



La Privatizzazione della Borsa e il nuovo Quadro normativo

Il processo di riorganizzazione e sviluppo dei mercati finanziari avviato con la legge 1/1991 - relativa alla disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e alle disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari - si è idealmente completato tra la fine del 1997 e l'inizio del 1998 con la privatizzazione di Borsa Italiana, l'avvio della sua operatività e l'approvazione del Testo Unico della Finanza.

LE RAGIONI DELLA PRIVATIZZAZIONE

La scelta di privatizzare i mercati è stata funzionale all'adeguamento della realtà nazionale al nuovo contesto competitivo che si andava delineando in Europa per effetto della globalizzazione e della liberalizzazione della prestazione dei servizi di investimento.

L'esigenza che si intendeva soddisfare era quella di costituire un organo di gestione del mercato che fosse capace da un lato di interpretare i bisogni di emittenti, intermediari e investitori e, dall'altro, di porre in essere le strategie in grado di cogliere le tendenze di sviluppo in un'ottica di apertura internazionale. A tal fine, nel generale contesto di privatizzazione dei mercati, il legislatore italiano si è posto due obiettivi:

- aprire l'assetto proprietario e di controllo della società di gestione del mercato a tutti i soggetti interessati allo sviluppo dello stesso; in questo contesto, l'azionariato di Borsa Italiana riflette gli interessi dell'intera realtà finanziaria, rappresentata sia dagli intermediari - banche nazionali ed estere, imprese di investimento nazionali ed estere e agenti di cambio -, sia dagli emittenti;
- garantire alla nuova società un livello di autonomia e flessibilità gestionale che le consenta di individuare e indirizzare le linee evolutive del mercato: ciò si esplicita nella possibilità di definire autonomamente i Regolamenti dei mercati (con successiva approvazione da parte di Consob) e nella costituzione di un secondo livello normativo - rappresentato dalle Istruzioni ai Regolamenti - contenente specifiche di carattere tecnico-operativo, la cui definizione e implementazione è demandata al solo Consiglio di Amministrazione.

LE TAPPE DEL PROCESSO DI PRIVATIZZAZIONE DI BORSA ITALIANA

L'elemento di svolta che ha mutato la logica sottostante all'organizzazione, alla gestione e alla sorveglianza dei mercati è il Dlgs 23 luglio 1996, n. 415, che ha recepito nell'ordinamento normativo italiano la Direttiva Servizi di Investimento (93/22 Cee) (vedi Tavola 2). La natura pub-

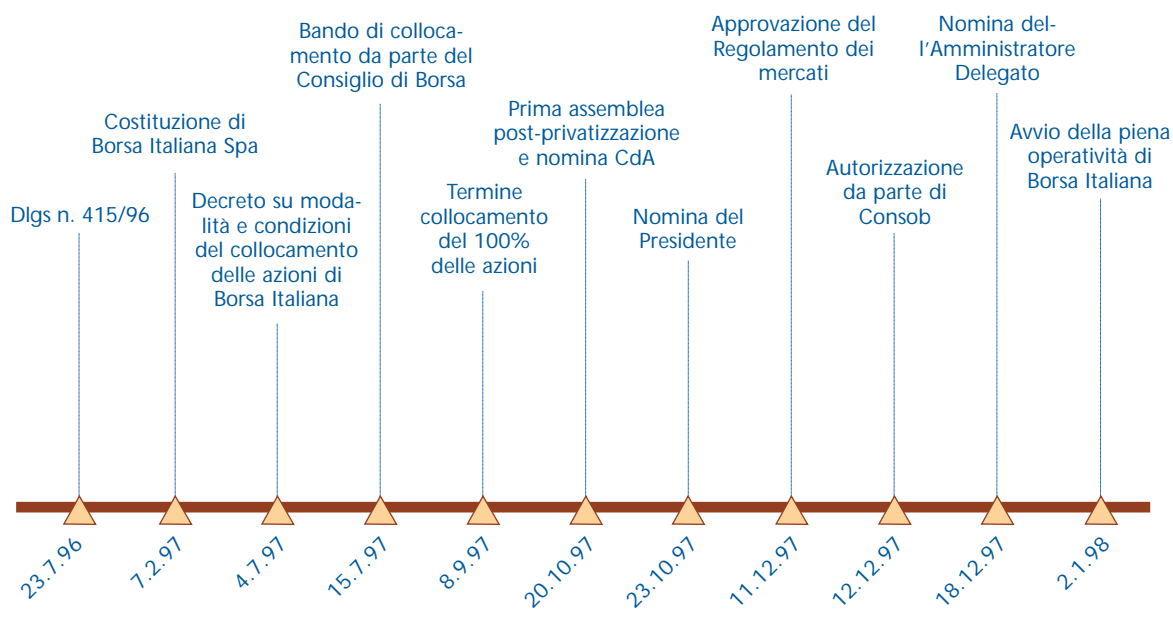
blicistica dei mercati, fondata sulla forte presenza delle Autorità nei processi di regolamentazione, organizzazione e gestione degli stessi, è stata abbandonata a favore di un modello di impresa-mercato in cui il ruolo delle Autorità è focalizzato sulla verifica della permanenza e sussistenza delle condizioni atte a garantire la trasparenza del mercato, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori.

I principi del nuovo assetto privatistico, come previsti dai Dlgs 415/96 e 58/98, sono: carattere imprenditoriale dell'attività di organizzazione e gestione dei mercati; concorrenza tra mercati domestici e internazionali e tra mercati regolamentati e sistemi di scambi organizzati; separazione della funzione di vigilanza da quelle di regolamentazione e gestione del mercato

Il primo atto formale del processo di privatizzazione è stato realizzato con la costituzione della società Borsa Italiana Spa, in data 7 febbraio 1997, attraverso un atto unilaterale del Consiglio di Borsa, a quella data suo unico azionista. La società ha per oggetto l'organizzazione e la gestione della Borsa, del Mercato Ristretto e dell'Idem, in precedenza di competenza del Consiglio di Borsa, nonché più in generale di mercati per la negoziazione di strumenti finanziari così come definiti nella normativa nazionale e comunitaria. Obiettivo della società è assicurare lo sviluppo dei mercati, massimizzandone liquidità, trasparenza e competitività e perseguendo l'efficienza gestionale e la remunerazione del capitale. Lo statuto prevede specifici criteri di rappresentanza degli interessi delle minoranze e delle diverse componenti del mercato eventualmente non presenti nell'azionariato della società. Sempre a livello statutario, sono previsti specifici criteri per evitare l'insorgere di conflitti di interesse nell'attività di gestione e sviluppo dei mercati.

La piena operatività di Borsa Italiana è stata preceduta dal collocamento delle azioni della società e dall'autorizzazione all'esercizio dell'attività da parte di Consob. Il Ministero del tesoro - con il vincolo legislativo di riservare almeno il 51% del capitale con diritto di voto

TAVOLA 2 - TAPPE DELLA PRIVATIZZAZIONE DI BORSA ITALIANA





agli intermediari nazionali ed esteri autorizzati a negoziare sui mercati regolamentati dell'Unione Europea - ha predisposto il collocamento privato dell'intero capitale della società, con la forma tecnica dell'asta competitiva. Il periodo di offerta ha avuto luogo dal 2 all'8 settembre 1997.

Nell'autunno del 1997, con decisioni successive si è proceduto alla nomina degli organi sociali, del Presidente e dell'Amministratore Delegato.

L'11 dicembre 1997 si è aperta la fase finale del processo di privatizzazione, con l'approvazione da parte dell'assemblea ordinaria di Borsa Italiana Spa del Regolamento dei mercati, ai sensi dell'art. 56, comma 7 del Dlgs. 415/1996, cui è seguita l'autorizzazione di Consob all'esercizio delle attività di organizzazione e gestione dei mercati a partire dal 2 gennaio 1998 (delibera 11091 del 12 dicembre 1997). Nella Tavola 3 viene riassunta la ripartizione delle principali responsabilità di organizzazione e gestione dei mercati dopo la privatizzazione.

Inizialmente Borsa Italiana Spa organizza e gestisce i tre mercati regolamentati, ai quali si aggiunge nel maggio 1998, attraverso una partecipazione totalitaria nella società Mif Spa, il Mercato degli strumenti derivati su tassi di interesse (Mif), e nel 1999 il Nuovo Mercato, creato per le imprese ad alto potenziale di crescita

I REGOLAMENTI DI BORSA ITALIANA

Il Regolamento di ogni mercato regolamentato è soggetto all'approvazione dell'Assemblea dei soci e al successivo esame di Consob. A esso sono abbinata le Istruzioni, contenenti aspetti di natura prettamente tecnica o di dettaglio che, in quanto soggette a modifiche frequenti, si configurano come un secondo livello normativo, gestibile direttamente dal Consiglio di Amministrazione della società di gestione.

TAVOLA 3 - RIPARTIZIONE DELLE RESPONSABILITA' DI ORGANIZZAZIONE E GESTIONE DEI MERCATI DOPO LA PRIVATIZZAZIONE

AREE DI COMPETENZA	RESPONSABILITA'	
	PRIMA	DOPO
◆ Sollecitazione del pubblico risparmio	Consob	Consob
◆ Ammissione a quotazione, sospensione e revoca di strumenti finanziari	Consob	Borsa Italiana
◆ Autorizzazione alla prestazione di servizi di investimento	Consob	Consob
◆ Accesso degli intermediari al mercato, sospensione ed esclusione	Consob	Borsa Italiana
◆ Definizione della microstruttura dei mercati	Consob	Borsa Italiana
◆ Diffusione dei dati	Consiglio di Borsa	Borsa Italiana
◆ Determinazione del <i>pricing</i> per gli emittenti	Consiglio di Borsa	Borsa Italiana
◆ Determinazione del <i>pricing</i> per le negoziazioni	Consiglio di Borsa	Borsa Italiana
◆ Vigilanza sulla stabilità degli intermediari	Banca d'Italia	Banca d'Italia
◆ Vigilanza sulla correttezza dei rapporti intermediari-clientela	Consob	Consob
◆ Gestione della liquidazione dei contratti	Banca d'Italia	Banca d'Italia

A Borsa Italiana Spa fanno direttamente capo due Regolamenti:

- “Regolamento dei mercati organizzati e gestiti dalla Borsa Italiana Spa” finalizzato alla gestione della Borsa, del Mercato Ristretto e dell’Idem. Primo esempio di espressione dell’autonomia regolamentare di Borsa Italiana, è entrato in vigore il 2 gennaio 1998 e successivamente ha subito delle modifiche, approvate da Consob con delibera 11764 del 22 dicembre 1998 e divenute operative il 4 gennaio 1999;

La redazione dei Regolamenti di mercato costituisce l’espressione più alta dell’autonomia imprenditoriale di una società di gestione

- “Regolamento del Nuovo Mercato organizzato e gestito dalla Borsa Italiana Spa” finalizzato alla gestione del Nuovo Mercato destinato alle piccole e medie imprese ad alto potenziale di crescita. Il Regolamento è stato deliberato dall’assemblea ordinaria il 4 dicembre 1998 e approvato da Consob con delibera n. 11808 del 27 gennaio 1999, mentre il Nuovo Mercato è divenuto operativo il 17 giugno 1999, con l’ammissione a quotazione della prima società.

E’ inoltre opportuno menzionare anche il primo Regolamento di Mif, approvato da Consob con delibera 11618 del 16 settembre 1998, che si è tradotto in una sostanziale semplificazione della microstruttura.

IL REGOLAMENTO DEI MERCATI ORGANIZZATI E GESTITI DA BORSA ITALIANA SPA

Il primo Regolamento di Borsa Italiana ha introdotto, rispetto alla disciplina allora vigente, le seguenti integrazioni o modifiche:

- eliminazione della previsione della quotazione d’ufficio e della quotazione di diritto;
- soppressione, tra i requisiti di ammissione per gli emittenti, del riferimento al risultato economico positivo degli ultimi tre anni, al fine di avvicinare la disciplina italiana a quella comunitaria e dei principali mercati internazionali;
- ampliamento della gamma di strumenti finanziari quotabili, con l’inserimento di specifiche disposizioni riguardanti i *covered warrants*, le obbligazioni strutturate e i certificati rappresentativi di quote di fondi mobiliari e immobiliari chiusi;
- introduzione della figura dello *sponsor*, quale intermediario finanziario che affianchi la società emittente nella procedura di prima quotazione dei propri titoli e nel periodo a essa successivo, in osservanza a quanto già previsto dagli standard internazionali e dalla prassi del nostro stesso mercato;
- introduzione di una disciplina dei rapporti tra intermediari e mercati che regoli il momento dell’ammissione alle negoziazioni, i comportamenti da tenere sul mercato e le procedure di sanzione;
- possibilità per Borsa Italiana di stabilire modalità e orari di negoziazione differenziati a seconda del grado di liquidità degli strumenti finanziari, innovazione particolarmente rilevante al fine di una segmentazione più funzionale allo sviluppo dei mercati;
- utilizzo da parte di Borsa Italiana di strumenti gestionali e di controllo tali da assicurare in via continuativa l’ordinato svolgimento delle negoziazioni.

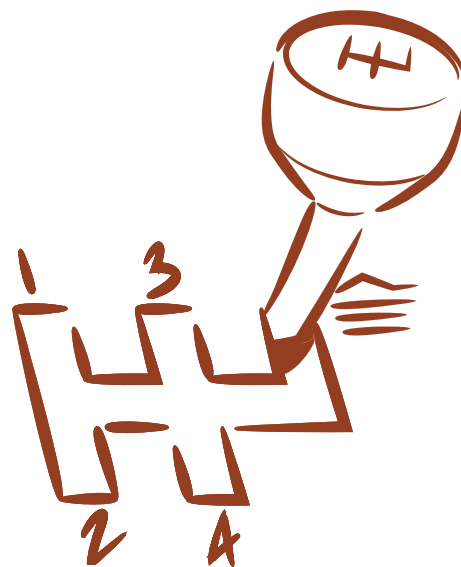
IL TESTO UNICO DELLA FINANZA

Il Dlgs n.58 del 24 febbraio 1998, entrato in vigore il 1° luglio 1998, riunisce la disciplina degli intermediari, dei mercati e degli emittenti e si ispira ai principi di leggibilità della norma e di semplificazione degli adempimenti e ha portato significative modifiche in tema di *corporate governance* e di offerte pubbliche di acquisto. La redazione del cosiddetto Testo Unico della Finanza è stata guidata dal criterio della flessibilità della normativa, al fine di evitare la necessità di frequenti interventi legislativi. Ciò ha comportato in prima istanza un frequente ricorso a deleghe in capo a Consob, che ha provveduto a redigere i regolamenti attuativi basandosi sugli stessi principi e criteri del Testo Unico. In particolare, Consob ha deciso di conferire - attraverso i regolamenti attuativi del Testo Unico adottati, per la disciplina degli intermediari con delibera 11522/98, per la disciplina dei mercati con delibera 11768/98 e per la disciplina degli emittenti con delibera 11971/99 (che abroga le delibere 11510/98 e 11715/98) - ampi spazi all'autonomia privata e a ipotesi di autoregolamentazione, armonizzando il contesto privatistico dei mercati dal punto di vista dell'operatività delle società di gestione e dei comportamenti degli intermediari e degli emittenti.

LE SUCCESSIVE MODIFICHE AL REGOLAMENTO

Le modifiche apportate a fine 1998 hanno recepito alcune disposizioni del Testo Unico della finanza e delle relative norme di attuazione, adeguato la microstruttura dei mercati alla transizione all'euro e introdotto miglioramenti e innovazioni al fine di assicurare lo sviluppo e la competitività dei mercati. Tra le modifiche che hanno influenzato le disposizioni di ammissione alla quotazione ufficiale di Borsa troviamo:

- la previsione di una procedura per l'esclusione su richiesta dalle negoziazioni da parte delle società emittenti italiane;
- l'inserimento delle modalità di acquisto di azioni proprie sul mercato;
- la previsione della possibilità di utilizzare il sistema telematico di negoziazione per la raccolta delle adesioni a Opa totalitarie o promosse dall'emittente sui propri strumenti finanziari.



Riguardo invece alle modalità di negoziazione, la principale innovazione consiste nella eliminazione del sistema di negoziazione delle spezzature dei titoli azionari e nell'inclusione delle stesse direttamente nella fase di apertura, in modo da aumentare la significatività dei prezzi, facilitandone la negoziazione.



Con il completamento del processo di privatizzazione dei mercati, Borsa Italiana ha acquisito la possibilità di intervenire direttamente e in via esclusiva sul funzionamento degli stessi.

Questo potere, accompagnato dalla flessibilità di azione, permette di gestire in prima persona e prontamente il processo di integrazione e sviluppo internazionale, compensando le esigenze di cooperazione con la necessità di garantire l'esistenza di un contesto altamente competitivo. L'esperienza maturata nel corso del 1998 ha permesso di apportare ulteriori cambiamenti volti a migliorare il funzionamento del mercato. Tali cambiamenti hanno interessato sia gli emittenti (ad esempio attraverso la specificazione del requisito di autonomia gestionale per la quotazione in Borsa) sia gli operatori (ad esempio attraverso la previsione esplicita di una procedura di esclusione su richiesta dalle negoziazioni) sia in generale l'operatività del mercato stesso (ad esempio attraverso il chiarimento delle modalità e dei criteri di intervento sui parametri, sugli orari e sulle fasi di negoziazione al fine di garantire una corretta vigilanza sui mercati).