

Corso di laurea di Economia e Management
Anno Accademico 2023/2024

Consulenza Finanziaria

Organizzazione dei mercati mobiliari

Daniele Previtali – daniele.previtali@uniparthenope.it



DIPARTIMENTO DI STUDI
AZIENDALI E QUANTITATIVI
DIPARTIMENTO DI ECCELLENZA





DIPARTIMENTO DI STUDI
AZIENDALI E QUANTITATIVI
DIPARTIMENTO DI ECCELLENZA



Organizzazione dei mercati primari

Il mercato finanziario

Il mercato finanziario può essere definito come l'insieme degli scambi aventi per oggetto strumenti finanziari. Al suo interno si distinguono:

Mercato del credito

- Elevato grado di personalizzazione
- Scarsa negoziabilità

Mercato mobiliare

- Gli strumenti finanziari negoziati sono negoziabili prima della loro scadenza naturale e sono frazionabili (azioni, obbligazioni, titoli di Stato), sono standardizzati
- I titoli incorporano diritti economici (dividendi o interessi) e amministrativi (diritto di voto) che si trasferiscono contestualmente al trasferimento del titolo

Oggetto di questa lezione è lo studio dell'organizzazione e della struttura del mercato mobiliare, ovvero le regole e i meccanismi di negoziazione in base ai quali sui mercati si svolgono gli scambi di strumenti finanziari, le modalità con cui si definisce l'incontro tra domanda ed offerta

Forme organizzative del mercato primario

Il mercato primario è costituito dall'insieme delle negoziazioni aventi per oggetto **titoli di nuova emissione**. Su questo mercato vengono negoziati i titoli che un soggetto (Stato, imprese, banche, ecc.) emette al fine di raccogliere risorse finanziarie.

Obiettivi e Rischi

INVESTITORI



EMITTENTI

Ottenere titoli che rispondono ai loro fabbisogni a prezzi migliori in relazioni ai contesti di mercato, tenendo conto del rischio nelle sue varie componenti (rischio di credito, rischio di liquidità, ecc.)

Raccogliere i fondi necessari in relazioni agli obiettivi prefissati al costo più basso possibile in relazione al contesto di mercato. I rischi dell'emittente sono relativi alla mancata sottoscrizione della quantità emessa e il prezzo inferiore rispetto al potenziale della domanda.

Forme organizzative del mercato primario

Le forme organizzative del mercato primario si possono classificare sulla base della capacità di garantire l'equilibrio tra domanda ed offerta, evitando pertanto forme di insuccesso del collocamento:

1. Eccesso di domanda (prezzo troppo basso)
2. Eccesso di offerta (titoli poco interessanti o prezzi troppo alti)

PRIVATE PLACEMENT

PUBLIC PLACEMENT

ASTA

Private placement

- L'emittente si rivolge ad una **platea selezionata di investitori** concordando preventivamente, con la collaborazione di uno o più intermediari finanziari, le caratteristiche tecniche dell'emissione, sostanzialmente prezzo e quantità di titoli emessi.
- Elevato grado di «**personalizzazione**», vengono tenute molto presenti le esigenze degli investitori.
- Importanti elementi per l'accordo tra le parti:
 - reputazione e dimensione aziendale dell'emittente (potere contrattuale)
 - certezza del capitale sottoscritto (potere contrattuale)
 - numerosità dei sottoscrittori (complessità ed esigenze divergenti)
 - tempistiche (prolungati per il raggiungimento di un pieno accordo)

Utilizzato prevalentemente per l'emissione di azioni e obbligazioni di **società non quotate di piccole dimensioni**

Public placement

- Nel collocamento pubblico, l'emittente fa ricorso agli intermediari finanziari (di solito un consorzio) al fine di rivolgersi ad un **numero molto elevato di potenziali investitori**.
- Gli intermediari finanziari consentono all'emittente di sfruttare la loro esperienza, le loro relazioni e i costi ridotti di selezione e contatto delle controparti, consentendo di chiudere l'operazione in **tempi rapidi** e a **costi ragionevoli**.
- Il TUF prevede l'attività di sottoscrizione e collocamento tra i servizi e le attività di investimento che gli intermediari finanziari autorizzati possono offrire agli investitori. Si prevedono diverse tipologie di collocamento:
 1. **Collocamento con assunzione a fermo ovvero con assunzione di garanzia**
 2. **Collocamento senza assunzione a fermo e senza assunzione di garanzia**

Public placement – con assunzione a fermo

Collocamento con assunzione a fermo

L'intermediario finanziario si impegna ad acquistare preventivamente dall'emittente tutti i titoli oggetto dell'emissione (**sottoscrizione totale**) o parte dei suoi titoli (**sottoscrizione parziale**) a un prezzo preventivamente concordato.

Vantaggi/Svantaggi:

- Massima riduzione dell'incertezza in relazione alla quantità e timing.
- Trasferimento del rischio di emissione sull'intermediario.
- Elevati costi di emissione (prezzo di emissione più basso, commissioni).
- Rischi reputazionali (domanda insufficiente).
- Possibile conflitto di interesse tra emittente e intermediario.

Public placement – con assunzione di garanzia

Collocamento con assunzione di garanzia

L'intermediario finanziario si impegna ad acquistare a un certo prezzo i titoli eventualmente non collocati presso il pubblico.

Vantaggi/Svantaggi:

- Riduzione dell'incertezza in relazione alla quantità e timing.
- Rischio dell'emissione condiviso.
- Meno elevati i costi di emissione (prezzo di emissione più allineato al mercato, commissioni).

Public placement – *best effort*

Collocamento senza assunzione a fermo e senza garanzia

L'intermediario si impegna a vendere i titoli presso il pubblico senza nessun obbligo ulteriore (best effort)

Vantaggi/Svantaggi:

- Massima incertezza in relazione alla quantità e timing.
- Rischio di emissione sull'emittente.
- Bassi costi di emissione (prezzo di emissione allineato al mercato, commissioni ridotte).
- Allineamento degli interessi dell'emittente e dell'intermediario.

Public placement – eccesso di domanda

Criteri di accettazione/esclusione della domanda:

- 1. *First come, first served*:** soddisfatti per primi gli investitori che hanno formulato la loro proposta di acquisto per primi.
- 2. *Riparto*:** suddivisione della quantità di titoli offerti sulla base delle richieste di ogni singolo investitore rispetto al totale degli ordini di acquisto (suddivisione *pro-quota*).
- 3. *Sorteggio*:** i titoli vengono assegnati agli investitori sorteggiati. Questa modalità viene utilizzata quando l'emittente preferisce soddisfare solo una parte dei richiedenti, piuttosto che soddisfare *pro-quota* tutti gli altri investitori.

Asta

- A differenza di quanto avviene nel *private* e *public placement*, l'emittente non comunica preventivamente il prezzo di emissione, e quindi il prezzo si forma sul mercato sulla base dell'interazione e competizione degli investitori.
- Modalità tipica utilizzata per il collocamento dei titoli di Stato italiani. I meccanismi sono due:
 1. **Asta marginale**: utilizzata per titoli con scadenza medio-lunga (CTZ, BTP, CCTeu, CCT, BTP€i)
 2. **Asta competitiva**: utilizzata per i BOT

I titoli di Stato possono essere collocati mediante:

- asta pubblica, al fine di garantire l'accesso a una vasta platea di investitori e mantenere un elevato grado di competizione e trasparenza;
- consorzio di banche selezionate tra gli operatori Specialisti in titoli di Stato, che si incaricano di raccogliere gli ordini di investitori finali (cosiddetto collocamento sindacato);
- piattaforme di negoziazione elettroniche.

Asta

- Il Tesoro italiano privilegia il metodo dell'asta pubblica per le emissioni sul mercato interno, mentre il collocamento sindacato è di norma limitato ai casi in cui si introducano nuovi strumenti (come i BTP€i emessi per la prima volta nel 2003 e i CCTeu nel 2010) o debbano essere fatte valutazioni particolarmente approfondite circa l'interesse del mercato, il quantitativo da offrire o il prezzo al quale emettere il titolo, come nel caso dei BTP e dei BTP€i a lungo termine.
- Per il BTP Italia, il titolo di Stato indicizzato all'inflazione italiana, emesso per la prima volta nel 2012 e pensato per le esigenze del mercato retail, è stato introdotto un nuovo meccanismo di emissione che utilizza la piattaforma elettronica MOT (mercato obbligazionario regolamentato dedicato alle negoziazioni al dettaglio) di Borsa Italiana.

(Fonte MEF)

Asta marginale – meccanismo di funzionamento

1. Il MEF comunica alla Banca d'Italia (che gestisce le aste dei titoli di Stato) il quantitativo minimo e massimo in asta. Banca d'Italia raccoglie le offerte (max 5 offerte per investitore a un prezzo diverso e per un importo non inferiore a € 500k di nominale)

2. Vengono escluse quelle formulate a prezzi ritenuti non convenienti sulla base delle condizioni di mercato

3. Vengono ordinate quelle non escluse in senso decrescente (partendo da quella con prezzo più elevato)

4. Vengono determinati i vincitori

5. Si determina il **prezzo di aggiudicazione (uguale per tutti)** e si provvede al riparto per gli ultimi aggiudicatari se non si è in grado di soddisfare interamente la richiesta.

Asta marginale – meccanismo di funzionamento

Supponiamo che lo Stato italiano metta in asta 1.000 milioni di € di BTP e che all'asta partecipino 3 banche, le quali effettuano le seguenti offerte giudicate tutte accoglibili:

Banca A		Banca B		Banca C	
Quantità	Prezzo	Quantità	Prezzo	Quantità	Prezzo
200	94	200	95	300	96
100	93	200	94	200	95
500	92	200	92	200	92



Prezzo	Quantità
96	300
95	400
94	400
93	100
92	900

Il prezzo di aggiudicazione uguale per tutti è € 94. Alla Banca A e alla Banca B vengono attribuiti il 75% dei titoli richiesti (300 mln disponibili su 400 mln richiesti) per il prezzo di €94.

Complessivamente la Banca A si aggiudica 150 mln, Banca B 350 mln, Banca C 500 mln.

Asta competitiva – meccanismo di funzionamento

1. Il MEF comunica alla Banca d'Italia (che gestisce le aste dei titoli di Stato) il quantitativo in asta. Banca d'Italia raccoglie le offerte (max 5 offerte a un prezzo diverso e per un importo non inferiore a € 1,5 mln di nominale).

2. Vengono ordinate in base al rendimento, dal più basso al più alto, e sono soddisfatte quelle a rendimenti più bassi, fino ad arrivare a quelli più elevati fino all'esaurimento dell'offerta.

3. **Ogni acquirente riceverà il quantitativo al prezzo proposto.** Il prezzo medio ponderato dell'asta sarà calcolato sulla base di prezzi e importi degli aggiudicatari.

Asta competitiva – meccanismo di funzionamento

ESEMPIO DI ASSEGNAZIONE DI BOT IN ASTA

Premesso che ogni **operatore abilitato** può presentare fino a 5 richieste, si ipotizza un'asta competitiva di 7.000 milioni di Euro di Bot annuali (durata 360 giorni) a cui partecipano 4 operatori, che presentano le seguenti domande, espresse in milioni di Euro:

Operatore	Richiesta n°	Rendimento %	Quantità richiesta	Quantità cumulate
A	1ª	1,00	900	900
A	2ª	1,15	800	1.700
D	1ª	1,65	800	2.500
B	1ª	1,70	1.000	3.500
C	1ª	1,80	1.500	5.000
A	3ª	1,82	1.000	6.000
C	2ª	1,82	650	6.650
D	2ª	1,84	350	7.000
C	3ª	1,84	1.400	8.400
B	2ª	1,88	1.100	9.500
B	3ª	2,60	1.500	11.000
D	3ª	2,80	1.000	12.000
Totale richiesto			12.000	

Calcolo del rendimento minimo accoglibile (o rendimento di salvaguardia)

Si procede come di seguito:

- 1) nel caso di domanda totale superiore all'offerta, si determina il rendimento medio ponderato delle richieste che, ordinate a partire dal rendimento più basso, costituiscono la seconda metà dell'importo nominale in emissione; nel caso di domanda totale inferiore all'offerta, si determina il rendimento medio ponderato delle richieste che, ordinate a partire dal rendimento più basso, costituiscono la seconda metà dell'importo domandato;
- 2) si individua il rendimento minimo accoglibile, corrispondente al rendimento medio ponderato di cui al punto 1 decurtato di 50 punti base (1 punto percentuale = 100 punti base).

Le richieste con rendimenti inferiori al rendimento minimo accoglibile sono automaticamente escluse e il rendimento medio ponderato di aggiudicazione si determina sottraendo dalla quantità totale offerta dall'emittente una quantità pari a quella esclusa. Le richieste escluse sono, comunque, assegnate ad un rendimento pari al maggiore tra il rendimento ottenuto sottraendo 10 punti base al rendimento minimo accolto nell'asta ed il rendimento minimo accoglibile.

Confronto forme organizzative del mercato primario

	Collocamento privato	Collocamento pubblico	Asta
Offerta	Emittente concorda con gli investitori le caratteristiche dell'emissione e poi procede all'offerta	L'emittente comunica tutte le caratteristiche dell'emissione, in particolare il prezzo e la quantità	L'emittente comunica tutte le caratteristiche dell'emissione tranne il prezzo o il rendimento
Richiesta	Gli investitori esprimono le loro proposte in termini di quantità	Gli investitori esprimono le loro proposte in termini di quantità	Gli investitori esprimono le loro proposte in termini di quantità e di prezzo/rendimento
Aggiudicazione	Assegnazione al prezzo indicato dall'emittente, con eventuale ricorso a regole secondarie in caso di eccesso di domanda	Assegnazione al prezzo indicato dall'emittente, con eventuale ricorso a regole secondarie in caso di eccesso di domanda	Individuazione dei partecipanti che hanno proposto le migliori condizioni e assegnazione loro a un unico prezzo, quello più basso (asta marginale) o a prezzi differenti, quelli offerti (asta competitiva)



Economia del mercato mobiliare

Organizzazione dei mercati secondari

Forme organizzative del mercato secondario

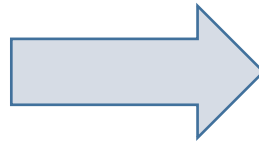
Nei mercati secondari la domanda e l'offerta sono espressione della volontà di negoziazione degli investitori in posizioni contrapposte e simultanee, con la finalità di modificare le loro rispettive composizioni del portafoglio di investimento.

Le forme organizzative del mercato secondario si possono classificare sulla base de:

1. La tipologia delle strutture
2. I sistemi di esecuzione degli ordini
3. Regole di svolgimento degli scambi

Tipologia di strutture

MERCATI FISICI



MERCATI TELEMATICI



Sistemi di esecuzione degli ordini

MERCATI A RICERCA AUTONOMA

- Gli investitori ricercano in modo diretto (e **senza intermediari**) la controparte con cui effettuare l'operazione.
- La ricerca autonoma ha limiti nel caso in cui il numero dei soggetti partecipanti e i volumi scambiati siano molto elevati.
- Difficoltà a trovare la controparte disposta a transare.
- Non è possibile per un solo soggetto conoscere tutti i partecipanti e le condizioni a cui sono disposti a scambiare. Possibilità che la transazione portata a termine non sia la migliore.
- Efficiente se le transazioni sono poche.

MERCATI DI BROKERS

- Gli scambi avvengono grazie all'intervento di intermediari specializzati nella ricerca della controparte e operanti **in conto terzi (brokers)**.
- Sono mediatori puri.
- I brokers riducono i tempi e i costi di ricerca della controparte, aumentando la probabilità di chiudere la transazione e quindi **favoriscono la liquidità dei mercati**.
- Remunerati sulla base di una percentuale del volume della transazione.
- Non vi è garanzia che l'ordine vada a buon fine, i broker non assumono posizioni in conto proprio.

MERCATI QUOTE DRIVEN

- Gli scambi vengono favoriti dalla presenza di intermediari mobiliari specializzati che assumono **posizioni in conto proprio (dealers)**.
- I prezzi delle negoziazioni sono guidati dai prezzi (quotes) a cui i dealers sono disposti a comprare (bid/denaro) e a vendere (ask/lettera).
- Alcuni dealers operano come **market maker**, ovvero espongono in via continuativa dei prezzi bid/ask a cui è sempre possibile transare.
- Spesso mercati «misti» (*broker + dealer*)
- Maggiore concorrenza di operatori, minore è il bid/ask spread, maggiore la liquidità del mercato.
- Dealers specializzati su asset (**specialist**)

MERCATI ORDER DRIVEN

- Mercato guidati dagli ordini di acquisto e di vendita.
- Sono mercati di brokers in cui operano pure i dealers con la funzione di fornire liquidità.
- Gli ordini avvengono in due modalità prevalenti:
 1. **Asta a chiamata:** negoziazione concentrata in un momento della seduta, i brokers si confrontano sugli ordini in un luogo fisico (asta gridata) o telematico (asta telematica, ad esempio asta di apertura e chiusura MTA).
 2. **Asta continua:** gli ordini confluiscono nell'arco di tutta la giornata, vengono ordinate per prezzo e concluse non appena possibile.

Sistemi di esecuzione degli ordini

Asta a chiamata (MTA)

Prezzo teorico	Proposte di acquisto	Proposte di vendita	Quantità negoziabile
3,50	40.000	20.000	20.000
3,55	35.000	30.000	30.000
3,60	28.000	32.000	28.000
3,70	25.000	35.000	25.000

Regola 1: il prezzo teorico di apertura è quel prezzo che consente di massimizzare la quantità negoziabile

Prezzo teorico di apertura **3,55€**

Sistemi di esecuzione degli ordini

Asta a chiamata (MTA)

Prezzo teorico	Proposte di acquisto	Proposte di vendita	Quantità negoziabile	Acquisti - Vendite
3,50	40.000	20.000	20.000	20.000
3,55	35.000	30.000	30.000	5.000
3,60	30.000	32.000	30.000	2.000
3,70	25.000	35.000	25.000	10.000

Regola 2: qualora esistano due prezzi che consentono di negoziare lo stesso quantitativo, il prezzo teorico di apertura è quello che produce la minore differenza tra volume degli acquisti e volume delle vendite.

Prezzo teorico di apertura **3,60€**

Sistemi di esecuzione degli ordini

Asta a chiamata (MTA)

Prezzo teorico	Proposte di acquisto	Proposte di vendita	Quantità negoziabile	Acquisti - Vendite
3,50	40.000	20.000	20.000	20.000
3,55	35.000	30.000	30.000	5.000
3,60	30.000	35.000	30.000	5.000
3,70	25.000	35.000	25.000	10.000

Regola 3: qualora a due differenti prezzi sia negoziabile lo stesso quantitativo di titoli con lo stesso scarto tra acquisti e vendite, il prezzo di apertura è quello più alto se la maggior pressione è sul lato degli acquisti, oppure quello più basso nel caso vi sia maggior pressione dal lato delle vendite (pressione determinata attraverso algoritmo).

Sistemi di esecuzione degli ordini

Asta a chiamata (MTA)

Regola 4: se non è possibile determinare un prezzo di apertura, esso verrà calcolato sulla base del prezzo statico, ovvero il prezzo di chiusura del giorno precedente.

Regola 5: se il prezzo di chiusura del giorno precedente non esiste, allora il prezzo di apertura è il più basso tra tutti quelli risultanti dall'applicazione delle prime tre regole.

Regole di svolgimento degli scambi

MERCATI REGOLAMENTATI

- Struttura del mercato, modalità di negoziazione, soggetti abilitati, etc. sono fissati dalle Autorità che gestiscono il mercato.
- Devono seguire la disciplina europea e implementata dalle singole Autorità dei Paesi membri.
- Alto livello di trasparenza e tutela degli investitori.

MERCATI AUTOREGOLAMENTATI

- I **sistemi multilaterali di negoziazione** sono mercati privati che offrono la possibilità di negoziare strumenti finanziari già quotati presso una Borsa, senza compiti regolamentari di ammissione.
- L'**internalizzatore sistematico** è un'impresa di investimento che in modo organizzato, frequente e sistematico negozia per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato, incrociando con ordini di altri clienti oppure in contropartita con il proprio magazzino titoli.
- Il **sistema organizzato di negoziazione** consente l'interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a obbligazioni, strumenti finanziari strutturati, quote di emissioni e strumenti derivati".

MERCATI NON REGOLAMENTATI (Over The Counter, OTC)

- Mercati ad alta personalizzazione (non esistono restrizioni su tipologie e quantitativi di strumenti finanziari negoziabili) e dotati di maggiore flessibilità nelle modalità di conclusione delle negoziazioni.
- Minore liquidabilità.
- Assenza di regole predefinite e mancanza di meccanismi di tutela degli investitori (assenza di una Cassa di Compensazione e Garanzia).
- Le transazioni avvengono in modo bilaterale (intermediario-soggetto investitore) riducendo la trasparenza.

Regole di svolgimento degli scambi

Ammissione degli operatori

Strumenti negoziabili

Modalità di negoziazione

MERCATI REGOLAMENTATI

- Presenza di regole standardizzate
- Elevata liquidità degli strumenti
- Elevata trasparenza
- Presenza di istituti di compensazione e garanzia delle contrattazioni
- Bassa personalizzazione

VS

MERCATI NON REGOLAMENTATI

- Assenza di regole standardizzate
- Bassa liquidità degli strumenti
- Ridotta trasparenza
- Assenza di istituti di compensazione e garanzia delle contrattazioni
- Elevata personalizzazione

Regole di svolgimento degli scambi

Ammissione degli operatori

- Presenza di regole di ammissione al fine di evitare che siano ammessi alla negoziazione operatori che, per carenza organizzativa o professionale, possano alterare il corretto ed efficiente funzionamento del mercato.
- Ad esempio, in fase di quotazione:
 - ✓ Bilanci degli ultimi tre anni pubblicati e depositati
 - ✓ Ultimo bilancio corredato da giudizio positivo di una società di revisione
 - ✓ Adozione di un adeguato sistema di controllo di gestione
 - ✓ Dimostrata capacità di produrre ricavi
- In fase di negoziazione:
 - ✓ Sistemati obblighi informativi
 - ✓ Informazioni rilevanti comunicate tempestivamente al mercato

Regole di svolgimento degli scambi

Strumenti negoziabili

- Obiettivo della regolamentazione è quello di assicurarsi che gli strumenti negoziati sui mercati abbiano requisiti di trasparenza e di oggettività tali da renderli idonei alla sottoscrizione di un pubblico molto ampio e diversificato.
- I regolamenti dei mercati individuano quali strumenti possono essere negoziati e quali requisiti essi devono avere per la loro quotazione.
- Ad esempio, per assicurarsi la liquidità dei titoli:
 - ✓ Prevedibile capitalizzazione di mercato sufficientemente capiente (40 milioni)
 - ✓ Diffusione dei titoli tra il pubblico (almeno il 25% del capitale quotato)

Regole di svolgimento degli scambi

Modalità di negoziazione

Le principali regole riguardano:

- Orari (apertura, negoziazione continua, chiusura)
- Modalità di immissione delle proposte (con limite di prezzo, o senza limite di prezzo; durata)
- Sistemi di esecuzione delle proposte (brokers, quote driven, order driven)
- Esistenza o meno di lotti minimi
- Modalità di incrocio delle proposte (in caso di proposte al medesimo prezzo)
 - ✓ *Time priority*: soddisfatte quelle arrivate per prime
 - ✓ *Class priority*: alcune categorie di investitori vengono soddisfatti per primi (i.e. *specialist*)
 - ✓ *Size priority*: gli ordini di quantitativi di titoli maggiori vengono soddisfatti per primi.
- Modalità di liquidazione e regolamento



Economia del mercato mobiliare

4. Borsa Italiana

Borsa Italiana Spa

- Per mercato regolamento in Italia ci si riferisce alla Borsa, che è il mercato regolamentato, organizzato e gestito da *Borsa Italiana Spa*. Dal 2007 fa parte del Gruppo *London Stock Exchange*.
- L'attività della Borsa **ha carattere di impresa** e le sono affidate dal legislatore (TUF) alcune competenze specifiche:
 - Definizione dell'**organizzazione e del funzionamento dei mercati**;
 - Definizione delle condizioni e delle **modalità di ammissione, di esclusione e di sospensione degli operatori e degli strumenti finanziari** dalle negoziazioni;
 - Definizione dei **requisiti e delle procedure di ammissione e di permanenza sul mercato** per le società emittenti
 - Gestione dell'**informativa** delle società quotate
 - Vigilanza e gestione del mercato per il **corretto svolgimento delle negoziazioni**

TRASPARENZA

SVILUPPO DEI MERCATI MOBILIARI

EFFICIENZA

COMPETITIVITÀ

MASSIMIZZAZIONE DELLA LIQUIDITÀ

Borsa Italiana Spa – ammissione degli operatori (ad esempio...)

- Bilanci ultimi tre anni pubblicati e depositati e che almeno l'ultimo sia corredato da un giudizio positivo della società di revisione;
- Adozione di un adeguato sistema di controllo di gestione;
- Attività esercitata deve essere attività capace di generare ricavi così da produrre utili e remunerare gli azionisti;
- Adempiere a sistematici obblighi informativi in modo tale da garantire trasparenza specialmente in funzione a quelle informazioni che sono *price sensitive*.

Borsa Italiana Spa – modalità di negoziazione (ad esempio...)

Regole	Principali aspetti
Orari	Disciplinano le fasi di mercato (apertura, negoziazione continua, chiusura)
Modalità di immissione delle proposte	<ul style="list-style-type: none">• Proposte con <i>limite di prezzo</i> (o <i>limit order</i>):<ul style="list-style-type: none">○ Indicazione del prezzo massimo (acquisto) o prezzo minimo (vendita):<ul style="list-style-type: none">▪ Esegui tutto o cancella (esecuzione integrale)▪ Esegui e cancella (esecuzione anche parziale)▪ Proposte valide fino a scadenza del titolo▪ Proposte valide fino ad una data specificata▪ Proposte valide per la seduta• Proposte senza <i>limite di prezzo</i> (o <i>market order</i>):<ul style="list-style-type: none">○ Realizzazione della transazione alle migliori condizioni di mercato:<ul style="list-style-type: none">▪ Esegui tutto o cancella (esecuzione integrale)▪ Esegui e cancella (esecuzione anche parziale)
Sistemi di esecuzione delle proposte	<ul style="list-style-type: none">• <i>Brokers</i>• <i>Quote driven</i>• <i>Order driven</i>
Lotti minimi	Regole che possono essere previste per favorire la liquidità dei titoli
Modalità di incrocio delle proposte	<ul style="list-style-type: none">• <i>Time priority</i>: a parità di prezzo, soddisfatte quelle arrivate prima• <i>Class priority</i>: categorie di operatori soddisfatti prima di altri• <i>Size priority</i>: ordini di grande dimensione soddisfatti per primi
Modalità di liquidazione e regolamento	Regole che individuano il momento lo scambio di titoli e denaro

Borsa Italiana Spa - mercati

MERCATI AZIONARI

- **MTA (Mercato Telematico Azionario):** si negoziano azioni, obbligazioni convertibili, diritti di opzione e warrant e azioni di emittenti esteri
- **AIM Italia:** mercato dedicato alle PMI con requisiti di quotazione semplificati. Ad ottobre 2018, risultavano quotate 113 Società, con € 3.7 mld raccolti in fase di quotazione.
- **MIV (Mercato degli Investment Vehicles):** dedicato a veicoli specializzati e fondi (OICR). Aperto sia ad investitori retail che professionali.

MERCATI OBBLIGAZIONARI

- **MOT (Mercato Telematico delle Obbligazioni):** unico mercato obbligazionario italiano. Vengono negoziati: titoli di Stato italiani, titoli di Stato esteri, sovranazionali ed eurobond; obbligazioni societarie (plain vanilla e strutturate), obbligazioni in valuta, Asset Backed Securities.
- **Extra MOT:** obbligazioni e altri titoli di debito già ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato dell'Unione Europea, obbligazioni bancarie non quotate, obbligazioni PMI (Extra MOT Pro)
- **SeDeX:** negoziazioni di certificates e covered warrant (*securities derivatives*)

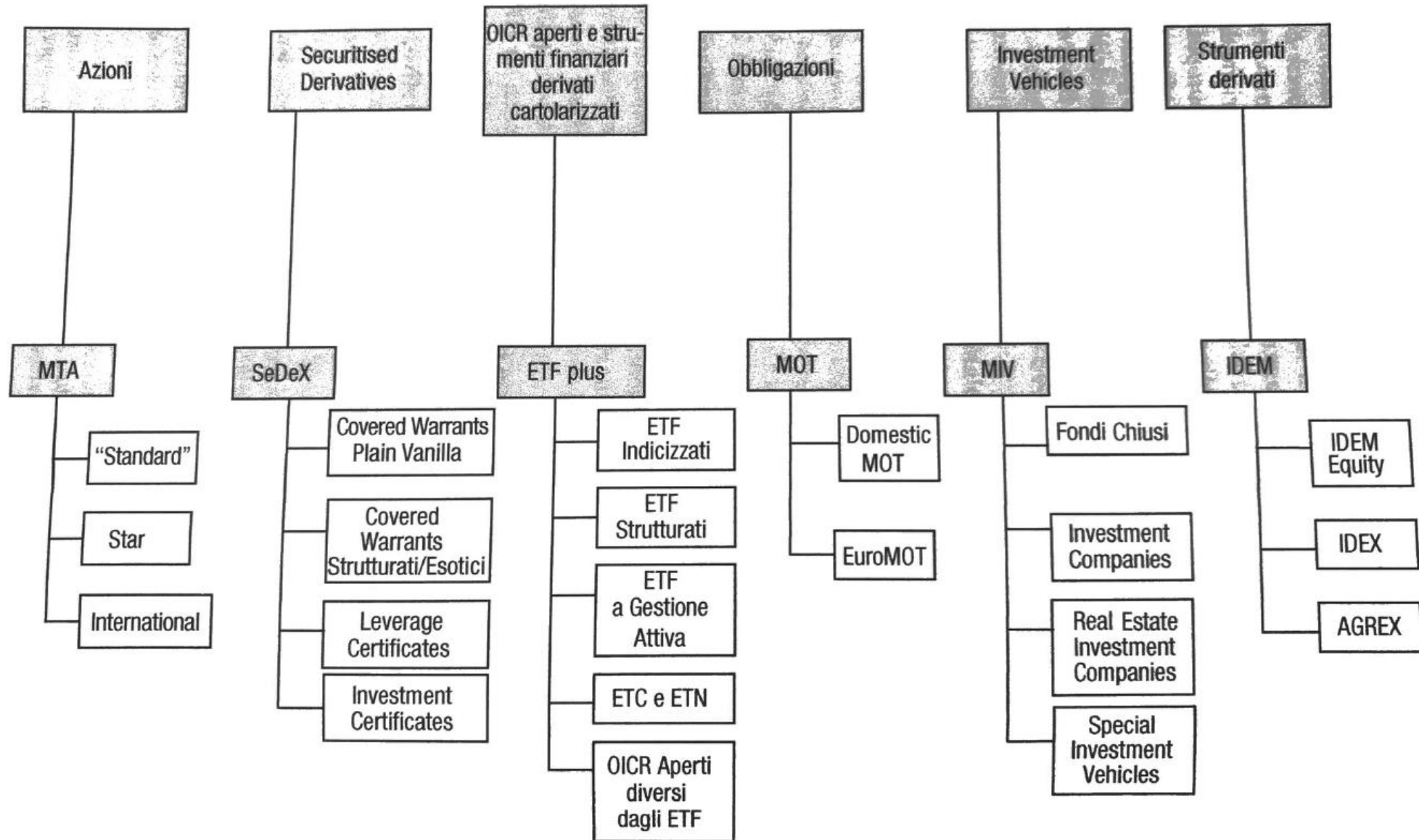
MERCATI DEGLI ETF

- **ETFplus:** mercato dedicato alla quotazione e negoziazione di strumenti che replicano l'andamento di indici azionari, obbligazionari e di singole materie prime: ETF (Exchange Traded Funds), ETC (Exchange Traded Commodities) / ETN (Exchange Traded Notes) ovvero strumenti derivati cartolarizzati.

MERCATI DERIVATI

- **IDEM (Italian Derivative Markets):** si negoziano contratti futures e contratti d'opzione aventi come attività sottostante (underlying) indici e singoli titoli azionari.
- **IDEX (Italian Derivative Energy Exchange):** é il mercato dei derivati aventi come sottostante commodities e relativi indici.
- **AGREX:** primo mercato finanziario regolamentato italiano dedicato alle commodities agricole.

Borsa Italiana Spa - mercati



MTA – Mercato Telematico Azionario

MTA Standard

si negoziano:

- azioni
- obbligazioni convertibili: danno ai possessori il diritto di modificare lo *status* da obbligazionisti ad azionisti dell'emittente o di altre società a condizioni prestabilite;
- diritti di opzione: strumenti finanziari che conferiscono gli azionisti di una società la priorità nella sottoscrizione di nuove azioni emesse dalla stessa società in caso di aumento di capitale;
- warrant: conferisce al detentore la facoltà di sottoscrivere o di acquistare o di vendere alla (o entro) la scadenza, un certo quantitativo di azioni contro versamento (o incasso nel caso della vendita) di un importo prestabilito o da stabilire

MTA STAR

si rivolge alle medie imprese con una capitalizzazione compresa tra 40 milioni e 1 miliardo e che si impegnano a rispettare requisiti di trasparenza, liquidità e governance.

MTA International

dedicato ad azioni di emittenti esteri già negoziate in altri mercati regolamentati comunitari da almeno 18 mesi. Possono essere ammesse senza prospetto informativo e su richiesta di un operatore aderente al mercato di Borsa Italiana oppure della stessa Borsa Italiana

MTA – Mercato Telematico Azionario

Asta di apertura (8.00-9.00)	Negoziazione continua (9.00-17.25)	Asta di chiusura (17.25-17.30)
<p style="text-align: center;">Preasta</p> <p>Gli operatori immettono proposte di negoziazione indicando:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Lo strumento, • Il prezzo • La quantità • Periodo di validità della proposta 	<p>Gli operatori immettono proposte di acquisto e vendita che trovano immediata esecuzione se sul lato opposto del book esiste una proposta compatibile, mentre se così non è, vanno ad aggiungersi alle proposte contenute nel <i>book</i> in attesa di un ordine compatibile. Il meccanismo di scambio è quindi l'asta telematica continua.</p>	<p style="text-align: center;">Preasta</p> <p>Gli operatori immettono proposte di negoziazione indicando:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Lo strumento, • Il prezzo • La quantità • Periodo di validità della proposta
<p style="text-align: center;">Validazione</p> <p>Il sistema controlla se il prezzo teorico d'apertura calcolato secondo precise regole non si discosti oltre una percentuale stabilita in base al prezzo di riferimento (calcolato sulla base del prezzo di chiusura del giorno precedente)</p>		<p style="text-align: center;">Validazione</p> <p>Il sistema controllo se il prezzo teorico d'apertura calcolate secondo precise regole non si discosti oltre una percentuale stabilita in base al prezzo statico (calcolato sulla base del prezzo di chiusura del giorno precedente)</p>
<p style="text-align: center;">Apertura</p> <p>Tutte gli ordini sono eseguiti ad un unico prezzo di apertura secondo le modalità dell'asta a chiamata.</p>		<p style="text-align: center;">Chiusura</p> <p>Tutti gli ordini sono eseguiti ad un unico prezzo di chiusura (<i>prezzo di riferimento</i>) secondo le modalità dell'asta a chiamata.</p>

MIV – Mercato degli *Investment Vehicles*

Si negoziano i veicoli di investimento. Il MIV è stato dedicato ai Fondi Alternativi di Investimento (FIA) chiusi, in forma societaria o contrattuale, sia italiani che esteri, aperti al pubblico retail e a investitori professionali.

Il MIV è in grado di ospitare numerose tipologie di veicoli nella forma di FIA, tra cui:

- Fondi di private equity;
- Fondi chiusi immobiliari;
- Fondi specializzati, fondi multi-strategy, fondi di fondi;
- Società di investimento

Possono inoltre quotarsi sul mercato MIV:

- le Special Purpose Acquisition Companies (SPAC): costituite per acquisire una target non quotata
- le società, diverse dai FIA, con una strategia di investimento non ancora completata (es. le SIIQ che non hanno ancora investito il capitale raccolto)

MOT – Mercato Telematico delle Obbligazioni

- Comparto in cui si negoziano i titoli di stato italiani ed esteri, le obbligazioni non convertibili emesse da imprese industriali, dagli intermediari finanziari, dagli enti pubblici territoriali, dalle istituzioni internazionali e le *asset backed securities*. Al suo interno si distingue:
 - ❑ *DomesticMOT*: nel quale sono negoziati gli strumenti liquidati attraverso il sistema di liquidazione nazionale della Monte Titoli S.p.A.;
 - ❑ *EuroMOT*: nel quale sono negoziati gli strumenti liquidati attraverso sistemi di liquidazione internazionale.
- Fasi di negoziazione:
 - ✓ Apertura: meccanismo simile a quello dell'MTA
 - ✓ Negoziazione continua: scambi per abbinamento degli ordini in modo automatico
- Un numero importante di scambi di obbligazioni avviene nel mercato OTC. Vengono scambiati titoli emessi da banche e PMI che vengono negoziati internamente dalle stesse banche in qualità di *dealer* o di *broker*.

SeDeX – Securitised Derivatives Exchange

- I titoli negoziati sono i *covered warrants* e i *certificates*. Essi sono titoli emessi da soggetti con requisiti patrimoniali e di vigilanza (banche e intermediari finanziari) e che hanno come sottostante titoli di altri emittenti (azioni, obbligazioni, titoli di stato, indici, etc.). In particolare:
 - ❑ Covered Warrant: conferiscono il diritto di acquistare (*call covered warrant*) o di vendere (*put covered warrant*), alla scadenza oppure entro la scadenza, un'attività sottostante a un prezzo prestabilito (*strike price*), oppure nel caso in cui sia prevista una liquidazione monetaria incassare la differenza tra prezzo di liquidazione e *strike price* (in caso di *call covered warrant*), oppure la differenza tra prezzo di esercizio e prezzo di liquidazione (in caso di *put covered warrant*);
 - ❑ Certificates: strumenti derivati cartolarizzati che replicano l'andamento dell'attività sottostante. Possono anche essere emessi «a leva», investendo una porzione minima di capitale.
- Le contrattazioni avvengono in un'unica fase di negoziazione continua.

ETF – Exchange Traded Funds

- Gli ETF sono Organismi di Investimento Collettivi del Risparmio (OICR) che replicano l'andamento di indici azionari, obbligazionari o di materie prime e le cui quote di azioni sono quotate da Borsa Italiana.
- Vi sono anche gli ETF strutturati, anch'essi OICR aperti a cui sono agganciate particolari strategie di investimento (ad effetto leva, a protezione, etc.)
- Gli ETF a gestione attiva sono OICR aperti si caratterizzano oltre e replicare un benchmark consentono di agganciare una strategia di gestione attiva di un gestore delegato con riferimento a portafogli azionari, obbligazionari e strutturati.
- È prevista anche la quotazione degli ETC (commodities) e ETN (notes) che invece non sono OICR ma titoli derivati cartolarizzati emessi a fronte di un investimento diretto dei rispettivi emittenti nel sottostante o in contratti derivati.

IDEM – Italian Derivatives Market

- Mercato nel quale sono negoziati gli strumenti derivati, cioè futures e opzioni aventi come sottostante azioni, indici azionari, merci. Si articola in tre segmenti:
 - ❑ **IDEM Equity**: negoziati derivati azionari;
 - ❑ **IDEX**: é il mercato dei derivati aventi come sottostante commodities e relativi indici.
 - ❑ **AGREX**: primo mercato finanziario regolamentato italiano dedicato alle commodities agricole.
- Organizzato secondo un'unica fase di negoziazione continua, ma per alcuni strumenti come i futures su FTSE MIB è prevista anche l'asta di apertura. Le proposte vengono ordinate per prezzo e a parità di prezzo prevale il criterio temporale.
- Nell'IDEM è prevista la presenza di *brokers, dealers*, questi ultimi anche nella veste di *market makers*. Si caratterizza quindi come un mercato a sistema misto *order driven* e *quote driven*.
- I contratti sono compensati e garantiti dalla Cassa di Compensazione e Garanzia (CG&G) a cui tutti gli intermediari abilitati a partecipare alle contrattazioni devono aderire.