vendite (100 titoli contro rispettivamente 500 e 1000).

Terza ipotesi. Se invece il *book* fosse il seguente:

Acquisti		Vendite	
quantità	**prezzo**	**prezzo**	**quantità**
30	ape	ape	20
440	10,25	10,00	250
100	10,20	10,10	200
500	10,10	10,15	300
90	10,00	10,25	500

si avrebbero due livelli di prezzo (10,20 e 10,15) ai quali sarebbe eseguibile lo stesso quantitativo e si produrrebbe il medesimo sbilancio (pari a 200 titoli); si renderebbe pertanto necessaria l'applicazione delle ulteriori regole per l'individuazione del prezzo di apertura.

Prezzo teorico di apertura	Totale acquisti	Totale vendite	Quantità scambiabile	Differenza
10,25	470	1270	470	
10,20	570	770	570	200
10,15	570	770	570	200
10,10	1070	470	470	
10,00	1160	270	270	

La terza regola di apertura consente di risolvere il problema: dato che esistono due prezzi ai quali è scambiabile la stessa quantità e si produce lo stesso sbilancio (10,20 e 10,15), il prezzo teorico di apertura è pari al minore tra i due (10,15) in quanto il più elevato livello di pressione (ossia il totale acquisti ovvero il totate vendite) si registra sul lato delle vendite (770 contro 570).

11-Banfiok 7-11-2008 15:25 Pagina 368

Quarta ipotesi. Infine, se il *book* fosse il seguente:

Acquisti		Vendite	
quantità	**prezzo**	**prezzo**	**quantità**
30	ape	ape	20
440	10,25	10,00	250
300	10,10	10,10	200
90	10,00	10,20	300
300	9,90	10,25	500

si avrebbero due livelli di prezzo (10,20 e 10,10) ai quali sarebbe eseguibile lo stesso quantitativo e si produrrebbe il medesimo sbilancio (pari a 300 titoli); tuttavia la pressione del mercato non risulterebbe definita in modo univoco in quanto si osservano i medesimi valori massimi e minimi (770 e 470) da entrambi i lati del mercato. Pertanto, si prende in considerazione la quarta regola di apertura, ossia la minor volatilità rispetto al prezzo di riferimento.

Prezzo teorico di apertura	Totale acquisti	Totale vendite	Quantità scambiabile	Differenza
10,25	470	1270	470	800
10,20	470	770	470	300
10,10	770	470	470	300
10,00	860	270	270	
9,90	1160	20	20	

Infatti il prezzo di apertura viene scelto in modo tale da ridurre la volatilità dei corsi rispetto al prezzo di riferimento. Se il prezzo dell'ultimo contratto precedente fosse pari a 10,25 (maggiore di entrambi) il prezzo di apertura sarebbe pari a 10,20. Se per ipotesi il prezzo dell'ultimo contratto fosse pari a 10,00 (minore di entrambi), il prezzo di apertura risulterebbe 10,10. Se il prezzo dell'ultimo contratto fosse pari a 10,15 (compreso tra i due) il prezzo teorico di apertura risulterebbe proprio 10,15.

La fase di validazione

La validazione segue l'asta di pre-apertura ed è una fase (come la successiva apertura) nella quale il sistema telematico è dedicato a funzioni di tipo contabile e non negoziale; durante tale fase infatti gli operatori non possono accedere al sistema telematico e il sistema verifica la validità del prezzo teorico di asta.

Se è stato possibile determinare un prezzo teorico di asta, il sistema procede ad accertarne la validità, ovvero verifica che tale prezzo non si discosti dal prezzo statico per una percentuale superiore al limite indicato da Borsa Italiana[17]. In caso di mancata validazione, quando lo scosta-

[17] Attualmente il limite stabilito da Borsa Italiana risulta pari a 7,5% per le azioni com-

11-Banfiok 7-11-2008 15:25 Pagina 369

mento del prezzo teorico d'asta dal prezzo statico superi la percentuale di variazione massima stabilita, viene attivata la fase di asta di volatilità per un intervallo di tempo stabilito da Borsa italiana[18].

La fase di asta (di apertura e di chiusura)

Durante la fase di asta il sistema conclude al prezzo di asta (di apertura o di chiusura) tutti i contratti relativi ai titoli per i quali il prezzo di asta è stato dichiarato valido. In pratica, le proposte di negoziazione aventi un prezzo uguale o migliore (più basso per le vendite e più alto per gli acquisti) a quello di asta sono trasformate in contratti, eseguiti *tutti al prezzo d'asta* (di apertura o di chiusura). In termini di microstruttura del mercato, la fase di asta (congiunta con quelle precedenti di preapertura e validazione) corrisponde ad un modello di mercato a chiamata elettronico: le proposte di negoziazione si accumulano e interagiscono per un periodo di tempo determinato (fase di pre-asta), fino al momento dell'asta (abbinamento delle proposte compatibili al prezzo di equilibrio); infine tutti i contratti sono eseguiti ad un unico prezzo (il prezzo di asta, di apertura o di chiusura).

Le proposte con limite di prezzo ineseguite al termine dell'asta di apertura sono automaticamente trasferite alla negoziazione continua successiva come proposte con limite di prezzo (e assumono come limite il prezzo originario), le proposte senza limite di prezzo sono automaticamente cancellate[19]. Al termine dell'asta di chiusura invece le proposte con limite di prezzo ineseguite sono trasferite alla pre-asta di apertura del giorno successivo se hanno la clausola «valida fino a un determinato momento» (ovviamente non scaduta), o «valida fino a cancellazione», conservando il prezzo e la priorità temporale della proposta originaria.

La fase di negoziazione continua

La fase di negoziazione continua funziona secondo le regole di un'asta istantanea: il sistema infatti conclude i contratti man mano che le proposte diventano compatibili per condizioni di prezzo, rispettando la

ponenti l'indice S&P/MIB, 10% per le altre azioni e le quote di fondi chiusi, 30% per i warrant e i diritti e 5% per le obbligazioni convertibili.

[18] In fase di apertura l'eventuale asta di volatilità può essere reiterata per un numero indefinito di volte, per tutto il tempo per cui permangono le condizioni di non validità del prezzo di apertura, mentre in fase di chiusura è prevista una sola fase di asta di volatilità.

[19] Il medesimo criterio si applica anche alle proposte senza limite di prezzo inseguite durante le fasi di asta di volatilità e di asta di chiusura.

11-Banfiok 7-11-2008 15:25 Pagina 370

priorità temporale e i parametri di negoziazione. Durante tale fase, l'immissione di una proposta con limite di prezzo in acquisto determina l'abbinamento automatico con una o più proposte di vendita aventi prezzo inferiore o uguale a quello della proposta immessa (e specularmente avviene per le proposte con limite di prezzo in vendita presenti sul *book* di negoziazione); il contratto è stipulato comunque non al prezzo limite della proposta immessa (infatti il limite è solo una condizione di eseguibilità) ma alle migliori condizioni presenti sul mercato (cioè al prezzo della miglior proposta presente sul lato opposto del mercato). L'immissione di una proposta senza limite di prezzo in acquisto determina l'abbinamento con una o più proposte di vendita ai livelli di prezzo più convenienti presenti sul lato opposto del book di negoziazione fino ad esaurimento delle quantità disponibili. La parte di proposta eventualmente ineseguita è cancellata. Le proposte con limite di prezzo ineseguite al termine della fase di negoziazione continua sono trasferite alla fase di pre-asta di chiusura con il prezzo e la priorità temporale che avevano al termine della fase di negoziazione continua.

Sono inoltre previsti dei meccanismi di controllo automatico dei prezzi di mercato. Qualora durante la negoziazione continua il prezzo del contratto in corso di conclusione superi il limite massimo di variazione rispetto al prezzo statico[20] o al prezzo dinamico[21] viene automaticamente attivata una fase di asta, la cosiddetta asta di volatilità che si svolge secondo le modalità previste per l'asta di apertura.

Nella tavola 11.2 sono presentati alcuni esempi di esecuzione dei contratti in fase di negoziazione continua.

Durante la giornata si formano sul MTA alcuni prezzi-chiave, che assumono significato focale per gli operatori:

- il prezzo di apertura, ovvero il prezzo al quale sono regolati gli scambi che su ciascuno titolo si svolgono all'asta di apertura;
- il prezzo ufficiale, dato dalla media aritmetica dei prezzi di tutti i contratti conclusi nella seduta, ponderata per i quantitativi scambiati;
- il prezzo di riferimento, pari al prezzo dell'asta di chiusura. Nel caso

[20] In fase di asta di apertura il prezzo statico è dato dal prezzo di riferimento del giorno precedente, mentre dopo ogni fase di asta è dato dal prezzo di conclusione dei contratti della medesima fase di asta. Qualora non sia determinato un prezzo di asta, il prezzo statico è pari al prezzo del primo contratto concluso nella fase di negoziazione continua.

[21] Il prezzo dinamico è dato dal prezzo dell'ultimo contratto concluso durante la seduta corrente. Qualora non siano stati conclusi contratti nel corso della seduta corrente esso è il prezzo di riferimento del giorno precedente.

11-Banfiok 7-11-2008 15:25 Pagina 371

in cui quest'ultimo non sia determinato esso è pari al prezzo medio ponderato dei contratti conclusi negli ultimi 10 minuti della fase di negoziazione continua[22]. Qualora non siano stati conclusi contratti negli ultimi 10 minuti della negoziazione continua, il prezzo di riferimento è pari al prezzo dell'ultimo contratto concluso nel corso dell'intera seduta di negoziazione o, in mancanza di quest'ultimo, è pari al prezzo di riferimento del giorno precedente;

- il prezzo statico, pari al prezzo di riferimento del giorno precedente durante la fase di asta di apertura, oppure al prezzo di conclusione dei contratti della fase di asta dopo ogni fase di asta. Qualora non sia determinato un prezzo di asta, il prezzo statico è pari al prezzo del primo contratto concluso nella fase di negoziazione continua;
- il prezzo dinamico, pari al prezzo dell'ultimo contratto concluso durante la seduta corrente, oppure al prezzo di riferimento del giorno precedente, qualora non siano stati conclusi contratti nella seduta corrente.

Tav. 11.2 - Esecuzione dei contratti in fase di negoziazione continua

Durante la fase di negoziazione continua il *book* di negoziazione è costituito dall'insieme delle proposte *a prezzo limitato* inserite dagli intermediari autorizzati (questo significa che non sono evidenziate, come emergerà tra poco, le proposte senza limite di prezzo, a differenza, per esempio, di quanto accade nella fase di apertura – visualizzazione delle proposte « ape »).
Si ipotizzi che in un certo istante della fase di negoziazione continua gli ordini presenti sul mercato conducano alla evidenziazione del seguente *book* di negoziazione per il titolo Alfa:

Acquisti		Vendite	
quantità	**prezzo**	**prezzo**	**quantità**
150	4,52	4,54	240
260	4,51	4,55	250
170	4,50	4,56	160
100	4,49	4,57	100
120	4,48	4,58	130

Prima ipotesi. Si supponga che arrivi sul mercato una proposta di acquisto per un quantitativo pari a 300, senza limite di prezzo (anche detta « *at best* »); tale proposta viene eseguita ai migliori prezzi disponibili sul lato opposto del mercato (4,54 e 4,55), dove sono accolte le proposte di negoziazione in vendita con limite di prezzo. Il *book* risulta così modificato:

[22] Nel mercato MOT il prezzo di riferimento è pari alla media ponderata dei prezzi dei contratti che rappresentano l'ultimo 10% di quantità scambiata.

11-Banfiok 7-11-2008 15:25 Pagina 372

Acquisti		Vendite	
quantità	**prezzo**	**prezzo**	**quantità**
150	4,52		
260	4,51	**4,55**	**190**
170	4,50	4,56	160
100	4,49	4,57	100
120	4,48	4,58	130

Si può notare una diminuzione del quantitativo in vendita al prezzo di 4,54 per 240 unità e del quantitativo in vendita al prezzo di 4,55 per 60 unità, a seguito dell'esecuzione della proposta di acquisto senza limite di prezzo.

Seconda ipotesi. Una proposta di acquisto, per un quantitativo pari a 130, con limite di prezzo pari a 4,56 sarebbe eseguita a 4,54 e il *book* sarebbe:

Acquisti		Vendite	
quantità	**prezzo**	**prezzo**	**quantità**
150	4,52	**4,54**	**110**
260	4,51	4,55	250
170	4,50	4,56	160
100	4,49	4,57	100
120	4,48	4,58	130

Terza ipotesi. Se il limite di prezzo, relativo allo stesso quantitativo, fosse pari a 4,53 la proposta non potrebbe essere eseguita (limite di prezzo in acquisto inferiore al miglior prezzo disponibile fra le proposte in vendita) e rimarrebbe iscritta con il limite di prezzo citato fra le proposte in acquisto. Ne risulterebbe il seguente *book*:

Acquisti		Vendite	
quantità	**prezzo**	**prezzo**	**quantità**
130	**4,53**	4,54	240
150	4,52	4,55	250
260	4,51	4,56	160
170	4,50	4,57	100
100	4,49	4,58	130
120	4,48		

Si noti che tutti i prezzi sono prezzi «effettivi», ovvero sulla base dei quali si sono svolti effettivamente scambi, mentre il prezzo ufficiale è un prezzo «calcolato», trattandosi di un valore medio ponderato.

Nel segmento Star le negoziazioni si svolgono con l'intervento di operatori specialisti (o specialist), i quali si impegnano a sostenere la liquidità di uno o più titoli azionari, esponendo continuativamente sul mercato proposte di acquisto e di vendita a prezzi che non si discostino

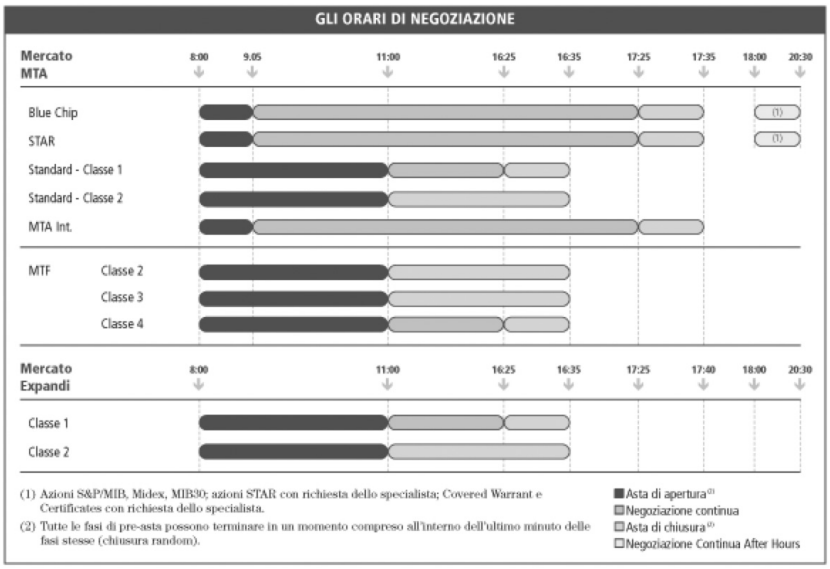
11-Banfiok 7-11-2008 15:25 Pagina 373

tra loro di una percentuale (spread) superiore a quella stabilita dalla Borsa Italiana e per un quantitativo giornaliero espresso come multiplo dell'EMS (*Exchange Market Size*) calcolato da Borsa Italiana. Gli specialist sono tenuti ad esporre continuativamente sul book di negoziazione proposte in acquisto e vendita, a partire da 15 minuti prima della conclusione della fase di preapertura. Fino a quando non è raggiunto il quantitativo giornaliero al quale si sono impegnati, gli specialist sono tenuti a ripristinare le proposte di negoziazione entro 10 minuti dalla conclusione di un contratto.

La Borsa Italiana può sospendere o ridurre temporaneamente gli obblighi degli operatori specialisti, nel caso in cui si riscontrino forti variazioni dell'indice Mibtel (non inferiori al 3% rispetto all'ultimo valore del giorno precedente) o altre cause documentate che pregiudichino l'osservanza di tali obblighi.

La scansione degli orari di negoziazione delle diverse fasi per i diversi mercati gestiti da Borsa Italiana è riportata nella figura 11.3

Fig. 11.3 - Fasi e Orari di negoziazione dei mercati azionari



Fonte: sito www.borsaitaliana.it

11-Banfiok 7-11-2008 15:25 Pagina 374

11.1.2 Le proposte di negoziazione

Le proposte di negoziazione[23] (Pdn) per la contrattazione delle azioni sul sistema telematico si suddividono in due principali categorie: Pdn con limite di prezzo e Pdn a prezzo di mercato. Nel primo caso l'operatore che immette la Pdn fissa un limite massimo al prezzo di acquisto o un limite minimo al prezzo di vendita; di conseguenza la Pdn potrà essere eseguita soltanto se sul lato opposto del book sono presenti ordini ad un prezzo pari o migliore rispetto al limite indicato. Le Pdn a prezzo di mercato vengono automaticamente e immediatamente eseguite alle migliori condizioni di prezzo presenti sul lato opposto del book al momento dell'immissione. Durante la fase di pre-asta le proposte senza limite di prezzo sono conferite *a prezzo di asta*, mentre durante la fase di negoziazione continua sono dette *at best* oppure *al meglio* (questi tipi di Pdn vengono anche denominate *applicazioni*).

I prezzi abbinati alle proposte di negoziazione possono scostarsi tra di loro solo per valori minimi[24] (tick di negoziazione) o per loro multipli, stabiliti sulla base dei diversi prezzi delle proposte inserite a sistema (*tick* dinamico). Il quantitativo massimo di una Pdn è pari a 400 volte l'EMS[25].

Per le proposte con limite di prezzo è possibile limitare la visualizzazione solo ad una quantità parziale pari almeno a 0,4 volte l'EMS; un apposito segnale sullo schermo indica quando una proposta è solo parzialmente visualizzata (*iceberg order*). Quando viene eseguita l'intera quantità visualizzata il sistema automaticamente genera una nuova proposta per la stessa quantità parziale precedentemente visualizzata (o per il residuo della proposta iniziale, se inferiore).

Alle proposte di negoziazione possono essere associati i cosiddetti «parametri di negoziazione» che specificano le modalità di esecuzione delle proposte.

Esistono tre differenti categorie di parametri di validità basati:

[23] La proposta di negoziazione, immessa sul sistema telematico dall'operatore autorizzato, è quindi il tramite tra l'ordine conferito dal cliente all'intermediario e il contratto che potenzialmente ne scaturisce e la cui esecuzione viene comunicata al cliente stesso (il cosiddetto «eseguito»).

[24] Se per esempio un dato titolo ha prezzo pari a 10,00 euro e il suo *tick* è pari a 0,01 euro, ciò significa che possono essere inserite proposte di negoziazione con limiti di prezzo pari a 10,01, 10,02, 10,05, ma non proposte con limite di prezzo pari a 10,021 oppure 10,053.

[25] L'EMS (*Exchange Market Size*) rappresenta un parametro, definito in termini di numero di strumenti finanziari, cui sono riferiti sia gli obblighi degli specialisti, la parte visibile delle proposte di negoziazione parzialmente visualizzate e anche il quantitativo massimo di strumenti finanziari che possono essere immessi con una Pdn. Borsa Italiana calcola e aggiorna periodicamente questo parametro.

11-Banfiok 7-11-2008 15:25 Pagina 375

- sull'esito dell'ordine;
- sul tempo;
- sulla fase di mercato.

I parametri di validità basati sull'esito dell'ordine sono i seguenti:

- *esegui o cancella* (FOK - *Fill or Kill*): la proposta viene eseguita al miglior prezzo presente sul lato opposto del mercato; qualora l'esecuzione non fosse possibile la proposta viene automaticamente cancellata. Il parametro può essere utilizzato soltanto in negoziazione continua e può essere abbinato agli ordini con o senza limite di prezzo;
- *esegui e cancella* (ENE - *Execute and Eliminate*): la proposta viene eseguita, anche parzialmente, per la quantità disponibile al miglior prezzo presente sul lato opposto del mercato; l'eventuale saldo residuo è cancellato automaticamente. Il parametro può essere utilizzato soltanto in negoziazione continua e può essere abbinato agli ordini con o senza limite di prezzo.

I parametri di validità basati sul tempo (ordini persistenti) sono i seguenti:

- *valido fino alla cancellazione* (GTC - *Good Till Cancelled*): la proposta (o l'eventuale quantità ineseguita) rimane sul mercato per il periodo massimo consentito dal sistema dopo il quale viene automaticamente cancellato. Per il mercato MTA ed Expandi tale periodo è pari a 30 giorni, per MTA International è pari a 1 giorno. Il parametro può essere utilizzato soltanto in fase di asta, ma non nella negoziazione continua;
- *valido fino a un determinato momento* (GTT - *Good Till Time*): la proposta (o l'eventuale quantità ineseguita) permane nel mercato con la priorità temporale originaria fino al giorno e all'ora specificata dall'operatore. Il parametro può essere utilizzato soltanto in fase di asta, ma non nella negoziazione continua.

Al termine dell'asta di chiusura le proposte con limite di prezzo ineseguite, in tutto o in parte, qualora sia stata specificata la modalità di esecuzione «GTT» o «GTC» sono automaticamente trasferite alla fase di pre-asta di apertura del giorno successivo con il prezzo e la priorità temporale della proposta originaria.

I parametri di validità basati sulla fase di mercato (ordini con attiva-

11-Banfiok 7-11-2008 15:25 Pagina 376

zione differita) definiscono l'immissione o la cancellazione degli ordini in base all'inizio o al termine di uno specifico periodo della seduta di negoziazione. Tali parametri sono:

- *valido solo in asta di chiusura* (ATC - *At The Close*);
- *valido solo in asta di apertura* (ATO - *At The Open*);
- *valido solo in asta* (GFA - *Good For Auction*);
- *valido per la seduta* (GFD - *Good For Day*).

Prima che l'ordine sia attivato e divenga effettivo sul book di negoziazione non è visibile agli altri operatori e non partecipa al processo di formazione dei prezzi. Al momento dell'attivazione l'ordine avrà una priorità di tempo inferiore agli ordini già presenti sul mercato, mentre in relazione agli altri ordini della stessa categoria avrà una priorità che dipende dal momento in cui è stato immesso dall'operatore nel sistema di negoziazione.

Nella tavola 11.3 si mostrano alcuni esempi di esecuzione delle Pdn con specifici parametri in fase di negoziazione continua.

Tav. 11.3 - Parametri associabili agli ordini in fase di negoziazione continua

Si supponga che, in un dato istante della fase di negoziazione continua, sia visualizzata dal book la seguente situazione di mercato:

Acquisti		Vendite	
quantità	**prezzo**	**prezzo**	**quantità**
150	4,52	4,54	240
260	4,51	4,55	250
170	4,50	4,56	160
100	4,49	4,57	100
120	4,48	4,58	130

Ipotesi 1 – Ordine *at best*. Un soggetto invia al mercato un ordine di acquisto «*at best*» per un quantitativo pari a 300. Il book si modifica come segue:

Acquisti		Vendite	
quantità	**prezzo**	**prezzo**	**quantità**
150	4,52		
260	4,51	4,55	210
170	4,50	4,56	160
100	4,49	4,57	100
120	4,48	4,58	130

L'ordine può essere eseguito al prezzo di 4,54 solo per una parte del quantitativo richiesto (240 unità), mentre l'ammontare residuo (60 unità) viene eseguito al prezzo di 4,55 riducendo a 210 la quantità esposta in vendita a tale livello di prezzo.

11-Banfiok 7-11-2008 15:25 Pagina 377

11.1.3 Il Mercato Expandi

Il mercato Expandi, gestito da Borsa Italiana, deriva dalla trasformazione del *Mercato Ristretto*, istituito nel 1977 con funzioni di acclimatamento e destinato alle negoziazioni dei titoli non in possesso dei requisiti per l'ammissione alla quotazione di borsa. Sul mercato Expandi possono essere negoziati azioni, obbligazioni convertibili e warrant e diritti di opzione di emittenti nazionali che non hanno i requisiti per accedere al MTA.

Per essere ammessi al mercato Expandi i principali requisiti sono:

- capitalizzazione di borsa minima pari a 1 milione di euro;
- flottante minimo pari al 10% (con controvalore minimo di 750.000 euro);
- presenza di almeno due bilanci di cui l'ultimo certificato;
- possesso di adeguati indicatori economico-finanziari negli ultimi due esercizi precedenti la quotazione (risultato ordinario consolidato e risultato netto – sia civilistico sia consolidato – positivo e un rapporto debito finanziario netto/margine operativo lordo consolidato inferiore a 4; il risultato netto dell'ultimo esercizio inoltre deve essere almeno pari a 100.000 euro).

Il mercato Expandi è organizzato in due segmenti: Classe 1 – articolato in asta di apertura, breve fase di negoziazione continua e asta di chiusura – destinato alle azioni aventi liquidità «normale» e Classe 2 – nel quale non vi è fase di negoziazione continua ed è quindi organizzato su asta di apertura e asta di chiusura – riservato ai titoli aventi liquidità tendenzialmente scarsa.

Gli orari e le diverse fasi dell'asta di apertura per il Mercato Expandi sono riportati nella precedente figura 11.3.

La liquidazione dei contratti stipulati sul mercato Expandi avviene entro il terzo giorno di borsa aperta successivo alla stipulazione nel caso delle azioni, mentre avviene il terzo giorno di borsa aperta successivo alla stipulazione per le obbligazioni, i warrant e i diritti di opzione.

11.1.4 Il Mercato del Trading After Hours (TAH)

Il Trading After Hours (TAH) nasce nel maggio del 2000 per offrire agli investitori la possibilità di scambiare alcuni strumenti finanziari anche dopo l'orario di chiusura dei mercati. Attualmente il TAH non è più un

11-Banfiok 7-11-2008 15:25 Pagina 378

mercato regolamentato a sé stante, ma una semplice fase di negoziazione denominata anche *mercato serale*. Durante questa fase gli operatori possono negoziare le azioni che fanno parte degli indici Mib30, S&P/MIB e Midex, i covered warrant e i certificates; possono essere negoziate anche altre azioni appartenenti ai segmenti Blue Chip e Star, ma deve esservi l'intervento dell'operatore specialista.

Il TAH funziona su una sola fase di negoziazione continua dalle 18.00 alle 20.30; le modalità di negoziazione sono simili al mercato MTA, le Pdn possono essere inserite con o senza limite di prezzo e con i parametri VSC (valida sino a cnacellazione), EEC (esequi e cancella), EQM (esegui per quantità minima), TON (tutto o niente) e ECO (esgui comunque)[26].

Non è previsto alcun collegamento tra il mercato diurno e il mercato serale, si tratta cioè di due mercati tra loro non collegati. Infatti le Pdn valide alla chiusura della sessione diurna sono trasferite alla sessione diurna del giorno successivo (in funzione dei relativi parametri di negoziazione), mentre le Pdn persenti alla chiusura della sessione TAH sono automaticamente cancellate.

11.1.5 Il Mercato Alternativo dei Capitali (MAC)

Il Mercato Alternativo dei Capitali non è un mercato regolamentato, ma un *Sistema Multilaterale di Negoziazione* (MTF, Multilateral Trading Facilty- si veda il capitolo 2) istituito e gestito da Borsa Italiana.

Sul MAC possono essere negoziate soltanto le azioni ordinarie che nei 24 mesi precedenti non siano state ammesse alla negoziazione su altri MTF o su altri mercati regolamentati. L'ammissione (e la permanenza) al MAC è disciplinata da una procedura semplificata rispetto a quanto stabilito per il mercato MTA e il mercato Expandi ed è subordinata al rispetto di alcun requisiti da parte dell'emittente gli strumenti tra cui:

- la presenza di un bilancio certificato;
- il possesso di requisiti di onorabilità da parte dell'organo di amministrazione e di controllo;
- il rispetto di un adeguato livello di informativa relativo alle negoziazioni effettuate dall'azionista di maggioranza aventi ad oggetto i titoli ammessi al MAC;

[26] Si tratta dei parametri in vigore per le Pdn sul MTA prima del trasferimento delle negoziazioni sulla piattaforma TradElect del London Stock Exchange. Restano pertanto ancora validi finché non sarà completato il passaggio anche degli altri mercati sulla nuova piattaforma di negoziazione.

11-Banfiok 7-11-2008 15:25 Pagina 379

- la nomina (della durata minima di tre anni) di uno *sponsor* e di uno *specialist* (della durata minima di un anno) che si impegna a sostenere la liquidità dello strumento;
- il rispetto di alcuni obblighi informativi periodici.

Sono ammessi a partecipare al MAC soltanto investitori professionali: enti creditizi, imprese di investimento, organismi di investimento collettivo, imprese di assicurazione, fondi pensione e Poste Italiane. Il lotto minimo di negoziazione è attualmente fissato a 50.000 euro e i contratti vengono liquidati il terzo giorno di mercato aperto successivo alla negoziazione.
La negoziazione è articolata in due fasi:

- *sessione fuori asta*, in cui gli operatori specialisti si impegnano, su base giornaliera, a esporre quotazioni indicative di prezzo sulle azioni loro assegnate ai fini della loro diffusione al mercato e a concludere contratti (fuori mercato) ai prezzi concordati;
- *sessione d'asta*, in cui le negoziazioni avvengono mediante la modalità dell'asta a chiamata telematica (della durata di 30 minuti) con frequenza settimanale (ogni venerdì). A sua volta la sessione d'asta è articolata in tre fasi: pre-asta, in cui gli operatori immettono, modificano e cancellano le proposte di negoziazione, validazione e fase di conclusione dei contratti. Sono ammesse unicamente proposte con limite di prezzo.

Con frequenza settimanale viene calcolato il prezzo di chiusura che è dato dalla media ponderata per le rispettive quantità del prezzo dei contratti conclusi sia in fase d'asta che fuori asta nella settimana di riferimento.

11.1.6 Alternative Investment Market (AIM)

A seguito della fusione tra Borsa Italiana e London Stock Exchange avvenuta nel corso del 2008, è stato introdotto un nuovo segmento di mercato denominato Alternative Investment Market (AIM) che rappresenta un Sistema Multilaterale di Negoziazione (MTF) regolamentato direttamente da Borsa Italiana attraverso due documenti: il Regolamento Emittenti e il Regolamento *Nomad*. Tale mercato ha l'obiettivo di offrire alle imprese italiane, soprattutto quelle di medio-piccole dimensioni, la possibilità di usufruire di un ulteriore flusso di capitali (di rischio) provenienti da investimenti esteri, in particolar modo dal mercato inglese.

Sul AIM vengono trattati strumenti finanziari soprattutto di tipo

11-Banfiok 7-11-2008 15:25 Pagina 380

azionario; trattandosi di un MTF risulta particolarmente semplificata la procedura di ammissione a quotazione, infatti agli emittenti non è richiesta la redazione di un prospetto informativo (tutti i documenti possono essere redatti in lingua italiana) e la fase di due diligence è condotta interamente da un unico soggetto, il *Nominated Adviser*[27] (*Nomad*) che ha il compito di assistere e guidare l'emittente nell'adempimento degli obblighi regolamentari e nella fase successiva all'ammissione stessa. Ad ogni emittente è richiesto il mantenimento di uno *specialist* che garantisca in via continuativa la liquidità e l'operatività sul titolo. In capo agli emittenti sono inoltre previsti alcuni obblighi di trasparenza verso il mercato, che riguardano la *disclosure* in caso di operazioni societarie e di informativa periodica.

La figura del Nomad risulta dunque fondamentale nel mercato AIM; Borsa Italiana attribuisce tale qualifica sulla base di criteri oggettivi di tipo qualitativo volti ad accertare che il soggetto abbia una sufficiente esperienza in tema di corporate finance e una struttura organizzativa adeguata.

Le negoziazioni sull'AIM si possono svolgere secondo le modalità di asta e di negoziazione continua con regole analoghe a quelle previste per il MTA.

11.2 Il Mercato SeDeX

Sul mercato SeDeX (Securitised Derivatives Exchange) sono negoziati i *securitised derivatives* (in sostanza, covered warrant e certificates), ossia strumenti derivati le cui caratteristiche contrattuali sono incorporate in un titolo negoziabile. I *securitised derivatives* negoziati su SeDeX possono essere caratterizzati dalla presenza dell'effetto leva (*covered warrant* e *leverage certificates*) oppure privi di tale effetto (*investment certificates*). L'effetto leva deriva dalla natura di opzione dello strumento: con un investimento contenuto si partecipa alle variazioni di prezzo dell'attività sottostante lo strumento; ciò fa sì che la performance dell'attività sottostante risulti amplificata sia al rialzo sia al ribasso (con il limite minimo dato dall'impossibilità di perdere oltre la totalità del capitale investito). Gli strumenti privi dell'effetto leva replicano invece esattamente, anche in termini di capitale investito, la performance dell'attività sottostante (come nel caso, ad esempio, degli indici su com-

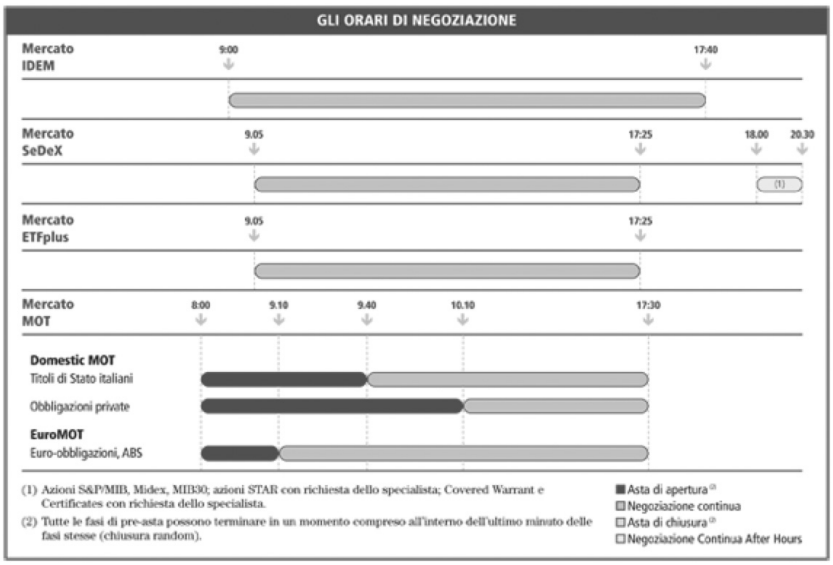
[27] Borsa Italiana provvede all'iscrizione nel Registro dei *Nominated Advisers* che è consultabile attraverso il sito internet.

11-Banfiok 7-11-2008 15:25 Pagina 381

modities, quali petrolio, oro o argento). Il mercato SeDeX è segmentato in modo da rappresentare in classi omogenee le diverse tipologie di strumenti (covered warrant plain vanilla; covered warrant strutturati/esotici; leverage certificates; investment certificates). Le modalità di negoziazione sono comunque identiche per tutti i segmenti e si svolgono esclusivamente secondo la modalità della negoziazione continua, assistita dalla presenza di uno *specialist*. I contratti di compravendita sono liquidati il terzo giorno di borsa aperto successivo alla stipulazione. Gli orari di negoziazione sono illustrati nella figura 11.4.

Per garantire la liquidità al mercato, l'emittente deve impegnarsi, all'atto dell'ammissione a negoziazione dello strumento, a esporre in via continuativa e per tutta la durata delle negoziazioni, su tutte le serie quotate, prezzi denaro e prezzi lettera per un quantitativo almeno pari al lotto minimo di negoziazione. Tale obbligo può essere soddisfatto anche da un soggetto terzo incaricato dall'emittente. Qualora l'attività sottostante non sia negoziata nei mercati organizzati e gestiti dalla Borsa Italiana, l'orario di esposizione delle quotazioni da parte dell'emittente può essere ridotto all'atto dell'ammissione alla quotazione dello strumento. In caso di applicazione delle quotazioni esposte, gli emittenti si impegnano a ripristinare le stesse entro 5 minuti.

Fig. 11.4 Fasi e orari di negoziazione degli altri mercati



Fonte: Borsa Italiana

11-Banfiok 7-11-2008 15:25 Pagina 382

11.3 Il mercato ETFplus

Il mercato ETFplus è dedicato alla negoziazione di strumenti finanziari che replicano l'andamento di indici o materie prime: ETF (Exchange Traded Funds) ed ETC (Exchange Traded Commodities). Gli strumenti finanziari sono ripartiti in segmenti omogenei in funzione delle loro caratteristiche: segmento OICR aperti indicizzati (articolato in due classi) che accoglie ETF indicizzati ad un parametro azionario o obbligazionario, segmento OICR aperti strutturati (articolato in due classi) che accoglie ETF con e senza effetto leva e segmento ETC. La negoziazione si svolge esclusivamente secondo le modalità dell'asta continua assistita dalla presenza di uno specialist che si assume l'obbligo di esporre prezzi in acquisto e in vendita in maniera continuativa, mantenendo un differenziale denaro-lettera massimo per quantitativi minimi entrambi determinati da Borsa Italiana. In caso di applicazione di una propria quotazione, lo specialist deve reintegrare la propria quotazione entro 5 minuti. La liquidazione dei contratti su ETFplus avviene dopo 3 giorni di borsa aperta.

11.4 Il Mercato telematico delle obbligazioni e dei titoli di Stato (MOT)

Sul Mercato telematico delle obbligazioni e dei titoli di Stato (MOT) gli intermediari autorizzati scambiano obbligazioni non convertibili e titoli di Stato. Borsa Italiana stabilisce i quantitativi minimi negoziabili avendo come obiettivo la funzionalità del mercato, l'agevole accesso da parte degli investitori istituzionali e l'economicità nell'esecuzione degli ordini.

I contratti di compravendita delle obbligazioni sono liquidati il terzo giorno di borsa aperta successivo alla stipulazione ad esclusione dei contratti relativi ai Buoni ordinari del Tesoro per i quali il termine è di due giorni.

Le transazioni scaturiscono dall'incrocio delle proposte di negoziazione: esse sono automaticamente ordinate per ciascuno strumento in ordine di prezzo, decrescente se in acquisto e crescente se in vendita, nonché, a parità di prezzo, in base alla priorità temporale.

Il MOT è suddiviso in segmenti omogenei per modalità e orari di negoziazione e Borsa Italiana assegna i diversi titoli ai vari segmenti sulla base di criteri oggettivi (tipo di titolo, valore nominale emesso, liqui-

11-Banfiok 7-11-2008 15:25 Pagina 383

dità, servizio utilizzato per la gestione accentrata ed eventuale rating). Attualmente sono previsti due segmenti:

- *Domestic MOT* per gli strumenti liquidati presso il servizio della Cassa di Compensazione e Garanzia, a sua volta suddiviso in «classe titoli di stato italiani» e «classe titoli di debito in euro e in valuta diversa dall'euro»;
- *EuroMOT* per gli strumenti liquidati presso servizi esteri articolato in un'unica classe sul quale vengono negoziati euro-obbligazioni, ABS, titoli di emittenti esteri e altri titoli di debito.

Anche il MOT, analogamente al MTA, funziona secondo due diverse modalità: asta di apertura (a sua volta articolata in pre-asta, validazione e apertura) e negoziazione continua.

Per quanto riguarda gli orari di negoziazione (diversi per ciascun segmento di mercato), si fa riferimento alla precedente figura 11.4.

La fase di pre-asta

Nella fase di *pre-asta* gli operatori autorizzati immettono, modificano o cancellano proposte di negoziazione; il sistema calcola e aggiorna continuamente il prezzo teorico di apertura che viene determinato sulla base di quattro criteri gerarchicamente ordinati e che rispondono alla stessa logica vista per l'asta di apertura del MTA. Al termine della fase di pre-asta viene determinato il prezzo teorico di apertura che è considerato valido se il suo scostamento dal prezzo di controllo si mantiene all'interno di una soglia di tolleranza che tiene conto della duration dei titoli. Se il prezzo teorico di asta risulta valido, esso viene dichiarato prezzo di apertura e sulla base dello stesso vengono conclusi tutti i contratti[28]. Nel caso in cui lo scostamento del prezzo teorico dal prezzo di controllo superi la percentuale di variazione massima indicata da Borsa Italiana, viene riattivata la fase di pre-asta per un intervallo di 25 minuti. Dopo la fase di apertura le proposte ineseguite, in tutto o in parte, vengono automaticamente trasferite alla negoziazione

[28] I contratti, come in tutte le procedure d'asta telematica, risultano dall'abbinamento automatico delle proposte in acquisto aventi prezzi in senso lato migliori (uguali o superiori) rispetto al prezzo di apertura con quelle in vendita aventi prezzi in senso lato migliori (uguali o inferiori) rispetto al prezzo di apertura, rispettando le priorità di tempo delle singole proposte (fino a esaurimento delle quantità disponibili).

11-Banfiok 7-11-2008 15:25 Pagina 384

continua con la priorità temporale delle proposte originarie e con limite di prezzo[29].

Nella fase di pre-asta possono essere immesse proposte di negoziazione con o senza limite di prezzo («al prezzo di asta»); le proposte con limite di prezzo o «al prezzo di apertura» possono essere specificate con le seguenti modalità di esecuzione:

- *valida fino alla cancellazione*. L'eventuale quantità ineseguita rimane nel mercato fino al termine della seduta, quando viene automaticamente cancellata;
- *valida fino alla data specificata*. La proposta rimane nel mercato con la priorità temporale originaria fino alla data di scadenza specificata;
- *esegui e cancella*. La proposta viene eseguita anche parzialmente e il saldo residuo viene automaticamente cancellato.

La fase di negoziazione continua

Durante la fase di negoziazione continua la conclusione dei contratti avviene mediante abbinamento automatico di proposte di segno contrario presenti nel mercato e ordinate secondo i soliti criteri di priorità (prezzo e tempo), come visto per il MTA oppure mediante la funzione cross order[30].

Durante la negoziazione continua possono essere immesse solo proposte di negoziazione con o senza limite di prezzo che vanno a formare un *book* di negoziazione, il cui funzionamento è analogo a quello visto a proposito del MTA.

Il prezzo ufficiale di ciascuno strumento negoziato sul MOT è dato dalla media ponderata per la relativa quantità, calcolata escludendo gli scambi che si sono svolti secondo la modalità cross order.

Il prezzo di riferimento è pari alla media ponderata dei prezzi dell'ultimo dieci per cento delle quantità negoziate, al netto delle quantità scambiate mediante l'utilizzo della funzione cross order.

[29] Le Pdn con limite di prezzo conservano tale parametro; le Pdn a prezzo di apertura acquisiscono come limite proprio il prezzo di apertura e, ove quest'ultimo non sia stato determinato, acquisiscono come limite il prezzo della miglior proposta presente sul mercato alla fine della fase di pre-asta (nel caso in cui non siano presenti proposte con limite di prezzo si fa riferimento al prezzo di controllo).

[30] In base alla funzione *cross order* un operatore può abbinare due proposte di negoziazione di segno contrario aventi pari quantità e provenienti da terzi ad un prezzo compreso tra il miglior prezzo in acquisto e il miglior prezzo in vendita (estremi esclusi).

11-Banfiok 7-11-2008 15:25 Pagina 385

11.5 L'IDEM (Italian Derivatives Market)

Il mercato IDEM (Italian Derivatives Market) è il mercato italiano degli strumenti derivati azionari ed è gestito da Borsa Italiana. Le negoziazioni avvengono per via telematica in un'unica fase di negoziazione continua tra le 9.00 e le 17.40 (figura 11.3). La liquidità degli strumenti trattati sul mercato IDEM è potenziata dalla presenza di operatori market maker che si impegnano ad esporre continuativamente proposte in acquisto e in vendita per determinati quantitativi. Come in ogni mercato di strumenti derivati, per assicurare il buon fine dei contratti negoziati è prevista la presenza di un soggetto che svolga le funzioni di *clearing house*: sul mercato IDEM tali funzioni sono svolte dalla Cassa di Compensazione e Garanzia (CC&G) che assume automaticamente il ruolo di controparte di tutte le contrattazioni eseguite, ponendosi come compratore di ogni venditore e venditore di ogni compratore. Ciò presenta anche il vantaggio di favorire la compensazione e la chiusura delle posizioni di segno opposto degli operatori.

Il mercato IDEM è ripartito in due segmenti in funzione delle caratteristiche dell'attività sottostante[31] il contratto derivato:

- il segmento IDEM *equity* sul quale sono negoziati i derivati aventi come sottostante strumenti finanziari, tassi di interesse, valute e relativi indici. Attualmente su tale segmento sono negoziati contratti *futures* sugli indici azionari S&P/Mib e sulle singole azioni, di opzione sull'indice azionario S&P/Mib e di opzione sui singoli titoli (Isoalfa);
- il segmento IDEX sul quale sono negoziati i derivati aventi come sottostante merci e relativi indici. Attualmente è negoziato il contratto *futures* su energia elettrica.

Sull'IDEM le proposte di negoziazione sono inserite in forma anonima. Esse sono ordinate dal sistema in un *book* di negoziazione in base al prezzo – decrescente per le proposte di acquisto e crescente per le proposte di vendita – e, a parità di prezzo, in base alla priorità temporale determinata dall'orario di immissione. Le Pdn riguardano singole serie contrattuali dove per serie contrattuale si intende l'insieme dei contratti che hanno, su un dato strumento, la stessa scadenza e, in caso di contrat-

[31] Le attività sottostanti devono possedere requisiti di liquidità e continuità delle negoziazioni e di disponibilità di tutte le informazioni rilevanti per il corretto funzionamento del mercato (in particolare continuità e significatività dei prezzi delle attività sottostanti).

11-Banfiok 7-11-2008 15:25 Pagina 386

ti di opzione, attribuiscono la stessa facoltà e hanno il medesimo prezzo di esercizio. Ad esempio, tutti i contratti *futures* S&P/Mib con scadenza giugno 2008 sono una serie, così come tutti i contratti di opzione *call* sull'azione Fiat con prezzo di esercizio pari a 14,00 euro e scadenza giugno 2008 sono una serie; quelli con stessa scadenza ma con prezzo di esercizio pari a 13,50 euro costituiscono un'altra serie, così come quelli con lo stesso prezzo di esercizio ma con diversa scadenza.

Le negoziazioni si svolgono in base a due tipologie di informazioni sulle intenzioni negoziali:

- quotazioni (riservate agli operatori *market makers* e agli *specialist* in adempimento dei loro obblighi);
- proposte di negoziazione, a loro volta distinte in:
  a. proposta singola (ordine, di acquisto o vendita, su una singola serie dei contratti);
  b. proposta combinata standard (combinazione di due ordini su serie diverse[32], la cui esecuzione deve avvenire simultaneamente). Le proposte combinate standard vengono contemporaneamente esposte in un apposito *book* di negoziazione;
  c. proposta combinata non standard (combinazione, definita liberamente dall'operatore proponente, di due o più ordini su serie differenti, la cui esecuzione deve avvenire contestualmente). Le proposte combinate non standard possono essere immesse con o senza limite di prezzo; in ogni caso deve essere specificata la modalità di esecuzione *esegui tutto o cancella* che garantisce l'esecuzione integrale di tutti gli elementi della proposta combinata.
  d. proposta combinata tailor made (TMC, combinazione, definita liberamente dall'operatore proponente, di massimo quattro ordini relativi a serie differenti, la cui esecuzione deve avvenire contestualmente).

Le proposte singole possono essere immesse con o senza limite di prezzo. Alle proposte con limite di prezzo possono essere abbinate le seguenti modalità di esecuzione (parametri):

[32] Ad esempio, ordini di segno opposto su due scadenze successive (*time spread*) vendita di un contratto *futures* S&P/Mib sulla scadenza di marzo e acquisto del contratto *futures* S&P/Mib sulla scadenza di giugno; ordini sulla medesima scadenza ma su diversi prezzi di esercizio (*price spread*) acquisto di un'opzione *call* S&P/Mib a 18 euro e vendita di un'opzione *call* S&P/Mib a 20 euro.

11-Banfiok 7-11-2008 15:25 Pagina 387

- *esegui e cancella*: la proposta viene eseguita, anche parzialmente, per le quantità disponibili sul lato opposto del book e l'eventuale saldo residuo viene cancellato automaticamente[33];
- *esegui tutto o cancella*: la proposta viene eseguita per l'intera quantità oppure cancellata automaticamente;
- *valido sino alla scadenza*: la proposta rimane esposta fino alla scadenza del contratto;
- *valido sino alla data specificata*: la proposta rimane esposta fino alla data specificata;
- *valido per la seduta*: la proposta rimane esposta fino al termine della seduta.

Alle proposte senza limite di prezzo possono essere abbinate solo le modalità di esecuzione *esegui e cancella* e *esegui tutto o cancella*.

Alle proposte singole può essere inoltre abbinata la modalità di esecuzione stop loss. Questo parametro consente all'operatore di immettere sul mercato proposte che rimangono inattive fino all'eventuale raggiungimento di un determinato prezzo (trigger price); l'attivazione degli ordini di acquisto così immessi avviene solo qualora il prezzo di mercato risulti uguale o superiore al trigger price e quando il prezzo di mercato è uguale o inferiore al trigger price per le proposte di vendita. Il prezzo di mercato oggetto di confronto con il trigger price immesso può essere individuato dall'operatore nell'ultimo prezzo della proposta singola, oppure nel prezzo migliore in acquisto o in vendita oppure ancora nella loro media aritmetica.

Le proposte combinate standard e le TMC possono essere immesse con limite di prezzo o senza limite di prezzo, in ogni caso possono essere abbinate solo le modalità di esecuzione *esegui e cancella* e *esegui tutto o cancella*. Queste proposte vengono esposte ciascuna in un apposito book di negoziazione.

Le proposte combinate non standard possono essere immesse con o senza limite di prezzo; in ogni caso deve essere specificata la modalità di esecuzione *esegui tutto o cancella*.

Le quotazioni possono essere immesse dai market maker solo con limite di prezzo e senza parametri[34] e sono valide per la sola seduta di im-

[33] In assenza di parametri contrari, la quantità ineseguita di una proposta di negoziazione immessa con limite di prezzo rimane esposta sul mercato.

[34] Le proposte di negoziazione relative alle serie dei contratti di opzione, se immesse per conto terzi, devono recare l'indicazione se si tratta di apertura di una nuova posizione

11-Banfiok 7-11-2008 15:25 Pagina 388

missione. Gli operatori non *market maker*s possono richiedere ai *market maker* di esporre quotazioni o di migliorare le quotazioni esposte.

Durante la negoziazione continua i contratti sono conclusi mediante abbinamento automatico, anche parziale, di proposte di segno contrario presenti nel mercato e ordinate secondo le priorità di prezzo e di tempo. Le proposte con limite di prezzo immesse sono abbinate con una o più proposte di segno contrario aventi prezzo uguale o migliore (più alto se si tratta di proposta in vendita, più basso in caso di proposta in acquisto) della proposta inserita; le proposte senza limite di prezzo sono abbinate dal sistema con una o più proposte di segno contrario presenti sul lato opposto del mercato al momento dell'immissione. In caso di esecuzione parziale di una proposta *al prezzo di mercato* la quantità ineseguita è immediatamente cancellata, mentre in caso di esecuzione parziale di una proposta con limite di prezzo, la quantità ineseguita resta nel mercato con prezzo e priorità temporale originari.

L'esecuzione delle proposte combinate standard e TMC avviene mediante abbinamento automatico con proposte singole di segno contrario presenti sul mercato oppure nell'apposito book di negoziazione mediante abbinamento automatico con altre proposte combinate standard e TMC di segno contrario.

Proposte di negoziazione particolari sono le PDN interbank, per la conclusione di contratti nei quali la controparte è esclusivamente un operatore predeterminato[35], e le PDN internal, per la conclusione di contratti nei quali la controparte è lo stesso operatore che immette le proposte (in entrambi i casi il prezzo di esecuzione deve essere compreso tra la migliore proposta in acquisto e la migliore proposta in vendita, estremi esclusi).

Un aspetto peculiare della microstruttura del mercato IDEM è la presenza di operatori market maker – iscritti nell'apposito «Elenco degli operatori market maker» tenuto dalla Borsa Italiana SPA[36] e dotati di un patrimonio di vigilanza di almeno dieci milioni di euro – che si impegnano a esporre proposte in acquisto e in vendita per quantitativi minimi di contratti.

o di chiusura di una posizione precedentemente aperta (in caso di omissione, oppure se la proposta è per conto proprio, essa si intende relativa all'apertura di una nuova posizione).

[35] Ciò significa che l'accordo contrattuale viene preso al di fuori del mercato e viene fatto successivamente transitare sul mercato solo per «convalida».

[36] La Borsa Italiana vigila inoltre sui requisiti di permanenza nell'Elenco (rispetto degli obblighi, mantenimento di un adeguato livello di efficienza nello svolgimento dell'attività ecc.).

11-Banfiok 7-11-2008 15:25 Pagina 389

Sul contratto S&P/MIB e mini S&P/MIB i market maker si impegnano a esporre continuativamente proposte in acquisto e in vendita rispettivamente per almeno 10 e 15 contratti sulla scadenza più vicina fino al quarto giorno prima della scadenza stessa e, a partire da quella data, sulla scadenza immediatamente successiva, mantenendo condizioni competitive di prezzo (definite da Borsa Italiana in termini di ampiezza dello spread denaro-lettera, che non deve essere superiore a 45 punti indice). Essi si impegnano inoltre a ripristinare le quotazioni entro due minuti dall'avvenuta applicazione di una loro precedente proposta.

Sul contratto S&P/MIBOption l'impegno è relativo a proposte in acquisto e in vendita per le prime sei scadenze consecutive (per diverse serie di opzioni call e put) e per quantitativi pari ad almeno 15 contratti per le prime quattro scadenze e almeno 10 contratti per la quinta e la sesta scadenza, mantenendo condizioni competitive di prezzo e scambi significativi. Anche in questo caso, i market maker devono ripristinare le quotazioni entro due minuti dall'avvenuta conclusione dei contratti derivanti dall'applicazione delle loro proposte. Agli operatori market maker è consentito inserire quotazioni espresse in termini di volatilità implicita (calcolate sulla base del modello di Black & Scholes fornito dal sistema di negoziazione o di modelli interni di valutazione). I market maker possono richiedere al sistema, nel caso di applicazione di una quotazione su contratti di opzione, di inviare automaticamente al sistema di negoziazione del S&P/MIBOption proposte di acquisto o vendita a prezzo di mercato e per quantità tali da determinare una situazione delta neutrale[37] consistente nel fatto che la variazione del prezzo dell'attività sottostante è esattamente compensata dalla variazione della posizione sull'opzione.

Anche sulle opzioni Isoalfa è previsto l'intervento di market maker; questi sono distinti in tre categorie (*Primary Market Maker*, *Market Maker* e *Liquidity Provider*) alle quali competono obblighi differenti. I *Primary Market Maker* devono indicare almeno 20 sottostanti di contratti di opzione sui quali intendono operare (e almeno 10 dei quali devono appartenere al Focus Group[38]), i market maker hanno l'obbligo di

[37] Il *delta* di una posizione è il rapporto fra la variazione di prezzo dell'opzione e la variazione di prezzo dell'attività sottostante; la posizione *delta neutrale* è la detenzione (o l'impegno a consegnare) un numero di unità dell'attività sottostante tale da avere una posizione complessivamente priva di rischio in quanto le variazioni di prezzo dell'attività sottostante compensano perfettamente le variazioni di prezzo del contratto di opzione. Per maggiori dettagli si veda Hull (1997), pp. 312-321.

[38] La composizione del *Focus Group* è stabilita da Borsa Italiana e comprende 15 sottostanti sulla base del volume medio giornaliero scambiato sui contratti di opzione durante l'anno precedente.

11-Banfiok 7-11-2008 15:25 Pagina 390

indicare almeno 5 sottostanti, mentre per i Liquidity Provider non è previsto un numero minimo.

Altre differenze tra le tre categorie si riscontrano nel fatto che i Primary Market Maker sono tenuti a esporre continuativamente proposte in acquisto e in vendita per le prime quattro scadenze consecutive per alcune serie di opzioni call e put, inoltre tali obblighi devono essere rispettati per almeno 100 o 50 contratti (a seconda della liquidità del contratto stesso) appartenenti al *Focus Group* e almeno 25 per tutti gli altri contratti. Le quotazioni devono essere ripristinate entro due minuti dall'applicazione delle stesse.

I Market Maker, invece, si impegnano non a esporre continuamente quotazioni denaro-lettera, ma soltanto a rispondere, entro due minuti, alle richieste di esposizione di quotazioni ovvero di miglioramento delle quotazioni già esposte avanzate da altri soggetti negoziatori.

I Liquidity Provider sono tenuti a esporre continuativamente proposte in acquisto e in vendita per le prime tre scadenze consecutive.

Il prezzo ufficiale di ciascuno strumento negoziato sul mercato IDEM è dato dal prezzo di chiusura giornaliero.

La liquidazione dei contratti derivati dell'IDEM alla scadenza può avvenire per cash settlement (cioè mediante scambio di una somma di denaro data dalla differenza tra il prezzo di stipulazione del contratto e il suo prezzo di liquidazione) oppure per liquidazione «in effettivo», cioè mediante la consegna/ritiro a scadenza dell'attività sottostante il contratto derivato.

La compensazione e la garanzia dei contratti negoziati sul mercato IDEM sono effettuate a cura della Cassa di Compensazione e Garanzia[39].

11.6 Il Mercato telematico dei Titoli di Stato (MTS)

Oltre alle contrattazioni che si svolgono sul MOT (e a quelle che si svolgono liberamente fra le parti fuori mercato, il cosiddetto mercato *over the counter*), i titoli di Stato sono scambiati (solo da particolari categorie di operatori) sul Mercato telematico dei titoli di stato (MTS). Il MTS è un mercato regolamentato all'ingrosso (con, infatti, quantitativo minimo negoziabile pari a 2,5 milioni di euro) e quote driven, basato quindi su quotazioni esposte da operatori che operano in conto proprio e che sono tenuti a esporre quotazioni in acquisto e vendita impegnative per quantitativi minimi determinati.

[39] Si veda il paragrafo 10.6.

11-Banfiok 7-11-2008 15:25 Pagina 391

Il MTS (gestito dalla società MTS SPA) è il mercato regolamentato telematico all'ingrosso dedicato ai titoli governativi e ad altri titoli obbligazionari. Sul MTS sono trattati CCT, BTP, BTEi, BOT e CTZ per quanto concerne i titoli di stato italiani, i titoli di stato esteri (negoziati sul segmento MMF-REPO), ABS e *Quasi-government bonds*[40] (negoziati sul segmento MTS *Corporate*).

I partecipanti al mercato sono suddivisi in *market maker* (intermediari finanziari che hanno un totale attivo minimo pari a 39 milioni di euro e hanno effettuato negoziazioni sul MTS nell'anno precedente per almeno 38 miliardi di euro) e *market taker* (intermediari finanziari che hanno un totale attivo minimo pari a 10 milioni di euro e hanno effettuato negoziazioni sul MTS nell'anno precedente per almeno 1 miliardo di euro).

I *market maker* (*primary dealer*) si impegnano a quotare prezzi denaro/lettera su tutte le emissioni assegnate (su base mensile da MTS SPA) per almeno 5 ore al giorno rispettando *spread* massimi (*ticks*) in funzione del tipo di titolo, della vita residua e della liquidità.

Le proposte di negoziazione possono essere effettuate per quantitativi minimi pari a 5 o 2,5 milioni di euro, a seconda dello strumento; gli orari di negoziazione sono illustrati nella tavola 11.4 e nella precedente figura 11.4.

Tav. 11.4 - Fasi e orari del mercato MTS

Cash

	Central European Time
Pre-market*	7.30 – 8.00
Trading	8.00 – 17.30
Chiusura	17.30

MMF – Repo

	Central European Time
Pre-market	7.30 – 7.45
Trading	7.45 – 18.30
Definizione di GC	18.30 – 18.45
Chiusura	18.45

Fonte: Regolamento del mercato MTS
* Durante la fase di pre-market gli operatori principali possono immettere e variare le loro proposte di negoziazione

[40] Includono tutte le principali emissioni in Euro lanciate dalla Banca Europea d'Investimento e gli Eurobond emessi dalla Repubblica Italiana. Su MMF sono disponibili per le contrattazioni anche le seguenti tipologie di titoli: Pfandbriefe, Freddie MAC, KFW, NRW, titoli emessi dal Regno di Danimarca, Banca d'Inghilterra e dalle Ferrovie.

11-Banfiok 7-11-2008 15:25 Pagina 392

La liquidazione delle transazioni si svolge su base netta (*delivery versus payment*) mediante il sistema Liquidazione dei Titoli gestito dalla Banca d'Italia (i contratti aventi ad oggetto titoli esteri possono essere regolati attraverso altri sistemi di compensazione e liquidazione) e con scadenza pari al secondo giorno di borsa aperta successivo a quello di stipulazione per i Bot e al terzo giorno successivo a quello di stipulazione per gli altri strumenti negoziati sul MTS.

11.7 Il Mercato TLX

TLX è un mercato regolamentato autorizzato con delibera Consob il 5 agosto 2003 n.14192/03 avente struttura di negoziazione mista (order/quote driven) che prevede la possibilità di interazione tra gli ordini con limite di prezzo inviati al mercato dagli investitori e quotazioni esposte dai market maker.

Il mercato opera in un'unica fase di negoziazione continua dalle 9.00 alle 20.30 su titoli di Stato italiani, europei, obbligazioni *sovereign*, obbligazioni corporate e obbligazioni strutturate, Abs, quote o azioni di OICR (covered warrant e certificates dopo le 18.30; azioni europee dalle 9.00 alle 22.00). Gli scambi avvengono in forma anonima e i contratti sono conclusi tramite abbinamento automatico di proposte di segno opposto presenti sul mercato durante tutto l'arco della seduta.

Su ogni titolo è presente almeno un market maker che ha l'obbligo di esporre in via continuativa, per quantità almeno pari a quelle minime comunicate da TLX SPA, prezzi in acquisto e in vendita durante l'orario di apertura del mercato rispettando i limiti massimi di spread tra proposte di negoziazione in acquisto e proposte di negoziazione in vendita fissati da TLX SPA Gli investitori possono inviare verso il mercato proposte di negoziazione con limite di prezzo o al meglio.