

# Le Novità del contesto operativo di Borsa Italiana

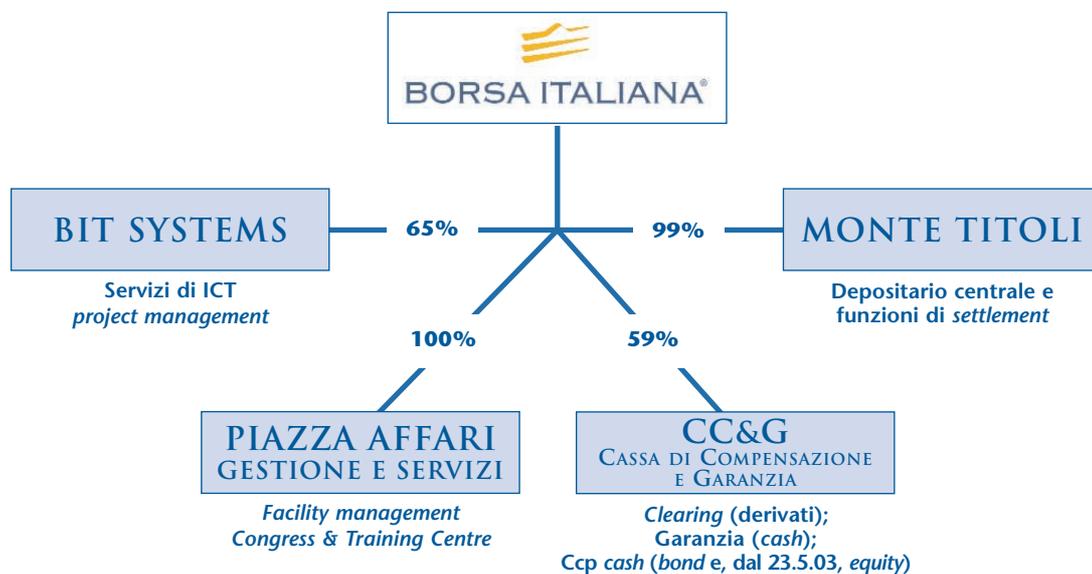
**N**el corso del 2002 Borsa Italiana ha completato e consolidato il proprio modello societario con l'acquisizione di Monte Titoli, la società che svolge i servizi di gestione accentrata di strumenti finanziari e di liquidazione.

Il Gruppo Borsa Italiana, secondo la sua nuova configurazione (tavola 1), è in grado di offrire in modo efficiente un ampio e completo set di servizi alla comunità finanziaria nazionale e internazionale. L'efficacia del modello scelto da Borsa Italiana si basa sulla capacità di combinare le sinergie derivanti dal coordinamento unitario delle diverse funzioni che compongono il *core business* di una Borsa, con la diversificazione delle attività svolte dal Gruppo.

Da un punto di vista funzionale, il Gruppo è in grado di controllare l'intera filiera produttiva tipica di una Borsa:

- Borsa Italiana è responsabile dell'attività di *listing* e di *trading*, con l'attività di progettazione delle piattaforme di negoziazione realizzata attraverso BIt Systems;
- Cassa di Compensazione e Garanzia (CC&G) e Monte Titoli si occupano, ciascuna nei rispettivi ambiti di operatività, delle attività di *post trading* nelle sue componenti di:

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



---

pensazione e garanzia (garanzia del buon fine dei contratti eseguiti sui mercati regolamentati); riscontro, tramite il servizio di Riscontro e Rettifica Giornaliero dei contratti (verifica che i termini della transazione concordino); liquidazione (calcolo delle obbligazioni assunte dai contraenti risultanti dalle operazioni riscontrate) e regolamento (regolamento del contratto con accredito e addebito di titoli e contante sui conti dei contraenti);

- Monte Titoli, inoltre, gestisce l'attività di *custody* e quindi l'amministrazione degli strumenti finanziari a livello centralizzato.

Ciascuna società del Gruppo fornisce anche servizi diretti alla soddisfazione delle esigenze della comunità finanziaria diverse da quelle tipiche di una società di gestione del mercato. Di questa apertura del modello societario beneficia l'intero Gruppo Borsa Italiana, in termini di diversificazione e di ampliamento della base di clientela.

L'efficienza del modello societario ha avuto conferma con la progettazione, nel corso del 2002, di un sistema di controparte centrale sul mercato *cash* (operativo dal 23 maggio 2003), che si aggiunge alla Ccp per gli scambi di titoli di Stato su MTS sviluppata in *partnership* con Clearnet e operativa dal 16 dicembre 2002. La Ccp per i mercati di Borsa Italiana ha visto coinvolte, nella sua fase iniziale, Borsa Italiana e Cassa di Compensazione e Garanzia e, nel corso del 2003, il progetto usufruirà ulteriormente delle sinergie del Gruppo. Infatti, nella sua seconda fase, la controparte centrale dovrà integrarsi con il nuovo sistema di liquidazione Express II che verrà implementato da Monte Titoli nei mesi di settembre (per gli strumenti a reddito fisso) e novembre (per quelli azionari).

Nel corso del 2002, Borsa Italiana ha lavorato anche con soggetti esterni al Gruppo per consolidare la qualità dei propri mercati: in particolare, in questo contesto si inserisce l'impegno nell'ambito del Comitato-guida per la *corporate governance* e il supporto al forum ref. per la realizzazione di una Guida per l'informazione al mercato.

L'attenzione verso il continuo sviluppo dei mercati e la soddisfazione delle mutevoli esigenze dei partecipanti al mercato hanno portato al completamento dell'EuroBI *Market Model* per i mercati azionari e all'adozione della nuova piattaforma di negoziazione per l'IDEM che, a sua volta, ha permesso l'introduzione dei *single stock futures*. Dal punto di vista del contesto regolamentare dei mercati, la novità principale è stata la creazione di un riferimento normativo *ad hoc* per la negoziazione degli *Exchange Traded Funds*, che ha portato all'integrazione dell'articolazione dei mercati di Borsa Italiana con il Mercato Telematico dei Fondi (tavola 2).

## **BORSA ITALIANA E LA QUALITÀ DELLE SOCIETÀ QUOTATE**

In un anno che ha sofferto pesantemente per la crisi internazionale di fiducia nella qualità delle società quotate, Borsa Italiana ha contribuito efficacemente alla diffusione della cultura del buon governo societario e ha ulteriormente potenziato i propri sforzi per garantire un elevato *standing* nazionale e internazionale alle società italiane quotate. In questo contesto si inseriscono:

- la partecipazione, in qualità di membro del Comitato-guida per la *corporate governance*, alla rivisitazione del Codice di Autodisciplina;

- l'introduzione nel proprio contesto regolamentare dell'obbligo di *disclosure* delle operazioni compiute sui titoli della società da parte del *top management* e delle altre persone che hanno accesso alle informazioni rilevanti (*internal dealing*);
- l'attivo supporto al forum ref. sull'informativa societaria per la stesura di una guida per l'informazione al mercato;
- l'innalzamento di alcuni requisiti per l'ammissione a quotazione.

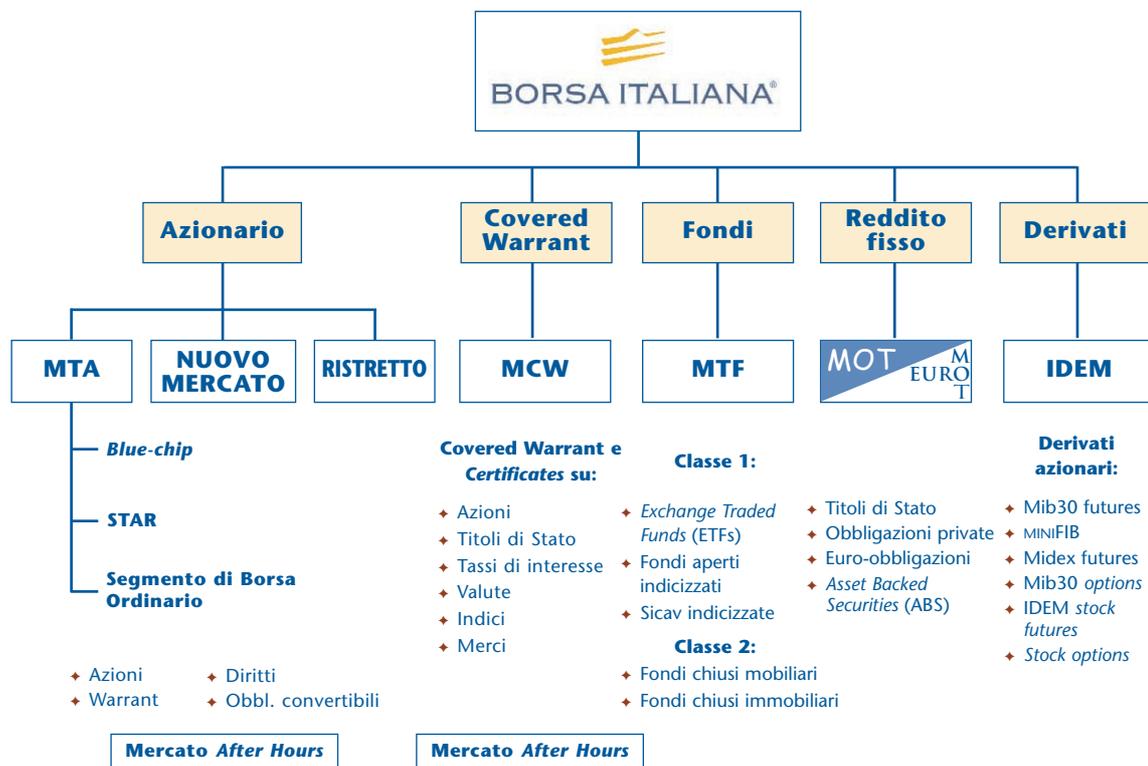
**CORPORATE GOVERNANCE: LA REVISIONE DEL CODICE DI AUTODISCIPLINA**

*Il Codice di Autodisciplina si propone di rafforzare l'uso di best practices nella corporate governance per migliorare l'immagine e l'appel delle società italiane quotate presso una comunità finanziaria sempre più globale, competitiva ed esigente*

Nel corso del 2002, dopo un'attenta valutazione dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina pubblicato nel 1999, il Comitato per la *corporate governance* delle società quotate ha introdotto degli aggiornamenti formulati sulla base dell'esperienza acquisita e degli orientamenti emersi, anche in ambito internazionale, nel corso dei due anni successivi alla sua diffusione.

Il Codice di Autodisciplina propone delle raccomandazioni che allineano alla *best practice* e agli standard internazionali di governo societario le peculiarità del contesto italiano, costituito da società quotate di dimensione relativamente piccola e con strutture proprietarie concentrate. L'obiettivo principale è la massimizzazione dello *shareholder value* acquisibile tramite un modello di governo

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



societario chiaro e definito, con adeguate ripartizioni di responsabilità e poteri e con un corretto equilibrio tra gestione e controllo.

L'adozione del Codice di Autodisciplina si ispira al principio inglese *freedom with accountability* e la sua implementazione non è vincolante, ma avviene su base volontaria. Sulla base di questo presupposto, ma convinta che la *disclosure* sull'adozione dei principi del Codice sia importante per il regolare funzionamento del mercato, Borsa Italiana ha deciso di inserire nel proprio quadro regolamentare un riferimento ai contenuti del Codice ispirandosi al principio *comply or explain*. L'adozione dei requisiti del Codice è volontaria ed è possibile adottare anche solo una parte delle misure suggerite, ma gli amministratori delle società quotate sono tenuti a motivare, con frequenza annuale, le ragioni della sua mancata adozione (completa o parziale) e dell'eventuale mancato rispetto di alcune raccomandazioni. Inoltre, in caso di nuova ammissione è richiesto alla società di confrontare il proprio modello di governo societario con quello proposto dal Codice e di includere nella domanda di ammissione a quotazione un resoconto dell'esito di tale confronto. Per le società appartenenti al segmento STAR e al Nuovo Mercato, è stato superato il principio *comply or explain* e l'adesione - sia in fase di ammissione che in via continuativa - ad alcune raccomandazioni del Codice è stata resa obbligatoria.

La condivisione da parte delle società quotate dell'interesse alla diffusione della qualità delle società italiane è dimostrata dall'estesa adesione alle raccomandazioni del Codice. L'attività di monitoraggio di Borsa Italiana sullo stato di adeguamento delle società quotate dal 2001 (primo anno di entrata in vigore delle previsioni regolamentari di Borsa Italiana in tema di adesione alle raccomandazioni del Codice) al 2002, ha evidenziato un crescente miglioramento a livello di informativa e di stato di adeguamento (tavola 3).

### TAVOLA 3 - STATO DI ADEGUAMENTO AL CODICE DI AUTODISCIPLINA: SOCIETÀ MIB30, MIDEX E NUOVO MERCATO

	2001	2002
<b>LIVELLO DI INFORMATIVA</b>		
Società che forniscono informazioni su:		
◆ ruolo del CdA	74%	95%
◆ composizione del CdA	61%	90%
◆ composizione del comitato per il controllo interno	48%	77%
◆ composizione del comitato per la remunerazione	49%	76%
<b>LIVELLO DI ADEGUAMENTO: PRINCIPALI RACCOMANDAZIONI</b>		
Società che hanno nominato amministratori indipendenti	90%	100%
Percentuale media di amministratori indipendenti presenti nel CdA	42%	44%
Società che hanno istituito il comitato per il controllo interno	76%	88%
Società che hanno istituito il comitato per la remunerazione	75%	83%
Società che hanno adottato una procedura interna per le informazioni riservate	60%	85%

Fonte: Borsa Italiana

Rispetto alla versione precedente, le principali innovazioni ispirate alla *best practice* nazionale e internazionale riguardano:

- **Amministratori indipendenti:** l'indipendenza di ciascun amministratore deve essere valutata periodicamente, in conformità a precisi criteri, dal CdA e del risultato di tale valutazione deve essere data informazione al mercato. Si raccomanda inoltre che nel Consiglio di Amministrazione di società controllate da altre società quotate sia presente un numero di amministratori indipendenti sufficiente a permettere la costituzione di un comitato di controllo interno composto esclusivamente da indipendenti.
- **Controllo interno:** il Comitato ha introdotto una nuova definizione di controllo interno in linea con gli standard internazionali e ha sottolineato la sua natura di processo coinvolgente tutte le funzioni della società, mirante al controllo dell'efficienza delle operazioni aziendali, l'affidabilità dell'informazione finanziaria, il rispetto di leggi e regolamenti e la salvaguardia dei beni aziendali. Sono inoltre stati precisati i doveri e le responsabilità del CdA sul tema del controllo interno. Il comitato per il controllo interno, composto di amministratori non esecutivi (la maggioranza dei quali deve essere indipendente), deve verificare in via preventiva i principi contabili utilizzati anche a livello di gruppo.
- **Operazioni con parti correlate:** alle società si raccomanda di definire criteri generali per identificare le operazioni che richiedono l'approvazione del Consiglio di Amministrazione; viene sottolineato che tali operazioni devono rispettare criteri di correttezza sostanziale e procedurale e che gli amministratori che hanno un interesse anche potenziale e indiretto

*Con la rivisitazione del Codice, il Comitato-guida ha concluso la propria attività e ha invitato Borsa Italiana a farsi promotrice della continuità del lavoro svolto, anche alla luce delle prossime riforme legislative del diritto societario italiano*

devono informare prontamente il consiglio in maniera esaustiva dell'esistenza dell'interesse e devono lasciare la riunione al momento della delibera. Quando lo richiedano la natura, l'entità e le caratteristiche dell'operazione, viene raccomandato il ricorso a esperti indipendenti (*advisors* quali banche, società di revisione e altri esperti) per il rilascio di *fairness opinions* e ad avvocati per il rilascio di *legal opinions*.

- **Trattamento delle informazioni riservate:** alla luce della nuova disciplina sull'*internal dealing* adottata da Borsa Italiana, è stato ritenuto opportuno integrare le previsioni relative al trattamento delle informazioni riservate, raccomandando di includere nelle informazioni oggetto della procedura anche quelle attinenti alle operazioni effettuate dalle persone rilevanti. Agli emittenti si raccomanda di valutare l'adozione di intervalli temporali più brevi rispetto a quelli stabiliti da Borsa Italiana nei suoi stessi regolamenti.
- **Comitato per la remunerazione:** viene esplicitata la competenza di tale comitato anche per i piani di *stock option* o di assegnazione di azioni.

Borsa Italiana, consapevole dell'importanza della *corporate governance* quale strumento per assicurare lo sviluppo dei mercati massimizzando, per il tramite della trasparenza, la liquidità e la competitività del mercato italiano, ha confermato l'adozione delle raccomandazioni del Codice secondo il principio *comply or explain*. Borsa Italiana ha inoltre elaborato delle linee guida per la redazione della relazione annuale di confronto con le raccomandazioni del Codice da mettere a disposizione dei soci in occasione dell'approvazione del bilancio. In questo modo ha raggiunto il duplice scopo di fornire un utile supporto alle società quotate e di favorire la

formazione di uno standard informativo in grado di agevolare la confrontabilità dei modelli societari a favore degli investitori.

### **IL CODICE DI COMPORTAMENTO PER LE PERSONE RILEVANTI: *INTERNAL DEALING***

In ciascuna società quotata esistono persone che, in relazione all'incarico svolto, dispongono di un potere decisionale o comunque di una conoscenza significativa sulle strategie aziendali, tali da poter essere agevolate nelle decisioni di investimento sugli strumenti finanziari della società stessa (*internal dealers*).

Al fine di garantire un'omogenea diffusione di informazioni sul mercato, e considerando che l'attività di *trading* posta in essere dalle persone rilevanti possiede un valore segnaletico per gli investitori, Borsa Italiana ha deciso di dare trasparenza all'operatività compiuta dalle persone rilevanti.

Con decorrenza 1° gennaio 2003, Borsa Italiana richiede alle società quotate di dotarsi di un codice di comportamento diretto a disciplinare, con efficacia cogente, gli obblighi informativi e le eventuali limitazioni inerenti le operazioni compiute dalle persone rilevanti. A differenza dell'implementazione su base volontaria del codice di *corporate governance*, il codice di *internal dealing* deve obbligatoriamente essere adottato da ciascuna società quotata secondo le modalità e il contenuto minimo stabilito da Borsa Italiana (tavola 4). Gli ambiti di flessibilità riguardano la definizione di obblighi di comunicazione al mercato più stringenti, oltre che la possibilità di imporre alle persone rilevanti dei *black out periods*, ovvero dei momenti dell'anno in cui le operazioni compiute dalle persone rilevanti sono limitate o vietate.

### **LA GUIDA PER L'INFORMAZIONE AL MERCATO**

Fin dal 2001, Borsa Italiana ha partecipato attivamente ai lavori del forum ref. sull'informativa societaria promosso dalla comunità finanziaria attraverso le Associazioni di rappresentanza con l'obiettivo di definire principi per migliorare l'informazione sulle società quotate. Nel giugno del 2002 è stata pubblicata la Guida per l'informazione al mercato che contiene dieci principi per migliorare la gestione dell'informativa delle società quotate al mercato. I temi affrontati si rivolgono principalmente alle società quotate, ma costituiscono un utile punto di riferimento anche per chi - come le società di gestione del risparmio, gli intermediari e gli analisti - usa le informazioni diffuse per indirizzare propri comportamenti di mercato.

Il rispetto dei principi della Guida per l'informazione al mercato avviene prevalentemente su base volontaria, in linea con l'orientamento consolidato a livello internazionale di ricorrere all'autodisciplina in quelle aree in cui il ricorso all'azione regolamentare dell'Autorità di controllo e della società di gestione del mercato non può scendere a un livello di dettaglio tale da prevedere tutti i casi che si possono verificare.

*La Guida per promuovere il corretto esercizio della funzione di informazione al mercato è il risultato di un consenso creatosi tra tutte le parti interessate: emittenti, Borsa Italiana, Consob, società di gestione del risparmio, analisti e intermediari*

## TAVOLA 4 - LE COMPONENTI DEL CODICE DI *INTERNAL DEALING* DELLE SOCIETÀ QUOTATE

### SOGGETTO DELLA COMUNICAZIONE

<b>Persone rilevanti</b>	<p><b>Società quotate</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ In via presuntiva, sono considerati persone rilevanti: amministratori, sindaci, direttori generali della società quotata.</li> <li>◆ A questi si aggiungono tutte le altre persone che abbiano accesso, in virtù dell'incarico ricoperto nella società o nelle sue principali controllate, a informazioni su fatti tali da determinare variazioni significative nelle prospettive economiche, finanziarie e patrimoniali della società e del suo gruppo e idonee, se rese pubbliche, a influenzare sensibilmente il prezzo dei relativi strumenti finanziari quotati.</li> </ul> <p>A titolo esemplificativo, possono rientrare in questa categoria: il direttore finanziario, il direttore amministrativo e, in funzione del business, altri <i>top managers</i> della società.</p> <p><b>Principali società controllate</b></p> <p>Le principali controllate sono società, quotate o non, che hanno un peso rilevante nell'economia della società quotata controllante. Rientrano nella categoria di persone rilevanti coloro che, all'interno della società controllata, hanno poteri decisionali e conoscenze in merito alle strategie aziendali.</p> <p>Si considerano imputate alle persone rilevanti le operazioni poste in essere da: coniuge legalmente non separato e figli minori, persone interposte, fiduciari o società controllate.</p>
<b>Soggetto preposto all'acquisizione dell'informazione</b>	<p>Nell'ambito del codice di comportamento, la società quotata individua il soggetto preposto al ricevimento, alla gestione e alla diffusione al mercato delle informazioni relative alle operazioni poste in essere dalle persone rilevanti e oggetto di comunicazione.</p>

### OGGETTO DELLA COMUNICAZIONE AL MERCATO

<b>Operazioni</b>	<p>Operazioni a qualsiasi titolo compiute dalle persone rilevanti aventi ad oggetto:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ strumenti finanziari quotati emessi dall'emittente o da sue controllate, escluse le obbligazioni non convertibili;</li> <li>◆ strumenti finanziari, anche non quotati, che attribuiscono il diritto di sottoscrivere, acquistare o vendere, gli strumenti finanziari quotati emessi dall'emittente o da sua controllata (escluse le obbligazioni non convertibili);</li> <li>◆ strumenti finanziari derivati e covered warrant aventi come attività sottostante gli strumenti finanziari quotati emessi dall'emittente o da sua controllata (escluse le obbligazioni non convertibili).</li> </ul>
<b>Dimensione*</b>	<p>Sono oggetto di comunicazione le operazioni il cui controvalore, anche cumulato, sia pari o superiore a 50.000 euro.</p>

### TEMPISTICA DELLA COMUNICAZIONE

<b>Trimestrale*</b>	<p>La comunicazione al mercato deve avvenire con periodicità trimestrale se le operazioni compiute dalle persone rilevanti risultano di ammontare cumulato nel corso del trimestre solare uguale o superiore a 50.000 euro, ma inferiore a 250.000 euro.</p> <p>La persona rilevante comunica alla società in tempo utile per permettere l'adempimento dell'obbligo di comunicazione trimestrale. A sua volta, la società quotata deve comunicare al mercato entro il decimo giorno di Borsa aperta successivo alla chiusura del trimestre solare.</p>
<b>Tempestiva*</b>	<p>La comunicazione al mercato deve avvenire senza indugio per le operazioni il cui controvalore cumulato nell'arco del trimestre risulta superiore a 250.000. L'informazione deve essere diffusa tempestivamente nel momento in cui la soglia viene superata.</p> <p>La persona rilevante deve comunicare alla società senza ritardo, al momento della conclusione dell'operazione che porta al superamento della soglia di 250.000 euro. A sua volta, la società comunica al mercato non appena ricevuta la comunicazione.</p>

### MODALITÀ DI COMUNICAZIONE

Le comunicazioni al mercato avvengono, per il tramite del soggetto preposto a tale funzione, attraverso la compilazione di un apposito *filing model* messo a disposizione da Borsa Italiana per il tramite del *Network Information System* (NIS). Le informazioni sono acquisite da Borsa Italiana e Consob e quindi messe a disposizione delle agenzie di stampa e degli *information services providers* collegati al NIS.

Per evitare duplicazioni in presenza di catene societarie, si può prevedere che sia la società controllante a comunicare al mercato l'operatività sui propri titoli e su quelli della controllata. Ciò richiede che ci siano uniformità e coordinamento a livello di codici di comportamento.

\* La società quotata può decidere di ridurre la tempistica e le soglie dimensionali di comunicazione al mercato purché ciò avvenga nel rispetto della *ratio* della norma. In particolare, se la riduzione riguarda la dimensione, è previsto un corrispondente accorciamento dei termini di comunicazione al mercato e viceversa.

## L'INNALZAMENTO DEI REQUISITI DI QUOTAZIONE

Nel 2002 il contesto regolamentare di Borsa Italiana si è arricchito di interventi finalizzati ad assicurare ulteriormente la qualità delle società quotate. In particolare, sono risultate importanti le modifiche approvate a fine 2001 ed entrate in vigore nel 2002 con riguardo a:

- **disciplina dello sponsor:** è stato rafforzato il ruolo dello sponsor stabilendo che, in caso di offerta di vendita o sottoscrizione effettuate mediante consorzio, lo stesso debba assumere il ruolo di capofila (*lead manager*) dell'offerta al pubblico o del collocamento istituzionale; in aggiunta, Borsa Italiana si riserva la facoltà di richiedere la nomina di un secondo sponsor (co-sponsor) qualora tra sponsor ed emittente vi siano significativi rapporti di partecipazione e/o di natura creditizia;
- **obblighi informativi degli emittenti del Nuovo Mercato in vigore dal 1° gennaio 2002:** sulla base dell'esperienza maturata nei primi anni di operatività, sono stati aggiunti alcuni riferimenti da includere nella relazione trimestrale, quali lo schema completo di conto economico e dati patrimoniali di sintesi; inoltre, per garantire la più ampia diffusione delle informazioni relative alle società del Nuovo Mercato, è stata richiesta la diffusione anche in lingua inglese delle comunicazioni *price sensitive* e dei documenti relativi al bilancio di esercizio o consolidato, alla relazione semestrale e ai dati trimestrali;
- **incremento dei requisiti del segmento STAR:** l'ammissione e la permanenza sul segmento è stata preclusa alle società che si configurano come scatole cinesi (attivo di bilancio, ovvero i ricavi, rappresentati in misura preponderante dall'investimento o dai risultati dell'investimento in una società le cui azioni sono ammesse alle negoziazioni in un mercato regolamentato), a quelle che non rispettano tutti gli obblighi informativi previsti da Borsa Italiana e, infine, a quelle che non abbiano l'ultimo esercizio annuale corredato da un giudizio positivo da parte di una società di revisione;
- **estensione degli obblighi informativi degli emittenti:** è stato introdotto l'obbligo in capo all'emittente di comunicare, all'inizio di ogni esercizio sociale, un calendario degli eventi societari relativo all'esercizio in corso nel quale siano riportate le informazioni riguardanti i principali eventi in programma, in particolare le date dell'assemblea degli azionisti di approvazione del bilancio di esercizio, del Consiglio di Amministrazione di approvazione del bilancio, delle relazioni semestrali, delle trimestrali, dei dati preconsuntivi e delle presentazioni agli analisti finanziari;
- **documentazione contabile da allegare alla domanda di ammissione a quotazione:** sono state formalizzate o aggiunte richieste finalizzate a garantire che la domanda di quotazione sia fondata su documenti aggiornati e significativi.

*A conferma dell'impegno di Borsa Italiana di promuovere la diffusione della cultura del buon governo societario, nel corso del 2002 sono stati innalzati i requisiti di quotazione e gli obblighi informativi in capo agli emittenti*

Nel corso del 2002 Borsa Italiana ha continuato a lavorare per massimizzare lo *standing* del mercato azionario italiano tanto in Italia quanto all'estero. Le analisi svolte nel 2002 hanno portato all'introduzione nel mese di marzo 2003 di alcune importanti innovazioni quali:

- l'innalzamento del requisito della capitalizzazione richiesto per l'ammissione alla quotazione delle azioni sulla Borsa da 5 a 20 milioni di euro;

- l'obbligo in capo alle società del Mib30 di diffondere comunicati anche in inglese;
- per le società del Nuovo Mercato: l'innalzamento degli obblighi di flottante e patrimonio netto; la presenza di investitori istituzionali nel capitale delle società di nuova quotazione; l'obbligatoria adozione di alcune raccomandazioni del codice di *corporate governance* (presenza di amministratori non esecutivi e indipendenti nel Consiglio di Amministrazione, istituzione di un comitato per il controllo interno e di un comitato per la remunerazione).

### IL COMPLETAMENTO DELL'EUROBIT MARKET MODEL

Nel corso del 2002 sono divenute operative due importanti innovazioni del modello di mercato azionario italiano che rientrano nel più ampio contesto del processo di adeguamento (EuroBit Market Model) agli standard funzionali europei.

- **Adozione del lotto unitario di negoziazione.** Il 14 gennaio 2002 è stato abolito il lotto minimo di negoziazione sul MTA, sul Mercato *After Hours* e sul Mercato Ristretto (il Nuovo Mercato opera in assenza di lotti minimi di negoziazione fin dal 1999, anno della sua costituzione). La possibilità di negoziare azioni per qualunque quantitativo ha permesso di conseguire importanti benefici, tra i quali:
  - ◆ maggiore flessibilità nelle decisioni di investimento da parte degli investitori finali favorendo la negoziazione dei titoli in controvalore;
  - ◆ termine della necessità di frequenti adeguamenti alla struttura dei lotti minimi in occasione di interventi sul capitale (aumenti, riduzioni, *splits*, accorpamenti) e di variazioni dei corsi azionari, evitando nel contempo la formazione di spezzature.

L'adozione del lotto unitario non ha influenzato la dimensione media dei contratti, che è rimasta sostanzialmente invariata (17.136 euro rispetto ai 17.592 del 2001, per la fase diurna). Il timore per un eccessivo incremento del numero di contratti causato dall'eliminazione del lotto minimo di negoziazione non è stato dunque confermato, a dimostrazione che gli investitori hanno soglie minime di controvalore di negoziazione al di sotto delle quali lo scambio non risulta economico.

- **Implementazione della chiusura *random* delle aste.** Al fine di aumentare ulteriormente significatività e regolarità del processo di formazione dei prezzi in asta, è stata modificata la microstruttura prevedendo che la possibilità di inserimento, modifica o cancellazione degli ordini (e quindi di aggiornamento del prezzo teorico di asta) termini in un istante - definito in modo casuale da un apposito algoritmo di calcolo e non conoscibile *ex-ante* - compreso nell'arco temporale dell'ultimo minuto della fase di preasta. Questa modifica è divenuta operativa il 18 novembre 2002.

### IL MERCATO DEI DERIVATI AZIONARI (IDEM)

Il 22 aprile 2002, l'IDEM è migrato su una più evoluta, efficiente e potente piattaforma di negoziazione che, attraverso l'impiego della migliore tecnologia attualmente disponibile, ha permesso di introdurre nuove funzionalità nel modello di servizio e nel modello di mercato.

Il nuovo modello di servizio è un *client/server model* che basa sul concetto "chiavi in mano" l'accesso al sistema di negoziazione da parte degli operatori aderenti al mercato: Borsa Italiana fornisce l'intera infrastruttura tecnologica necessaria, con una notevole semplifica-

zione delle procedure di avvio e mantenimento dei sistemi di accesso al mercato. Con il nuovo servizio, la gestione del collegamento al mercato si sposta dal sistema centrale ai sistemi periferici localizzati presso le sedi di ciascun operatore. Considerevoli sono i benefici in termini di affidabilità e sicurezza del sistema di *trading* e di flessibilità di accesso per gli operatori:

- presso ciascun intermediario aderente ai mercati sono installati due linee di comunicazione e apparati di rete in configurazione di *full backup*: in caso di disfunzioni tecniche, il sistema assicura l'automatica e simultanea transizione alla configurazione di *backup*, che garantisce le stesse elevate performance delle modalità di accesso primarie;
- la connessione al mercato avviene per il tramite di *network gateways* installati presso l'intermediario e cui è possibile collegarsi sia tramite le attuali postazioni di negoziazione (*clickstations*) sia tramite semplici *personal computers*.

*La nuova piattaforma di negoziazione ha fornito al sistema una capacità fino a sei volte superiore a quella precedente, con la possibilità di gestire a livello giornaliero fino a 30 milioni di ordini su un numero di serie che può arrivare a 15.000*

In questo rinnovato contesto, si estende la responsabilità di Borsa Italiana che garantisce la completa fornitura di tutte le apparecchiature necessarie al collegamento degli operatori al mercato, precedentemente a carico di questi ultimi, tanto in termini di responsabilità quanto di costi.

L'adozione della nuova piattaforma di negoziazione ha permesso di apportare alcune modifiche al modello di mercato e di introdurre nuovi prodotti derivati, quali i futures su singole azioni.

## LE INNOVAZIONI DEL MODELLO DI MERCATO DELL'IDEM

Il modello di mercato dell'IDEM, pur in assenza di modifiche nei suoi principi generali (microstruttura *order driven* con la partecipazione, per alcuni strumenti finanziari, di operatori a sostegno della liquidità del mercato e dell'efficienza del processo di formazione del prezzo), ha conosciuto importanti innovazioni negli aspetti relativi all'operatività dei *market makers*, alla gestione degli *stop orders* e alle funzioni di immissione di ordini da parte dei *market makers* (*mass quotation*) e degli altri intermediari membri (*block orders*).

- I **market makers**, attraverso la loro attività di esposizione di proposte in acquisto e in vendita sul mercato, svolgono un ruolo importante per incrementare la liquidità del mercato e l'efficienza del processo di formazione dei prezzi. Per tenere conto che l'attività di *market making* viene svolta da operatori con caratteristiche tecnico/organizzative differenti e quindi con diverse finalità, sono state introdotte due categorie di *market makers*: i *Primary Market Makers* (PMM), che si impegnano a sostenere la liquidità degli strumenti con l'esposizione continuativa di ordini in acquisto e in vendita nel corso della seduta di negoziazione e i *market makers* (MM), che si impegnano a fornire liquidità incrementale al mercato rispondendo a richieste di quotazione provenienti da altri operatori (*request for quote*). Per il miniFIB e i futures su singole azioni è prevista la sola presenza di PMM, mentre per gli altri strumenti derivati possono essere presenti entrambe le figure di operatori *market makers*. A seconda della categoria di appartenenza, sono definiti obblighi diversi in termini di: numero di *stock options* da quotare; dimensione minima della quotazione per *index*

e *stock options*; tempo di ripristino delle proposte di negoziazione in caso di esecuzione; tempo di risposta a una richiesta di quotazione e permanenza delle proposte sul *book* successivamente alla richiesta (per i MM); numero di scadenze e numero di serie da quotare per *index* e *stock options*.

In relazione al contributo offerto per l'incremento della liquidità e l'efficienza del mercato, è stata definita una struttura di *fees* di negoziazione agevolata per l'operatività di *market making*, per il cui svolgimento i *market makers* dispongono inoltre della più avanzata tecnologia disponibile.

- Gli **stop orders** sono proposte di negoziazione che sono automaticamente attivate solo al verificarsi di una determinata condizione di mercato (*trigger condition*) definita dall'operatore al momento dell'immissione dell'ordine. La nuova piattaforma di negoziazione, grazie

La gestione centralizzata degli stop orders ha permesso un notevole incremento di efficienza in termini di tempestività e sicurezza di attivazione dell'ordine al verificarsi della trigger condition

alla possibilità di gestire a livello centrale e non più periferico gli *stop orders*, ha reso disponibili nuove modalità operative per una gestione più flessibile della *trigger condition*.

In primo luogo, il prezzo di riferimento con cui si vuole che il *trigger price* sia confrontato per l'attivazione dello *stop order* può essere un prezzo in acquisto (*bid price*), un prezzo in vendita (*ask price*) o il prezzo dell'ultimo contratto concluso (*last price*). La condizione di confronto può essere impostata in termini di "maggiore o uguale" oppure di "minore o uguale". Inoltre, è possibile legare la *trigger condition* a strumenti diversi da quelli che si intendono effettivamente negoziare. Si devono infatti qualificare due serie: la

*stop series*, che individua gli strumenti rispetto ai quali si controlla il verificarsi della *trigger condition*; la *convert to series*, che individua invece gli strumenti che diventeranno oggetto dell'ordine visibile sul *book* di negoziazione una volta che lo *stop order* viene attivato.

- La **mass quotation** è la funzionalità che permette ai *market makers* di inviare simultaneamente al mercato un certo numero di quotazioni in acquisto e in vendita. Con la nuova piattaforma di negoziazione si è passati da una funzione che permetteva di immettere quotazioni singole (*single quotation*) o doppie (*double quotation*) a una funzione che permette di inviare al mercato fino a 200 quotazioni con una sola transazione.
- Il **block order** è una funzionalità che permette agli intermediari che non sono *market makers* di inserire più ordini simultaneamente. Questa nuova tipologia di ordini permette di inserire fino a 100 ordini simultaneamente con una sola transazione.

## I FUTURES SU SINGOLE AZIONI

Il 22 luglio 2002 la gamma dei contratti derivati negoziati sull'IDEM si è arricchita degli IDEM *stock futures*, e cioè di futures su singole azioni inizialmente costruiti su cinque sottostanti (Enel, Eni, Telecom Italia, Tim e Unicredito). Nei primi mesi del 2003, il numero di azioni sottostanti a questo nuovo tipo di contratto derivato è salito a dieci, con l'inclusione di Banca Intesa, Capitalia, Fiat, Generali, STMicroelectronics.

Il modello di mercato, analogamente agli altri strumenti derivati, è di tipo continuo *order driven*, con la presenza di operatori *Primary Market Makers* impegnati a garantire la presenza continuativa di proposte in acquisto e in vendita per quantitativi pari ad almeno 15 contratti

sulla scadenza corrente fino al quarto giorno antecedente alla scadenza stessa e, a partire da tale data, sulla scadenza immediatamente successiva.

Le specifiche contrattuali dello strumento (tavola 5) lo rendono accessibile a un vasto pubblico di investitori che può utilizzare gli IDEM *stock futures* per assumere posizioni *short* sui singoli titoli senza ricorrere al prestito titoli, oppure senza liquidare la propria posizione in titoli, qualora la posizione *short* venga chiusa prima della scadenza. Ulteriori vantaggi nell'utilizzo di questi strumenti derivano dalla possibilità di sfruttare l'effetto leva versando, al momento dell'acquisto o della vendita, solo un margine iniziale e non l'intero controvalore nozionale.

## IL MERCATO TELEMATICO DEI FONDI (MTF)

L'investimento in strumenti finanziari richiede l'adozione di opportune tecniche di diversificazione finalizzate alla gestione ottimale del rischio di portafoglio e dei costi di transazione. Nel corso degli ultimi anni si è andata affermando la negoziazione su mercati regolamentati di quote di fondi aperti indicizzati a gestione passiva che danno la possibilità di prendere una posizione su un indice *benchmark* di riferimento (globale, regionale, settoriale...) attraverso

### TAVOLA 5 - LE SPECIFICHE CONTRATTUALI DEI FUTURES SU SINGOLE AZIONI

<b>Titoli sottostanti</b>	Azioni Borsa e Nuovo Mercato. Sottostanti al 14 aprile 2003: Banca Intesa, Capitalia, Fiat, Generali, Enel, Eni, Telecom Italia, Tim, STMicroelectronics e Unicredit.	
<b>Orario di negoziazione*</b>	Dalle 9:15 alle 17:40.	
<b>Unità di negoziazione</b>	Euro.	
<b>Dimensione del contratto</b>	L'unità minima di negoziazione è la stessa prevista per i contratti di opzione su azioni. La dimensione del contratto è data dal prodotto fra il prezzo del future e l'unità minima di negoziazione.	
<b>Movimento minimo di prezzo</b>	Prezzo proposta (euro)	Scostamento minimo ( <i>tick</i> )
	< 1,5	0,001
	≤ 1,5	0,01
<b>Scadenze*</b>	Sono contemporaneamente quotate le due scadenze trimestrali più vicine del ciclo "marzo, giugno, settembre e dicembre" e le due mensili più vicine. Il contratto scade il terzo venerdì del mese di scadenza alle 9:30. Se si tratta di un giorno di Borsa chiusa, il contratto scade il primo giorno di Borsa aperta precedente. Una nuova scadenza viene quotata il primo giorno di Borsa aperta successivo all'ultimo giorno di negoziazione della precedente scadenza.	
<b>Ultimo giorno di negoziazione*</b>	Le negoziazioni di ciascun contratto in scadenza terminano contestualmente alla scadenza dello stesso, il terzo venerdì del mese di scadenza alle 9:30.	
<b>Prezzi di chiusura giornalieri</b>	I prezzi di chiusura giornalieri sono determinati dalla Cassa di Compensazione e Garanzia.	
<b>Prezzo di regolamento</b>	Il prezzo di regolamento è pari al prezzo di apertura del titolo sottostante nel giorno di scadenza.	
<b>Liquidazione</b>	La liquidazione avviene mediante consegna fisica dei titoli per il tramite della Cassa di Compensazione e Garanzia. Il giorno di liquidazione del contratto coincide con il terzo giorno di Borsa aperta successivo al giorno di scadenza.	
<b>Limiti al numero di posizioni aperte</b>	Nessun limite.	
<b>Limiti alle variazioni dei prezzi</b>	Nessun limite.	
<b>Margini</b>	La Cassa di Compensazione e Garanzia calcola e gestisce i margini.	
<b>Give-up</b>	Disponibile.	

\* Nel corso del 2003, nell'ambito del più ampio progetto di revisione degli orari di negoziazione dei mercati, è previsto l'anticipo dell'avvio della negoziazione dalle 9:15 alle 9:00 e il conseguente anticipo dell'orario di scadenza delle negoziazioni dalle 9:30 alle 9:10, il terzo venerdì del mese di scadenza.

un'unica operazione di acquisto o vendita. La negoziazione sui mercati regolamentati di questi strumenti ha esteso agli investitori *retail* l'accesso ai fondi aperti indicizzati come forma di diversificazione del rischio inizialmente utilizzata dai soli investitori istituzionali.

L'ammissione a quotazione e la negoziazione su mercati regolamentati dei fondi aperti indicizzati a gestione passiva, meglio conosciuti come *Exchange Traded Funds* (ETFs), si sono inizialmente diffuse nel contesto statunitense per poi affermarsi anche a livello europeo. Anche Borsa Italiana ha riconosciuto l'utilità di estendere il proprio *range* di prodotti finanziari a questa tipologia di strumenti e ha creato un quadro regolamentare apposito attraverso la costituzione, il 1° luglio 2002, del Mercato Telematico dei Fondi (MTF).

Il Mercato Telematico dei Fondi è dedicato agli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (Oicr) le cui quote o azioni rappresentative possono essere ammesse a quotazione e quindi negoziate su un mercato regolamentato. In particolare, il MTF si divide in due segmenti a seconda della tipologia di strumento: quote di fondi chiusi (mobiliari e immobiliari) e quote o azioni rappresentative di Sicav e fondi aperti indicizzati.

Mentre i fondi chiusi potevano già essere negoziati nella classe 2 del segmento di Borsa ordinario del MTA, dal 30 settembre 2002 sono in negoziazione gli ETFs.

Nel contesto italiano, l'ETF si configura come una forma innovativa di fondo o Sicav, negoziabile sul mercato come un'azione, ma che assicura nello stesso tempo i rendimenti dell'indice *benchmark* di riferimento. Lo strumento è economico in quanto non ci sono commissioni di entrata o uscita dal fondo e, considerando che la gestione del fondo è tipo passivo, la commissione di gestione annua è strettamente contenuta. La riduzione dei costi di gestione è principalmente ottenuta tramite il meccanismo di *creation/redemption in kind* che permette anche di minimizzare il *tracking error*. Inoltre, l'ETF riconosce agli investitori i dividendi incassati a fronte delle azioni detenute in portafoglio, nonché i pro-

*L'ETF, come un fondo tradizionale, offre i vantaggi dell'investimento in una pluralità di titoli, ma in più è negoziabile sul mercato a costi contenuti*

venti del loro reinvestimento e i proventi derivanti dal prestito (*securities lending*) delle azioni del portafoglio gestito.

Con riferimento alle azioni di Oicr indicizzati, Borsa Italiana ha definito regole di ammissione a quotazione finalizzate a garantire la disponibilità di tutte le informazioni necessarie per formulare consapevoli decisioni di investimento. Le condizioni di ammissione del fondo sono pertanto focalizzate sulla trasparenza informativa dell'indice *benchmark* di riferimento, da cui dipende la valutazione stessa del fondo:

- l'indice o il paniere di titoli di riferimento dell'Oicr deve essere caratterizzato da trasparenza nei metodi di calcolo e da continuo aggiornamento;
- il valore dell'indice e i prezzi riferiti alle singole azioni che lo compongono nel mercato principale di quotazione devono essere disponibili con un adeguato grado di aggiornamento.

Il modello di mercato per la negoziazione di ETFs è stato disegnato in funzione delle peculiarità dello strumento (valutazione strettamente dipendente dall'andamento dell'indice *benchmark* di riferimento) e della tipologia di investitori.

- La negoziazione di ETFs può avvenire per lotti unitari, massimizzando in questo modo la possibilità di accesso a questi strumenti al più ampio pubblico di investitori.
- Ogni ETF deve essere supportato dalla presenza di almeno un operatore specialista che si impegna a esporre continuamente proposte di negoziazione in acquisto e in vendita in modo da supportare la liquidità del mercato e l'efficienza del processo di formazione del prezzo.
- La modalità di negoziazione continua permette di dare immediatezza allo scambio ogni qualvolta due proposte di negoziazione sono compatibili per prezzo e quantità e rende possibile operazioni di arbitraggio tra il fondo e gli strumenti finanziari sottostanti.

Al fine di favorire l'esercizio consapevole del diritto di sottoscrizione o rimborso su base quotidiana, l'emittente dell'Oicr deve comunicare ogni giorno: il valore e la composizione del patrimonio netto (*Net Asset Value*, NAV) dell'Oicr; il numero di quote o azioni emesse o rimborsate; il valore dell'indice di riferimento del fondo, salvo il caso in cui questa informazione sia già a disposizione e diffusa da Borsa Italiana. Inoltre, per rendere possibili gli arbitraggi e garantire il regolare funzionamento del mercato, durante l'orario di negoziazione devono essere accessibili informazioni sui prezzi dei titoli componenti l'indice di riferimento e l'emittente deve mettere a disposizione un NAV indicativo calcolato in tempo reale.

*Tramite il proprio sito Internet, Borsa Italiana mette a disposizione i NAV giornalieri, i prospetti, i documenti aggiornati di tutti gli ETFs quotati e la composizione del creation basket*

### **LE PRINCIPALI NOVITÀ IN AGENDA PER IL PRIMO SEMESTRE 2003**

Nel primo semestre del 2003 è prevista l'implementazione di due importanti innovazioni che hanno impegnato Borsa Italiana nel corso del 2002. Il nuovo indice S&P/Mib sviluppato in *partnership* con Standard & Poor's è un'evidente dimostrazione dell'apertura internazionale di Borsa Italiana verso società globalmente riconosciute che possono essere utili per sviluppare il business. Il nuovo sistema di controparte centrale, creato dalla Cassa di Compensazione e Garanzia è un esempio dello svolgersi delle sinergie interne al Gruppo Borsa Italiana.

Nel corso del 2002, come già nei mesi precedenti, il MIF e il mercato dei premi hanno registrato un volume estremamente ridotto di scambi dovuto, nel primo caso, alle mutate esigenze degli investitori successive alla definitiva realizzazione dell'Uem e, nel secondo, alla concentrazione degli scambi sulle opzioni su azioni negoziate sull'IDEM. In un'ottica di razionalizzazione dei mercati, Borsa Italiana ha deciso di provvedere alla chiusura di questi mercati con decorrenza 2003.

### **IL NUOVO INDICE S&P/MIB DELLE PRINCIPALI SOCIETÀ QUOTATE**

Nel corso del 2002 Borsa Italiana ha lavorato in *partnership* con Standard & Poor's per la costruzione di un nuovo indice altamente rappresentativo del mercato azionario italiano e quindi destinato a diventarne il principale indicatore.

Il valore base dell'indice S&P/Mib è fissato pari a 10.000 in data 31 dicembre 1997.

La diffusione in tempo reale dell'indice S&P/Mib avrà inizio il 2 giugno 2003 e fornirà un'ampia e accurata rappresentatività del mercato azionario italiano, arrivando a rappresentare circa l'80% dell'intera capitalizzazione e del flottante del mercato.

Al fine di assicurare all'indice un'adeguata rappresentatività del mercato e di rispecchiare fedelmente l'importanza dei titoli, il criterio di selezione dei componenti è basato sulla classificazione settoriale GICS (*Global Industry Classification Standard*), sulla liquidità delle azioni e sulla capitalizzazione del flottante.

*Il nuovo S&P/Mib, oltre a garantire una completa rappresentatività del mercato azionario italiano, permetterà l'ulteriore sviluppo di importanti prodotti quali i derivati e gli ETFs*

L'S&P/Mib, per consentire di riflettere costantemente il mercato azionario italiano nel tempo, non è un indice con un numero fisso di componenti: attualmente comprende 40 società. Una volta all'anno l'*Index Committee* verifica se il numero delle società componenti l'indice sia idoneo a rappresentare correttamente il mercato finanziario, modificando eventualmente il loro numero.

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

#### IL SISTEMA DI CONTROPARTE CENTRALE PER I MERCATI CASH DI BORSA ITALIANA

Il 23 maggio 2003 i mercati azionari di Borsa Italiana passeranno da un sistema di garanzia di tipo mutualistico basato sulla gestione di fondi di garanzia alimentati dalle quote versate dagli aderenti ai fondi a un sistema di controparte centrale (Ccp) fondato sulla presenza di un soggetto che si sostituisce alle singole controparti di ogni scambio e se ne assume gli obblighi.

*La Ccp permette l'adozione di un sistema di risk management più efficiente e aperto all'interoperabilità con sistemi analoghi, in linea con la best practice internazionale*

La controparte centrale, sviluppata e gestita dalla Cassa di Compensazione e Garanzia (CC&G), sarà operativa sul Mercato Telematico Azionario e sul Nuovo Mercato (compresi i rispettivi comparti *after hours*) e garantirà gli scambi su tutti i contratti relativi ad azioni, obbligazioni convertibili, warrant e quote o azioni di Oicr aperti o chiusi.

Nella sua prima fase di implementazione, la Ccp non interesserà il Mercato Ristretto e il Mercato delle Obbligazioni e dei titoli di Stato (MOT), mentre per il Mercato dei Covered Warrant (MCW) continueranno a valere gli attuali meccanismi di garanzia dei contratti.

L'adesione alla Ccp, obbligatoria per gli intermediari che operano sui mercati azionari, potrà avvenire in modo diretto - come partecipante generale o individuale - o in modo indiretto - attraverso l'accordo con un partecipante generale. Ogni aderente diretto dovrà soddisfare requisiti di adeguatezza del patrimonio di vigilanza e dei sistemi di *back office*.

Analogamente a quanto già avviene sul mercato dei derivati azionari, la Ccp si interporrà tra compratore e venditore in ciascun contratto al momento stesso della sua conclusione sul mercato, assumendosi e gestendo il rischio di controparte. Per salvaguardare e garantire l'integrità

---

del mercato, la CC&G gestirà il rischio utilizzando un sistema di garanzia basato sul versamento di margini (in contanti o in titoli di Stato) calcolati secondo il metodo TIMS (*Theoretical Intermarket Margins System*, sviluppato dalla *Options Clearing Corporation* di Chicago) già utilizzato per i derivati e riconosciuto quale *best practice* a livello internazionale. TIMS è un sistema per il calcolo dei margini efficiente, affidabile e accurato, in grado di riconoscere il rischio complessivo del portafoglio, permettere la compensazione del rischio tra prodotti strettamente correlati e consentire il *cross margining* tra tutti i prodotti che compongono il portafoglio.

Contemporaneamente alla Ccp verrà anche attivato un *Default Fund*, al quale ciascun partecipante contribuirà proporzionalmente ai margini, con adeguamento mensile.

In caso di inadempimento di un aderente diretto, la CC&G coprirà le eventuali perdite utilizzando, in ordine di priorità, i margini versati dall'inadempiente, comprensivi dei versamenti al *Default Fund*, proprie riserve fino alla concorrenza di 5 milioni di euro, le somme versate al *Default Fund* dagli altri aderenti (pro quota) e, infine, le altre risorse della CC&G.

Il *business model* adottato minimizza gli interventi sulle strutture organizzative/telematiche degli operatori. La Ccp si inserirà inizialmente sull'attuale sistema di Liquidazione dei Titoli (LdT), integrandosi poi appieno e dispiegando tutte le sue funzionalità - incluso il pieno anonimato del *book* di negoziazione - con l'introduzione da parte di Monte Titoli del nuovo sistema di *settlement* Express II.