

**IL FUNZIONAMENTO DEL MERCATO DI BORSA: LA DISCIPLINA
REGOLAMENTARE**
di Mariana Giordano

INDICE

Parte I

Ammissione alla quotazione ufficiale di Borsa.

- 1. Condizioni generali per l'ammissione a quotazione.**
- 2. Ammissione a quotazione delle azioni.**
 - 2.1. I requisiti degli emittenti.
 - 2.2. I requisiti delle azioni.
 - 2.3. *Segue:* Deroghe ai requisiti oggettivi delle azioni.
 - 2.4. L'ammissione a quotazione delle azioni delle banche popolari.
- 3. Ammissione a quotazione dei certificati rappresentativi di azioni.**
- 4. Ammissione a quotazione delle obbligazioni.**
 - 4.1. I requisiti degli emittenti.
 - 4.2. I requisiti delle obbligazioni.

- 5. Ammissione a quotazione dei *warrants*.**
 - 5.1. I requisiti degli emittenti.
 - 5.2. I requisiti dei *warrant*.
- 6. Ammissione a quotazione delle quote di fondi chiusi.**
- 7. Ammissione a quotazione di altri strumenti finanziari e condizioni particolari per la loro diffusione.**
- 8. Ammissione a quotazione dei *covered warrant* .**
- 9. Ammissione a quotazione delle obbligazioni strutturate.**
- 10. Lo *sponsor*.**
- 11. Procedura per l'ammissione alla quotazione.**
 - 11.1. Domanda e procedura per l'ammissione degli strumenti finanziari già diffusi tra il pubblico.
 - 11.2. *Segue*: La procedura di ammissione alla quotazione nel caso di concomitante offerta finalizzata alla diffusione degli strumenti finanziari.
 - 11.3. *Segue*: Procedura di ammissione alla quotazione nel caso di offerta in opzione ai sensi dell'art. 2441 c.c.
- 12. Procedura di ammissione alla quotazione delle obbligazioni emesse sulla base di un programma di emissione di obbligazioni.**

13. Ammissione alla quotazione dei titoli di Stato.

14. Sospensione e revoca della quotazione.

14.1 Esclusione su richiesta dalle negoziazioni.

Parte II

Obblighi informativi degli emittenti quotati

1. Il prospetto informativo per l'ammissione a quotazione.

1.1. *Segue:* **Casi di esenzione dalla redazione del prospetto.**

2. Comunicazioni al pubblico.

2.1. **Informazioni su fatti rilevanti.**

2.2. **Informazioni su operazioni straordinarie.**

2.3. **Informazioni periodiche e altre informazioni.**

3. Comunicazioni alla Consob.

4. Comunicazioni alla Borsa Italiana s.p.a.

Parte III

I soggetti che operano in Borsa

1. I soggetti che operano in borsa.

Parte IV

Le modalità di negoziazione nella borsa valori.

1. Mercato telematico azionario (MTA).

- 1.1. Fase di preapertura.
- 1.2. Fase di validazione.
- 1.3. Fase di apertura.
- 1.4. Fasi di contrattazione continua e di chiusura.
- 1.5. Gli operatori specialisti nell'MTA.

2. Mercato telematico delle obbligazioni e dei titoli di Stato (MOT).

- 2.1. Fasi di pre-asta preventiva e asta definitiva.
- 2.2. Fasi di pre-apertura e asta preventiva.
- 2.3. La fase di negoziazione continua.

3. Mercato telematico dei contratti a premio (MPR).

4. Mercato degli strumenti derivati (IDEM).

- 4.1. Gli operatori *market maker*.

Parte V

Il mercato ristretto

- 1. Strumenti finanziari ammessi e condizioni per l'ammissione.

2. Sponsor, domanda e procedura di ammissione, sospensione e revoca.

Parte VI

Disciplina del Nuovo Mercato.

- 1. Condizioni per l'ammissione alle negoziazioni.**

- 1.1. I requisiti degli emittenti.

- 1.2. I requisiti delle azioni.

- 2. Sponsor e specialista.**

- 3. Procedura di ammissione alle negoziazioni.**

- 4. Sospensione ed esclusione dalle negoziazioni.**

- 5. Le modalità di negoziazione.**

- 5.1. Gli operatori specialisti.

Parte VII

Servizi strumentali alle negoziazioni

Parte I

Ammissione alla quotazione di Borsa.

Ammissione alla quotazione di Borsa.

Riprendendo il disposto del decreto legislativo 415/1996, che recepisce le direttive 93/22/CEE e 93/6/CEE, il decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 - Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (d'ora in T.U. della Finanza), all'art. 61 statuisce che "l'attività di organizzazione e gestione dei mercati regolamentati di strumenti finanziari ha carattere di impresa ed è esercitata da società per azioni, anche senza scopo di lucro (società di gestione)" ed al successivo art. 63 prevede l'autorizzazione della Consob per l'esercizio dei mercati regolamentati.

I mercati regolamentati finora autorizzati sono i seguenti:

- 1) Borsa, a sua volta articolata nei seguenti comparti:
 - Mercato telematico azionario (MTA);
 - Mercato telematico delle obbligazioni e dei titoli di Stato (MOT);
 - Mercato telematico dei contratti a premio (MPR);
- 2) Mercato ristretto;
- 3) Mercato telematico degli strumenti derivati (IDEM);
- 4) Nuovo mercato;
- 5) Mercato all'ingrosso per i titoli di Stato (MTS);

I mercati di cui ai numeri 1), 2), 3), e 4) sono organizzati e gestiti dalla Borsa Italiana s.p.a.; il mercato all'ingrosso dei titoli di Stato è invece organizzato e gestito dalla società privata MTS s.p.a.¹.

¹) In linea con il "Testo Unico" e la decisione di privatizzare tutto il mercato mobiliare italiano, il mercato telematico all'ingrosso per i titoli di Stato (MTS), diretto dalla sua inaugurazione da un Comitato di Gestione nominato da ABI (Associazione Bancaria Italiana), è stato venduto tramite asta il 26 gennaio 1998 ai seguenti azionisti iniziali: SINT (93,4%), J.P. Morgan (2,8%), CSFB (2,8%) e Merrill Lynch (1%). La SINT ha poi espresso l'intenzione di ridistribuire la sua quota tra gli operatori di mercato in base al loro ruolo ed attività sul mercato MTS stesso. In particolare MTS sta

In questo lavoro mi occupo dei mercati organizzati e gestiti dalla Borsa Italiana s.p.a. (la società finora costituitasi ai sensi dell'art. 61 del T.U. della Finanza).

Con regolamento deliberato dall'assemblea ordinaria ² la Borsa Italiana s.p.a. ha stabilito i requisiti di ammissione a quotazione degli strumenti finanziari sui propri mercati regolamentati ³.

Così come stabilito dal regolamento (all'art. 2.1.1, che prevede l'ambito di applicazione del regolamento), l'ammissione alla quotazione ufficiale di Borsa è consentita alle azioni, certificati rappresentativi di azioni e altri titoli di capitale di rischio, alle obbligazioni e altri titoli di debito, ai *warrant* e altri titoli ad essi assimilabili, ai certificati rappresentativi di quote di fondi chiusi, ai *covered warrant*, alle obbligazioni strutturate ed ai titoli di Stato.

Detti strumenti finanziari vengono ammessi dalla Borsa Italiana s.p.a. alla quotazione ufficiale su domanda dell'emittente, purché siano soddisfatte le condizioni previste dal regolamento.

La Borsa Italiana s.p.a. ha individuato "condizioni generali per l'ammissione" applicabili a tutti gli strumenti finanziari, e che hanno riguardo da una parte agli emittenti e dall'altra agli strumenti finanziari in quanto tali. Ha poi individuato con riferimento a ciascun tipo di strumento finanziario ammissibile a quotazione, condizioni particolari cui deve soggiacere.

considerando un "business plan" che contiene una serie di priorità quali, ad esempio, un mercato più internazionale, con la quotazione di titoli di Stati esteri e di istituzioni internazionali e il coordinamento di attività di marketing e promozione insieme al Mid e alla Borsa Italiana s.p.a.

²) Il decreto n. 58 prevede infatti all'art. 62 che: "L'organizzazione e la gestione del mercato sono disciplinate da un regolamento deliberato dall'assemblea ordinaria della società di gestione".

³) La materia dell'ammissione dei titoli alla quotazione di borsa era regolata dal regolamento della Consob sull'ammissione a quotazione del 1989 (*Regolamento per l'ammissione di titoli alla quotazione ufficiale nelle borse valori*). Erano previste due tipologie di ammissione a quotazione, caratterizzate dal diverso ruolo assunto dall'organismo di controllo: la prima che poteva essere avviata su domanda dell'interessato o d'ufficio e si sostanziava nell'analisi dei requisiti oggettivi e soggettivi di ammissione; la seconda, invece, "di diritto", si configurava come un ingresso sul mercato senza controllo sulla qualità dell'emittente, pur realizzandosi un (sia pur limitato) controllo sulle caratteristiche dei titoli. L'ammissione di diritto era prevista dalla legge per i titoli di Stato e per quelli emessi da numerosi enti pubblici e istituti di credito speciale nonché per le azioni di risparmio.

1. Condizioni generali per l'ammissione a quotazione.

Le condizioni generali per l'ammissione a quotazione riguardano le società e gli enti emittenti (che devono essere regolarmente costituiti e che devono avere statuti conformi alle leggi ed ai regolamenti ai quali le società e gli enti stessi sono soggetti) e dall'altra riguardano gli strumenti finanziari.

Gli strumenti finanziari devono essere:

- 1) Emessi nel rispetto delle leggi, dei regolamenti e di ogni altra disposizione applicabile;
- 2) Conformi alle leggi ed ai regolamenti ai quali sono sottoposti;
- 3) Idonei ad essere oggetto di liquidazione di borsa;
- 4) Liberamente trasferibili.

In ordine alle ultime due condizioni, idoneità ad essere oggetto di liquidazione di borsa e libera trasferibilità, occorre precisare che si trattava di requisiti già previsti dal regolamento della Consob (n. 4088 del 1989).

In particolare per quanto riguarda la libera trasferibilità delle azioni, nel vigore del passato regolamento Consob che prevedeva la medesima condizione generale di ammissione a quotazione, si sosteneva che dovesse intendersi sempre senza possibilità di deroga e si riteneva quindi che l'esistenza di clausole statutarie di gradimento ⁴ (intendendosi con esse tutte le clausole che comunque condizionino la trasferibilità delle azioni al consenso del consiglio di amministrazione o di altro organo sociale) non fosse compatibile con la libera circolazione delle azioni prevista dal regolamento ⁵: dette clausole infatti, contrastano con l'esigenza di un

⁴) In questo senso la Circolare Assonime n. 152/1989, in *Riv. soc.*, 1989, pag. 1407 e ss.

⁵) Per altro verso, la Consob con *Comunicazione n. SGE/RM/91005048* del 3/10/1991, in *Boli. mensa. n. 10*, ottobre 1991, pag. 73, ha anche affermato che le "clausole statutarie limitative del possesso azionario (cioè le clausole che limitano ad una determinata percentuale il possesso di azioni da parte dei soci), non comportano limitazioni alla libera trasferibilità delle azioni e, correlativamente, sono compatibili con l'enunciato normativo contenuto nell'art. 9, co. 1, lett. a) del regolamento per l'ammissione dei titoli alla quotazione ufficiale nelle borse valori". Con tale comunicazione la

funzionamento regolare del mercato ⁶.

Non così invece per le clausole di prelazione (vale a dire quelle che introducono un meccanismo di preferenza a favore di taluni soci nell'ipotesi di alienazione delle azioni) che fossero esistenti, per le quali si disse che purché rese trasparenti nel prospetto informativo ⁷ non si riteneva portassero ad una limitazione nella circolazione delle azioni che non consentisse l'ammissione a quotazione ⁸.

Per quanto invece riguarda l'idoneità ad essere oggetto di liquidazione di borsa,

Consob ha affermato un orientamento già manifestato in altre occasioni (Vedi Comunicazioni n. 86/18088 e n. 86/18441 del 15 aprile 1987, in *Boll. mens.* n. 4, aprile 1987, pagg. 88-70).

⁶) Cfr. G. FERRARINI, *Sollecitazione del risparmio e quotazione in borsa*, in *Trattato delle società per azioni*, pag. 211 e G. MINERVINI, *La Consob. Lezioni di diritto del mercato finanziario*, Liguori, 1989, pag. 160.

⁷) In particolare nella *Comunicazione n. SGE/RM/91005048* del 3/10/1991, in *Boll. mens.* n. 10, ottobre 1991, pag. 73, si affermava che l'esistenza della clausole di prelazione dovesse essere indicata nella parte del prospetto per l'ammissione a quotazione afferente le "Informazioni sul capitale sociale dell'emittente" (in conformità all'Allegato D del regolamento n. 4088/1989).

⁸) Cfr. G. FERRARINI, *Sollecitazione del risparmio e quotazione in borsa*, in *Trattato delle società per azioni*, pag. 210, il quale afferma che: "Un problema - che non è ancora stato affrontato dalla dottrina - si pone con riguardo alle c.d. clausole di riscatto, le quali prevedono al verificarsi di determinate circostanze, la possibilità per gli altri soci o per la società stessa di riscattare le azioni di un dato socio. Di tali clausole non può dirsi che limitino la circolazione delle azioni in senso stretto, nella misura in cui esse prevedono, piuttosto, il diritto della società di rendersi acquirente di azioni ad es. quando si tratti di azioni con prestazioni accessorie e tali prestazioni vengano interrotte per qualsiasi motivo oppure quando si verifichi la morte di un socio (nel qual caso può essere attribuito agli altri soci od alla società stessa il diritto di riscattare le azioni dagli eredi del socio defunto: cfr. una trattazione del tema in CALVOSA, *Clausole di riscatto di azioni e divieto dei patti successori*, in *Banca borsa*, 1992, I, pagg. 635, la quale propende per la liceità di queste clausole, a determinate condizioni; la tesi della nullità per contrasto col divieto dei patti successori è invece affermata da App. Roma, 28 aprile 1992, 1040, in *Società*, 1992, pagg. 1526 e ss.). Peraltro, sembra sostenibile che la presenza di tali clausole personalizzi la partecipazione azionaria al punto da escludere quella libera trasferibilità che è richiesta dalla disciplina dell'ammissione a quotazione. Si noti, per giunta, che nel caso delle azioni con prestazioni accessorie la libera trasferibilità delle stesse è già esclusa dall'art. 2345 c.c. che al suo secondo comma stabilisce che tali azioni non sono trasferibili senza il consenso degli amministratori".

anche questo era previsto dal precedente regolamento ed era stato interpretato nel senso che tale requisito costituisse una ulteriore esplicitazione di quello della trasferibilità. Tale requisito fu per la prima volta esplicitato dalla Consob con la comunicazione n. 88/08512, 8.3.1988, dove fu evidenziata la necessità, per il buon funzionamento del mercato, che i titoli siano idonei ad essere oggetto di liquidazione di borsa attraverso le stanze di compensazione. La Consob ha chiarito che l'idoneità dei titoli ad essere oggetto di liquidazione di borsa garantisce il regolare svolgimento delle operazioni di borsa, che deve essere assicurato "non solo nella fase della contrattazione, ma anche e soprattutto, in quella di esecuzione e liquidazione dei contratti conclusi".

Come ha affermato un autore ⁹ "il titolo azionario deve, in sostanza, essere trasferibile senza vincoli che lo rendano inadatto alla circolazione tramite stanze di compensazione. Un esempio di titolo inadatto per i fini in discorso è quello delle azioni non liberate. Il trasferimento di queste azioni comporta, ai sensi dell'art. 2356 c.c., una responsabilità dell'alienante. Le azioni non liberate, pertanto, sono insuscettibili di circolazione borsistica, dato che questa ha carattere impersonale, anche a causa dell'intervento della stanza di compensazione. In altri termini, l'assegnazione dei titoli tramite stanza è casuale, sicché non può pensarsi che l'alienante assuma una responsabilità solidale con un acquirente a lui sconosciuto, per il versamento dei decimi ancora dovuti, secondo quanto dispone l'art. 2356 c.c.".

Per gli emittenti esteri valgono le medesime condizioni previste per gli emittenti italiani. Essi, oltre al possesso dei requisiti previsti per gli emittenti italiani, devono inoltre dimostrare: 1) "che non sussistano impedimenti alla sostanziale osservanza da parte loro delle disposizioni, contenute nel presente regolamento ed in leggi o altri regolamenti ad essi applicabili, concernenti le informazioni da mettere a disposizione del pubblico, della Consob o della Borsa Italiana; 2) che non sussistano impedimenti di alcun genere all'esercizio di tutti i diritti relativi ai loro strumenti finanziari ammessi alla quotazione ufficiale di borsa".

⁹) Cfr. G. FERRARINI, *op. cit.*, pag. 211.

Date le sopra descritte condizioni generali di ammissione cui sono assoggettati, la Borsa Italiana s.p.a. si è comunque riservata la facoltà di stabilire “per singoli emittenti, tenuto conto degli ordinamenti cui sono assoggettati, modalità e termini diversi da quelli previsti in via generale per l’osservanza delle disposizioni del presente Regolamento”.

L’ammissione a quotazione degli strumenti finanziari di emittenti esteri è comunque subordinata al parere favorevole espresso dalla Consob circa l’idoneità dell’emittente ad assolvere agli obblighi informativi derivanti dalla quotazione. Alla Consob spetta poi di rilasciare il giudizio della equivalenza del sistema di revisione contabile dei bilanci cui tali emittenti sono assoggettati a quello vigente nell’ordinamento italiano (art. 67 del T.U. della Finanza).

Con riferimento a tutti gli emittenti la Borsa Italiana s.p.a. si riserva la facoltà di respingere la domanda di ammissione alla quotazione. Questa facoltà può essere esercitata se sussistano ragioni dirette a garantire la tutela degli investitori e della funzionalità del mercato borsistico ¹⁰ oppure di subordinare, l’ammissione alla quotazione a condizioni particolari che ritenga opportune nel solo interesse degli investitori, le quali vengano esplicitamente comunicate al richiedente.

Resta in ogni caso salvo, anche in sede di ammissione a quotazione, il potere della Consob, attribuitole dall’art. 50 del Decreto n. 415 (oggi confluito nell’art. 74 del T.U. della Finanza), sempre al fine di assicurare la trasparenza, l’ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori, di adottare provvedimenti necessari, in caso di necessità ed urgenza, anche sostituendosi alla Borsa Italiana s.p.a.

¹⁰) Dette ragioni sono le seguenti: a) se le caratteristiche dello strumento finanziario siano tali da far ritenere che non possa aver luogo la formazione di un mercato regolare; b) se, essendo stati già ammessi a quotazione strumenti finanziari emessi dallo stesso emittente, l’emittente non adempie agli obblighi derivanti dall’ammissione a quotazione; c) ove quello strumento finanziario sia già ammesso alla quotazione ufficiale di borsa in un altro Stato, se l’emittente non adempie agli obblighi derivanti da tale quotazione; d) se la situazione dell’emittente sia tale da rendere l’ammissione a quotazione contraria all’interesse degli investitori. In questa ultima ipotesi la Borsa Italiana S.p.A. farà prevalentemente riferimento ai seguenti elementi: la presenza di gravi squilibri nella struttura finanziaria, un critico posizionamento competitivo nei principali settori di attività, l’evidenza di importanti fattori di incoerenza nei piani previsionali (art. 2.1.2. del regolamento della Borsa Italiana s.p.a.).

2. Ammissione a quotazione delle azioni.

2.1. I requisiti degli emittenti.

Gli emittenti che chiedono l'ammissione a quotazione devono aver pubblicato e depositato, conformemente al diritto nazionale, i bilanci anche consolidati degli ultimi tre esercizi annuali, di cui almeno l'ultimo sottoposto a revisione contabile ai sensi dell'art. 156 del T.U. della Finanza o della corrispondente disciplina di diritto estero applicabile ¹¹. Inoltre deve essere già stato affidato l'incarico di revisione contabile dei bilanci ad una società di revisione per gli esercizi successivi, ai sensi dell'art. 159 del T.U. della Finanza, salvo quanto previsto dalla corrispondente disciplina di diritto estero applicabile.

Laddove tale requisito manchi ed in via eccezionale, resta comunque la facoltà della Borsa Italiana s.p.a., sempre che ciò risponda agli interessi dell'emittente e degli investitori e sempre che questi ultimi dispongano di tutte le informazioni necessarie per una valutazione dell'emittente e degli strumenti per i quali è richiesta l'ammissione, di ammettere a quotazione emittenti che abbiano presentato un numero inferiore di bilanci ovvero una ricostruzione della situazione economica e patrimoniale, anche consolidata, relativa almeno a un periodo annuale, purché sottoposta a revisione contabile ai sensi dell'art. 156 del T.U. della Finanza, in quanto applicabile, o ai sensi della corrispondente disciplina di diritto estero applicabile ¹².

¹¹) L'ammissione alla quotazione non può essere disposta se la società di revisione ha espresso un giudizio negativo ovvero si è dichiarata impossibilitata a esprimere un giudizio (art. 2.2.1. del regolamento della Borsa Italiana s.p.a.).

¹²) In particolare, per le società di più recente costituzione oppure per le società che nel corso degli ultimi tre esercizi abbiano subito modifiche sostanziali nella loro struttura patrimoniale (per esempio operazioni di fusione, scissione), questo requisito è più complesso, perché a complemento di quanto sopra richiede anche "una ricostruzione della situazione economica e patrimoniale per gli ultimi tre esercizi annuali, virtuali o effettivi, anche desunta dai risultati registrati complessivamente dalle partecipazioni o dalle attività operative nel periodo precedente a quello in cui queste sono entrate nel patrimonio di detti soggetti. In tale circostanza almeno la situazione economica e patrimoniale, anche consolidata, relativa all'ultimo esercizio annuale come sopra ricostruita deve essere sottoposta a

Il secondo dei requisiti indicati è che la società eserciti una attività capace di generare ricavi (direttamente o attraverso le proprie controllate), in condizioni di autonomia gestionale ¹³.

Come specificazione di questo requisito si richiede che l'attivo di bilancio ovvero i ricavi dell'emittente non siano 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 (si vuole evitare la quotazione delle c.d. "scatole cinesi") ¹⁴.

revisione contabile ai sensi dell'art. 156 del T.U. della Finanza, in quanto applicabile o ai sensi della corrispondente disciplina di diritto estero applicabile.

¹³) La Borsa Italiana nel valutare la sussistenza delle condizioni di autonomia gestionale verifica che non vi siano ostacoli alla massimizzazione degli obiettivi economico-finanziari propri dell'emittente. qualora la Borsa Italiana ravvisi elementi potenzialmente idonei a ostacolare il conseguimento dell'autonomia gestionale, richiede che sia data al pubblico adeguata informativa all'atto dell'ammissione a quotazione ed eventualmente in via continuativa (art. 2.2.1., co. 3, del Regolamento della Borsa Italiana s.p.a.).

¹⁴) Questo requisito era già previsto nel regolamento della Consob n. 4088 del 1989, il quale forse con dizione più precisa e articolata disponeva che: "I requisiti di cui al precedente comma 1, lettera b), devono essere accertati anche con riferimento alla situazione economica consolidata del gruppo facente capo all'emittente e tenuto conto dei rapporti intrattenuti con le altre società ed enti del gruppo cui l'emittente medesimo appartiene. La Commissione può ritenere non sussistente il possesso del requisito di cui alla lettera b), n. 2. qualora i risultati della gestione ordinaria dell'emittente e del gruppo che ad esso fa capo dipendano prevalentemente da rapporti intrattenuti con società ed enti del gruppo cui l'emittente appartiene, a meno che l'emittente stesso non dimostri che tali rapporti sono regolati a condizioni di mercato..." (art. 6, comma 2). In proposito la Consob nella sua relazione al regolamento, aveva osservato: "La redditività dell'emittente deve risultare conseguita in maniera autonoma; si dovranno pertanto prendere in considerazione i rapporti operativi e finanziari intrattenuti dall'emittente con società ed enti del gruppo cui esso appartiene".

La relazione aveva chiarito poi il senso della norma in esame, affermando: "La capacità reddituale dell'emittente non sarà considerata sussistente, qualora dipenda, in misura prevalente, da tali rapporti. Si può, infatti, presumere che essi non siano regolati a condizioni di mercato e che possano generare conflitti di interesse tra gruppo di controllo e soci di minoranza, in quanto tendano a determinare generalmente condizioni reddituali artificiali, dipendenti da politiche di gruppo piuttosto che da obiettive situazioni di mercato. La disposizione consente comunque, lasciando a carico dell'emittente l'onere della prova, di dimostrare che i suddetti rapporti siano invece regolati a condizioni di mercato".

Secondo la seconda parte della disposizione la Commissione poteva "ritenere non sussistente il possesso di detto requisito, qualora il risultato della gestione ordinaria dell'emittente dipenda essenzialmente dal risultato economico di una sola partecipazione in una società le cui azioni sono quotate in borsa o ammesse alle negoziazioni nel mercato ristretto". La Consob, nella sua relazione aveva affermato che aveva qui affrontato il problema delle c.d. "scatole cinesi" che consistono in "quelle società che, nell'ambito del più ampio fenomeno dei gruppi, sono caratterizzate dall'aver un attivo composto prevalentemente dalla partecipazione in altra società quotata e dall'assenza di un'attività propria diversa dal semplice possesso della suddetta partecipazione. La società "scatola

La principale differenza con la disciplina della Consob sull'ammissione a quotazione sia rappresentata dal fatto che ora non è più richiesto per la sussistenza del requisito della redditività il possesso di un utile di bilancio degli ultimi tre esercizi, il che rende meno stringente uno dei vincoli per l'ammissione a quotazione.

2.2. I requisiti delle azioni.

I requisiti delle azioni hanno riferimento alla dimensione dell'emittente ed alla diffusione fra il pubblico delle azioni.

Per quanto riguarda la dimensione dell'emittente, il criterio è quello della capitalizzazione, che si richiede sia pari ad almeno 10 miliardi di lire o importo equivalente in Euro ¹⁵. In ogni caso la Borsa Italiana s.p.a. può ammettere anche azioni con una capitalizzazione inferiore qualora ritenga che per tali azioni si formerà una mercato sufficiente.

Si richiede poi che le azioni siano diffuse presso il pubblico in misura almeno pari al 25% del capitale ¹⁶.

Nella preveggenza disciplina, che prevedeva comunque dei requisiti dimensionali dell'emittente, la Consob nella relazione al Regolamento ¹⁷ aveva spiegato che tale

cinese" manca di autonomia funzionale, intesa come autonomia nella produzione del reddito. Dal confronto tra una società che detiene in portafoglio una pluralità di partecipazioni (e quindi una pluralità di fonti di reddito) ed una società che possiede come attività prevalente (e quindi come prevalente fonte di reddito) il pacchetto di controllo di un'altra società quotata, si rileva che, mentre la società di partecipazione, svolgendo un'attività di coordinamento e di gestione di un portafoglio titoli, realizza un'effettiva diversificazione e trasformazione del rischio, la scatola cinese, costituita dall'azionista di maggioranza al fine di reperire capitali di rischio senza mettere in pericolo la sua posizione di controllo, rappresenta soltanto un mezzo per minimizzare apporto e rischio patrimoniale".

Come aveva in proposito osservato G. FERRARINI, *op. cit.*, pag. 206, la Consob aveva inteso tutelare "gli investitori contro i rischi di una gestione imprudente delle società quotate".

¹⁵) Qui c'è un cambiamento rispetto al passato, dove si faceva invece riferimento al valore del patrimonio netto.

¹⁶) Il requisito della diffusione minima pari al 25% del capitale, non si applica alle azioni di risparmio. Per esse la diffusione presso il pubblico, verrà invece verificata sulla base del criterio della capacità di assicurare il regolare funzionamento del mercato, prescindendo quindi dalla diffusione tra il pubblico del 25% del capitale.

¹⁷) Vedi Relazione al regolamento approvato con delibera n. 4088/1989, in *op. cit.*, pag. 95.

soglia minima di diffusione veniva individuato in base alla considerazione che, data la capitalizzazione minima di 10 miliardi, la quota diffusa presso il pubblico di 2500 milioni poteva essere costituita da possessi individuali non inferiori al lotto minimo negoziabile (indicativamente 5 milioni) che corrispondevano dunque ad un numero di azionisti pari a 500; difatti quello del numero minimo di azionisti era indicato come ulteriore elemento costitutivo del requisito della diffusione. Oggi l'unico elemento necessario è quello del 25% essendo venuto meno quello del numero di azionisti non inferiore a 500.

Per dare concreto significato a tali valori, il regolamento prevede poi che nel computo della percentuale, non vengono considerate le partecipazioni tramite le quali si controlla la società e quelle vincolate da patti parasociali che prevedano limiti alla trasferibilità delle azioni; non si tiene conto delle partecipazioni azionarie superiori al 2%, dato che, come spiegava la Relazione della Consob¹⁸, "quote di tale entità potevano – e anche oggi possono - essere espressione di una partecipazione stabile, tant'è che esse avevano specifico rilievo ai sensi dell'art. 1/5 della legge 7 giugno 1974, n. 216". Si tiene invece sempre conto delle partecipazioni possedute da organismi di investimento collettivo del risparmio e da fondi pensione.

La Borsa Italiana si è comunque riservata la facoltà di ritenere integrato il requisito anche quando il valore di mercato dei titoli posseduti dal pubblico faccia ritenere che le esigenze di regolare funzionamento del mercato possano essere soddisfatte anche con una percentuale inferiore a quella sopraindicata ¹⁹.

2.3. Segue: Deroghe ai requisiti oggettivi delle azioni.

¹⁸) Vedi Relazione la Relazione al regolamento approvato con delibera n. 4088/1989, in *op. cit.*, pag. 96,

¹⁹) Cfr. in proposito G. FERRARINI, *op. cit.*, pag. 212, il quale, con riferimento alla vecchia normativa ma con ragionamento valido anche oggi, affermava che: "Questa precisazione si collega con il carattere di mera presunzione del criterio percentuale posto dalla norma in commento e trova sostegno nella direttiva comunitaria, il cui par. II, 4, ultimo comma, dello Schema A stabilisce che una diffusione sufficiente si presume realizzata, non solo quando sia soddisfatta l'anzidetta percentuale, ma anche quando, dato il numero elevato di azioni di una stessa categoria e data l'ampiezza della loro diffusione tra il pubblico, il mercato può funzionare regolarmente anche con una percentuale più limitata".

La Borsa Italiana s.p.a. per particolari titoli azionari prevede delle deroghe ai requisiti finora esaminati.

Una prima ipotesi di deroga riguarda le azioni di nuova emissione di pari categoria e medesime caratteristiche, aventi però godimento differenziato, rispetto a quelle già quotate, alle quali non si applicano le previsioni sopra descritte.

Per quanto riguarda queste azioni la Borsa Italiana potrà disporre di una ammissione a quotazione con separata linea, avuto riguardo all'entità e alla diffusione delle azioni emesse, nonché alla prevista durata di esistenza della separata linea ²⁰.

La seconda deroga afferma che "ad eccezione dei titoli azionari di banche popolari, non possono essere ammesse categorie di azioni prive del diritto di voto nelle assemblee ordinarie, se azioni dotate di tale diritto non sono già quotate ovvero non sono oggetto di contestuale provvedimento di ammissione a quotazione" ²¹.

²⁰) Il Comitato direttivo agenti di cambio della borsa valori di Torino, nell'esprimere un parere in ordine all'adozione, da parte della Consob, di provvedimenti di ammissione alla quotazione ufficiale di azioni con godimento differenziato, aveva richiamato la stessa sull'opportunità di richiedere alle società di evitare di emettere titoli della specie, in ragione degli effetti negativi che questi avrebbero potuto provocare sul normale svolgimento delle contrattazioni. Al riguardo la Consob aveva con comunicazione (*Comunicazione n. BOR/RM/91005442 del 17.10.1992*, inviata al Comitato direttivo agenti di cambio della borsa valori di Torino, in *Boll. mens. n. 10*, ottobre 1991, pag. 91) ritenuto che "le azioni con godimento differenziato, allorché siano state emesse, debbano comunque essere ammesse alla quotazione allo scopo di evitare che formino oggetto di scambi sui mercati non regolamentati" (in linea con tale orientamento la Consob si era già espressa con raccomandazione n. 1/82/00720 del 22.1.1982, in CONSOB, *Documentazione a rilevanza esterna*, 1982, pagg. 100-101 e con successiva comunicazione n. BOR/RM/89005427 del 23.11.1989, in CONSOB, *Boll. mens. n. 11*, novembre 1989, pag. 51. Proprio in considerazione delle difficoltà di ordine pratico ora prospettate, raccomandò alle società di evitare - per quanto possibile - di emettere azioni con godimento differenziato invitando, nel contempo, le stesse, qualora ciò non fosse possibile, ad inoltrare tempestivamente alla Consob istanza di ammissione alla quotazione "separata").

²¹) In ordine alla possibilità di inserimento all'interno dei mercati regolamentati dei titoli denominati Azioni di partecipazione cooperativa (di seguito A.P.C.) - per quanto attiene alla loro natura giuridica, si tratta di titoli introdotti nel sistema delle società cooperative dalla legge n. 52/1992, al fine di garantire a tali forme di società nuove forme di finanziamento, mediante il ricorso al capitale di rischio. L'emissione delle A.P.C., consentita a tutte le cooperative, è subordinata all'adozione da parte di tali società, nei modi e nei termini stabiliti dallo statuto, di procedure di programmazione dirette allo sviluppo e all'ammodernamento aziendale (art. 5, comma 2 della citata legge). Il legislatore nel disciplinare le A.P.C. si è ispirato alla normativa delle azioni di risparmio di cui agli artt. 14, 15 e 16 della legge n. 216/1974. Esse sono infatti prive del diritto di voto, possono essere emesse al portatore, attribuiscono una remunerazione maggiorata del 2% rispetto alle azioni dei soci

La Relazione al Regolamento della Consob n. 4088 del 1989 ²² spiegava che la norma era stata inserita per evitare che l'emittente richiedesse la quotazione di azioni privilegiate a voto limitato prima della quotazione delle azioni ordinarie, in quanto si ritiene che, come per le azioni di risparmio, la quotazione di titoli della specie debba essere successiva o almeno contestuale a quella delle azioni che posseggono il diritto di voto nelle assemblee ordinarie.

2.4. L'ammissione a quotazione delle azioni delle banche popolari.

Le azioni delle banche popolari possono essere ammesse a quotazione purché lo

della cooperativa ed, in caso di scioglimento della società, attribuiscono il diritto di prelazione nel rimborso del capitale per l'intero valore nominale. Inoltre sono postergate alle altre azioni in caso di riduzione del capitale sociale e, come le azioni di risparmio, attribuiscono il diritto di partecipare all'assemblea speciale e di nominare un rappresentante comune.

In ordine alla possibilità di ammettere alla quotazione in borsa le azioni di partecipazione cooperativa, emesse ai sensi della legge n. 59/1992, la Consob si era espressa con comunicazione (Cfr. *Comunicazione n. DAL/RM/97004291 del 14/5/1997*, in *Boll. mens. n.5*, maggio 1997, pag. 33). In particolare aveva accertato se la disciplina in materia di ammissione alla quotazione presso il sistema telematico della borsa valori o alla negoziazione presso il mercato ristretto consentisse l'ammissione di titoli privi del diritto di voto quali sono quelli in esame.

In proposito la Commissione aveva fatto in primo luogo riferimento all'art. 9, comma 3 del regolamento di ammissione alla quotazione ufficiale n. 4088/1989, il quale stabiliva che "non possono essere ammesse categorie di azioni prive del diritto di voto nelle assemblee ordinarie, se azioni dotate di tale diritto non siano già quotate ovvero non sono oggetto di contestuale provvedimento di ammissione a quotazione".

L'unica deroga a questa disposizione era costituita dall'art. 10 dello stesso regolamento, con riguardo ai titoli rappresentativi di quote di capitale emessi da enti pubblici esercenti attività bancaria ed a quelli emessi dalle banche popolari. La deroga era stata prevista per consentire la quotazione di titoli privi del diritto di voto anche in assenza della quotazione dei titoli ordinari.

La Consob aveva così ricavato un principio generale nell'ambito della disciplina regolamentare dell'ammissione alla quotazione ufficiale, secondo cui, fatte salve le eccezioni espressamente previste, l'ammissione delle azioni prive del diritto di voto e di quelle prive di tale diritto in assemblea ordinaria fosse vincolata alla preventiva o contestuale ammissione alla quotazione delle azioni che attribuissero il diritto di voto in assemblea ordinaria. Come aveva affermato la Commissione "tale legame trova la sua sostanziale giustificazione nell'assunto che la pienezza della tutela delle minoranze azionarie si realizza tendenzialmente con la quotazione delle azioni ordinarie".

In ragione del principio sopra esposto, la Consob aveva ritenuto che "allo stato della vigente normativa regolamentare, le A.P.C. non possano essere ammesse alla quotazione ufficiale di borsa in assenza della preventiva o contestuale ammissione di azioni che attribuiscono il diritto di voto in assemblea ordinaria".

²²) Vedi Relazione al regolamento approvato con delibera n. 4088/1989, in *op. cit.*, pag. 96.

statuto della banca preveda che, allorché sia il Consiglio di Amministrazione a deliberare l'emissione di nuove azioni ed a fissarne il prezzo, tali emissioni avvengano in misura pari ad una singola azione ed a favore di soggetti che non siano già soci.

La previgente disciplina Consob già proponeva tale disposizione, che veniva spiegata dalla relazione della Consob affermando che tale disposizione era stata inserita, in considerazione delle due forme tipiche di emissione delle azioni, ordinaria e straordinaria, delle banche popolari. La prima "riservata esclusivamente all'acquisizione di nuovi soci" viene effettuata, sulla base del prezzo annualmente fissato dal consiglio di amministrazione, con l'assegnazione di una sola azione ai richiedenti. La straordinaria invece costituisce lo strumento abituale per realizzare l'incremento patrimoniale dell'azienda, nei termini e secondo le modalità previste dall'art. 2441 c.c., essendo in tal modo salvaguardata la corretta formazione dei prezzi dei mercati dei titoli.

La Commissione, ponendo vincoli al potere degli amministratori di emettere nuove azioni, aveva voluto in primo luogo evitare una distribuzione degli utili, mascherata da una emissione di nuove azioni e aveva poi inteso evitare che il potere degli amministratori di emettere nuove azioni servisse come strumento di protezione del potere degli amministratori stessi.

Più in generale potrebbe dirsi che la norma richieda una limitazione del potere degli amministratori a tutela delle azioni già in circolazione.

E' stato aggiunto dalla Borsa Italiana un ulteriore requisito dello statuto, che deve prevedere che il diritto di voto nelle assemblee sia riconosciuto a coloro che risultino iscritti nel libro dei soci da almeno tre mesi.

Quanto ai requisiti dei titoli, questi ultimi possono anche essere privi del diritto di voto, in ragione della loro particolare natura giuridica. la *ratio* di questa disposizione va ravvisata nel fatto che le azioni delle banche popolari, a seguito dell'entrata in vigore della legge 17.2.1992, n. 207 ²³, si trovano ad essere

²³) Detta legge statuisce che "Fermo restando quanto disposto dall'art. 2525 del c.c. – che subordina l'ammissione di un nuovo socio alla delibera degli amministratori – il rifiuto del gradimento produce unicamente l'effetto di non consentire l'esercizio dei diritti diversi da quelli aventi contenuto

strutturate in modo che in capo al titolare si verifica una "dissociazione" tra qualità di azionista ed esercizio del diritto di voto. Ciò dipende dal fatto che nelle banche popolari (e nelle cooperative in generale) tale diritto dipende non solo dall'acquisto del titolo, ma anche dall'autorizzazione degli amministratori, ne consegue la possibilità che talune azioni possano restare prive dei diritti amministrativi (più in particolare del diritto di voto).

3. Ammissione a quotazione dei certificati rappresentativi di azioni.

Per i certificati rappresentativi di azioni valgono le stesse regole previste per le azioni, salvo che gli emittenti dei certificati devono essere soggetti a vigilanza prudenziale in Italia o nel paese dove hanno la sede legale.

4. Ammissione a quotazione delle obbligazioni.

4.1. I requisiti degli emittenti.

Gli emittenti delle obbligazioni da quotarsi devono soddisfare i requisiti previsti per gli emittenti di azioni, salvo quello della autonomia gestionale.

Nel caso di obbligazioni convertibili in azioni, queste ultime devono essere quotate in Italia o in un altro Stato o formare oggetto di una contestuale domanda di ammissione ²⁴. Tale condizione si collega all'esigenza di fornire informazioni

patrimoniale”.

²⁴) La B.I. si è tuttavia riservata la facoltà di ammettere alla quotazione ufficiale obbligazioni convertibili in azioni non ammesse alla quotazione in borsa, qualora però ricorrano determinate condizioni. In particolare nell'ipotesi in cui l'emittente delle obbligazioni convertibili sia lo stesso emittente delle azioni derivanti dalla conversione, questi deve soddisfare il requisito della redditività e nel caso in cui l'emittente sia una banca popolare deve in più soddisfare le particolari condizioni (sopra descritte) richieste per la sua ammissione. Nell'ipotesi contraria in cui l'emittente delle obbligazioni di conversione non sia lo stesso emittente delle azioni derivanti dalla conversione, bensì

adeguate agli investitori sul valore delle azioni attribuibili in conversione o di compendio e si giustifica con l'idea che solo una quotazione delle azioni medesime al mercato ufficiale possa offrire i necessari elementi di valutazione.

Nel caso in cui l'emittente delle obbligazioni sia un ente locale, la Borsa Italiana s.p.a. ha stabilito per essi dei particolari requisiti per l'ammissione a quotazione, in ragione della loro natura giuridica.

4.2. I requisiti delle obbligazioni.

Per essere ammesse alla quotazione ufficiale le obbligazioni devono:

- 1) Essere emesse a fronte di un prestito il cui ammontare residuo sia non inferiore ad almeno 30 miliardi di lire (o importo equivalente in Euro) – innalzando così la soglia dei 5 miliardi precedentemente prevista – o nel caso di obbligazioni convertibili, di almeno 10 miliardi di lire (o importo equivalente in Euro), in modo da assicurare una insieme di titoli in circolazione sufficiente a garantire la formazione di un mercato regolare. La Borsa Italiana si è tuttavia riservata la facoltà di ammettere a quotazione obbligazioni il cui ammontare residuo sia inferiore a quello sopra indicato, qualora ritenga che per le stesse potrà formarsi un mercato sufficiente;
- 2) In analogia con quanto previsto per le azioni devono essere diffuse tra il pubblico o presso investitori istituzionali in misura ritenuta adeguata dalla Borsa Italiana per soddisfare l'esigenza di un regolare funzionamento

un terzo, quest'ultimo deve soddisfare tutti i requisiti previsti per gli emittenti delle azioni ed in più deve avere i bilanci sottoposti a revisione contabile ai sensi dell'art. 156 del T.U. della Finanza. L'emittente le obbligazioni dovrà invece garantire una costante diffusione delle informazioni relative all'emittente terzo, in modo tale da consentire ai portatori delle obbligazioni una adeguata valutazione delle stesse.

In ogni caso l'emittente delle azioni derivanti dalla conversione deve impegnarsi a presentare alla B.I. la domanda di ammissione di detti titoli almeno 6 mesi prima del primo termine utile per la conversione delle obbligazioni.

Le suddette condizioni si applicano anche nel caso di ammissione alla quotazione di obbligazioni convertibili in azioni ammesse alla quotazione di borsa in un altro Stato.

del mercato. Occorre osservare che per le obbligazioni, a differenza che per le azioni, la Borsa Italiana non ha fissato una soglia percentuale minima di diffusione dell'ammontare del prestito tra il pubblico.

Per quanto riguarda le obbligazioni convertibili, esse per poter essere ammesse a quotazione, devono avere i medesimi requisiti previsti per le obbligazioni ordinarie ed occorre che le azioni derivanti dalla conversione siano rese disponibili per la negoziazione entro il decimo giorno di borsa aperta del mese successivo a quello di presentazione della richiesta di conversione ²⁵.

5. Ammissione a quotazione dei *warrants*.

Il regolamento n. 4088 del 1989 aveva introdotto all'art. 12 la disciplina per l'ammissione a quotazione dei *warrants*. La crescente diffusione di questo strumento finanziario sul mercato aveva infatti generato l'esigenza di predisporre una procedura per l'ammissione a quotazione di tali titoli ed alla identificazione dei loro elementi caratteristici, data la loro natura atipica ²⁶.

Sulla base dell'esperienza maturata erano state così previste una serie di caratteristiche che i *warrant* dovevano rispettare per poter essere ammessi a quotazione che offrivano sufficienti garanzie nell'ottica della loro circolazione e quotazione ²⁷.

²⁵) La Borsa Italiana richiede che per le obbligazioni convertibili sia prevista a livello di regolamento di emissione l'effettuazione di rettifiche in occasione di eventi di natura straordinaria che riguardano l'emittente le azioni derivanti dalla conversione. Le rettifiche devono essere informate a metodologie di generale accettazione e tendere a neutralizzare il più possibile gli effetti distorsivi dell'evento.

²⁶) Tali considerazioni sono contenute nella Relazione al regolamento approvato con delibera n. 4088/1989, in *op. cit.*, pag. 96.

²⁷) Come aveva osservato la Commissione nella *comunicazione n. SGE/RM/92002883 del 23/4/1992*, in *Boll. mens. n. 4*, aprile 1992, pag. 193, la disciplina contenuta nel regolamento n. 4088/1989, riguardante i *warrants*, "non può incidere su aspetti che attengono all'autonomia negoziale e ai rapporti contrattuali sottostanti all'emissione dei *warrants*."

Peraltro, l'incertezza relativa alla futura convenienza di esercitare o meno le facoltà che derivano dai *warrant* (proprio in funzione del lasso di tempo intercorrente tra la loro emissione ed il momento in cui le facoltà si renderanno esercitabili) mentre non costituisce elemento ostativo alla libertà di emissione, dovrebbe essere tenuta presente come elemento di rischio connaturato all'investimento".

Il regolamento della Borsa Italiana trae frutto dalla precedente esperienza e tipizza i *warrants* fornendone una precisa definizione: “Per *warrant* si intende quello strumento finanziario che conferisce al detentore la facoltà di sottoscrivere (*warrant* per sottoscrivere) o di acquistare (*warrant* per acquistare) o di vendere (*warrant* per vendere), alla o entro la data di scadenza, un certo quantitativo di azioni (azioni di compendio) contro versamento di un importo prestabilito o da stabilire secondo criteri prefissati nel caso di *warrant* per sottoscrivere o per acquistare e, viceversa, incassando un importo prestabilito o da stabilire secondo criteri prefissati nel caso di *warrant* per vendere”²⁸.

In parole povere i *warrants*, emessi di solito unitamente ad un’obbligazione o ad un’azione, conferiscono al possessore la possibilità di sottoscrivere in un determinato arco di tempo (o in una determinata data prefissata), le azioni sottostanti ad un prezzo predeterminato (o determinabile secondo modalità prefissate).

Come ha osservato la Circolare Assonime ²⁹: “Dalla definizione emerge con chiarezza che il *warrant* per la cui quotazione il regolamento appresta una disciplina è strumento finanziario che si caratterizza per la sua preordinazione ad un effetto di “sostituzione reale”, per così dire, avente ad oggetto azioni di società”.

Per quanto riguarda le azioni le azioni cui i *warrants* si riferiscono, ai fini della tutela degli investitori è previsto che per i *warrant* di acquisto di azioni, le relative azioni siano depositate in una gestione speciale presso un soggetto sottoposto a

²⁸) Era stato richiesto alla Consob se potessero considerarsi *warrant* dei titoli, che consentissero di convertire azioni di risparmio in azioni ordinarie, la cui emissione sarebbe stata oggetto di delibera dell'assemblea straordinaria.

La Commissione aveva con comunicazione (Vedi *Comunicazione n. BOR/RM/91005250* del 9/10/1991, in *Boll. mens. n. 10*, ottobre 1991, pag. 78.) osservato che il regolamento per l'ammissione a quotazione n. 4088/1989, definiva i *warrant* come titoli "che attribuiscono il diritto di sottoscrivere e acquistare azioni già quotate o da ammettere contestualmente a quotazione".

Dal raffronto di questa definizione di *warrant* con quella dei titoli di cui si chiedeva la quotazione, si constatava una obiettiva differenza tra la facoltà di convertire e quella di sottoscrivere o di acquistare titoli, il che portava a concludere che il titolo di che trattasi appariva privo dei requisiti prescritti dal regolamento di ammissione citato perché potesse parlarsi di *warrant*.

Si concludeva che una eventuale istanza di ammissione a quotazione della predetta tipologia di titoli quali *warrant*, allo stato della precedente normativa – e ritengo anche della attuale – dovrà essere respinta.

²⁹) Vedi Circolare Assonime n. 73 del 30 luglio 1998, pag. 22.

vigilanza prudenziale, vincolate irrevocabilmente al servizio che inerisce al diritto attribuito dal *warrant*. Nel caso invece di emissione di *warrant* per la vendita di azioni, l'importo necessario per l'acquisto delle azioni di compendio deve essere posto in deposito presso un soggetto sottoposto a vigilanza prudenziale, vincolato al servizio che inerisce al diritto attribuito dal *warrant*.

Vengono poi dettate norme riguardanti sia gli emittenti che i titoli.

5.1. I requisiti degli emittenti di *warrant*

Per quanto riguarda i requisiti delle società emittente i *warrants* oggetto di domanda di ammissione a quotazione, sono prescritti gli stessi requisiti previsti per gli emittenti di azioni, salvo quello della autonomia gestionale.

Particolari condizioni sono invece previste per gli emittenti (dei *warrant* o delle azioni di compendio) stranieri. In particolare possono essere ammessi alla quotazione ufficiale *warrant* che si riferiscano ad azioni di compendio ammesse alla quotazione di borsa in un altro Stato, a condizione che:

- 1) se le azioni di compendio sono emesse dal medesimo emittente, questi soddisfi i requisiti della redditività e se trattasi di banca cooperativa estera, quelli previsti per l'ammissione dei titoli delle cooperative di credito.
- 2) se le azioni di compendio sono emesse da un terzo, occorre che quest'ultimo soddisfi i requisiti previsti per l'ammissione dei titoli azionari.

Valgono poi sia per l'emittente delle azioni di compendio sia per l'emittente i *warrant* le stesse previsioni sopra descritte in tema di obbligazioni.

5.2. I requisiti dei *warrant*

Per quanto riguarda i requisiti dei *warrant*, questi da un lato devono avere una circolazione autonoma, cioè a prescindere dal legame con altri titoli (nella fattispecie più comune con quelli obbligazionari); devono essere riferiti ad azioni di compendio già ammesse alla quotazione di borsa in Italia o in un altro Stato ovvero

oggetto di contestuale provvedimento di ammissione; devono avere una sufficiente diffusione tra il pubblico o presso investitori istituzionali, prevista in termini identici a quelli già considerati per i titoli obbligazionari e cioè in misura ritenuta adeguata dalla Borsa Italiana per soddisfare l'esigenza di un regolare funzionamento del mercato; dall'altro lato le azioni ottenute dall'esercizio dei *warrants* devono essere rese disponibili per la negoziazione entro il decimo giorno di borsa aperta del mese successivo a quello di presentazione della richiesta di esercizio;

6. Ammissione a quotazione delle quote di fondi chiusi.

I certificati rappresentativi di quote di fondi mobiliari o immobiliari chiusi sono ammessi a quotazione, purché la società di gestione del fondo abbia redatto e pubblicato almeno un rendiconto semestrale del fondo ³⁰.

Il requisito oggettivo per l'ammissione a quotazione di detti strumenti finanziari, è esclusivamente quello della diffusione tra il pubblico o presso investitori professionali in misura ritenuta adeguata dalla Borsa Italiana per soddisfare l'esigenza di un regolare funzionamento del mercato.

7. Ammissione a quotazione di altri strumenti finanziari e condizioni particolari per la loro diffusione.

Le previsioni della Borsa Italiana relative all'ammissione a quotazione delle azioni, delle obbligazioni e dei *warrant* si applicano, in quanto compatibili, anche per l'ammissione a quotazione rispettivamente di titoli rappresentativi di capitale di rischio, di altri titoli di debito e di altri titoli assimilabili ai *warrant*.

In deroga alle previsioni finora descritte riguardanti la sufficiente diffusione la Borsa Italiana può ammettere alla quotazione in borsa strumenti finanziari destinati entro breve termine a un'offerta pubblica in borsa e per i quali sia ragionevole

³⁰) Nel caso dei fondi immobiliari chiusi, l'ammontare del fondo deve essere di almeno di 50 miliardi di lire o importo equivalente in Euro.

prevedere che l'offerta medesima realizzi una sufficiente diffusione tra il pubblico. La sufficiente diffusione di tutti gli strumenti finanziari ad eccezione dei titoli di Stato e dei *covered warrant* può essere valutata tenendo conto delle situazioni derivanti dalla quotazione ufficiale presso borse di altri Stati. La finalità delle disposizione è quella di aprire la strada ad una rapida procedura di quotazione di nuove tipologie di strumenti finanziari, qualora il mercato dovesse manifestarne l'esigenza.

8. Ammissione a quotazione dei *covered warrant* .

Una delle innovazioni più importanti del regolamento della Borsa Italiana rispetto alla precedente normativa in materia è rappresentata dall'introduzione della disciplina dei *covered warrant*. Questi costituiscono dei nuovi strumenti finanziari per la Borsa Italiana, la cui scelta di ammissione a quotazione nasce dalla richiesta in tal senso degli emittenti Italiani ed internazionali. Non disponendo di alcun riferimento normativo precedente, la disciplina è stata elaborata prendendo spunto dalle corrispondenti regolamentazioni dei paesi nei quali il *covered warrant* è particolarmente sviluppato o è in fase di avvio (Francia, Germania, Regno Unito, Hong Kong, Australia) ³¹.

L'art. 2.2.13 definisce il *covered warrant*, affermando che per esso si intende "quello strumento finanziario, diverso dai *warrant*, che conferisce al detentore la facoltà di acquistare (*call covered warrant*) o di vendere (*put covered warrant*), alla o entro la data di scadenza, un certo quantitativo dell'attività sottostante ad un prezzo prestabilito (prezzo di esercizio) ovvero, nel caso di contratti per i quali è prevista una liquidazione monetaria, di incassare una somma di denaro determinata come differenza tra il prezzo di liquidazione dell'attività sottostante e il prezzo esercizio (per un *call covered warrant*), ovvero come differenza tra il prezzo di esercizio e il prezzo di liquidazione dell'attività sottostante (per un *put covered warrant*)".

³¹) Vedi la relazione della Borsa Italiana s.p.a..

Le attività sottostanti cui i *covered warrant* devono riferirsi sono azioni di emittenti diversi dall'emittente i *covered warrant*, quotate in borsa in Italia o in un altro Stato, che presentino requisiti di elevata liquidità; titoli di Stato negoziati su mercati regolamentati, che presentino requisiti di elevata liquidità; tassi di interesse ufficiali o generalmente utilizzati sul mercato dei capitali, valute, indici o panieri di indici relativi alle precedenti attività, sempre che tali indici siano notori e caratterizzati da trasparenza nei metodo di calcolo e diffusione ³².

I *covered warrants* hanno una struttura simile a quella dei *warrants*, e sono relativi ad azioni e ad altri tipi di attività sottostanti. Più in particolare occorre osservare che il *covered warrant* avente come attività sottostante azioni differisce dal *warrant* in quanto le azioni di compendio sono emesse da un emittente diverso ed indipendente da quello che ha emesso il *covered warrant*. Per quanto riguarda le modalità di liquidazione in caso di esercizio, mentre i contratti di *covered warrant* possono prevedere la liquidazione monetaria, invece della consegna materiale del titolo azionario o obbligazionario, i contratti di *warrant* prevedono solamente la consegna del bene verso il versamento del prezzo.

La differente disciplina è giustificata dal fatto che il *covered warrant* ha una funzione maggiormente speculativa, derivante appunto dal fatto che chi emette il *covered warrant* è un soggetto diverso da chi ha emesso il titolo di compendio.

I soggetti che possono emettere *covered warrant* sono società o enti nazionali o esteri, sottoposti a vigilanza prudenziale, Stati o enti sovranazionali, società o enti per i quali i rapporti obbligatori connessi all'emissione vengano garantiti, in modo incondizionato e irrevocabile, da un soggetto diverso (garante). Detti soggetti emittenti, proprio per garantire una maggiore informazione - dovuta in ragione delle peculiarità del titolo - si deve impegnare a fornire tutta una serie di notizie relative al *covered warrant* ed alla attività sottostante di riferimento.

I requisiti oggettivi dei *covered warrant* sono diretti a consentire che il titolo

³²) Nei casi in cui l'attività sottostante sia costituita da azioni di emittenti diversi dall'emittente i *covered warrant*, quotate in borsa in Italia o in un altro Stato, o da titoli di Stato negoziati su mercati regolamentati, i *covered warrant* sono emessi da soggetti diversi e indipendenti dagli emittenti l'attività sottostante.

sottostante sia liquido. In ragione di ciò nel caso in cui sulla stessa attività sottostante sia stata introdotto dalla Borsa Italiana un prodotto derivato, il *covered warrant* per poter essere quotato dovrà avere una scadenza compresa tra un anno e cinque anni. Nel caso in cui l'attività di compendio sia costituita da titoli azionari, occorre che venga data comunicazione dell'emissione dei *covered warrant* all'emittente delle azioni di compendio. ed inoltre la Borsa Italiana richiederà che sia prevista dal regolamento di emissione l'effettuazione di rettifiche in occasione di eventi di natura straordinaria che riguardano l'emittente l'attività sottostante.

Per quanto riguarda le modalità di liquidazione dei *covered warrant* in caso di esercizio, se l'attività sottostante è costituita da azioni o titoli di Stato, il contratto di emissione può prevedere o la consegna materiale o la liquidazione monetaria; per tutte le altre categorie di attività sottostanti è consentita esclusivamente la modalità di liquidazione monetaria (art. 2.2.18).

La Borsa Italiana si è comunque riservata il diritto di rifiutare l'ammissione a quotazione di *covered warrant* al fine di tutelare la stabilità ed il regolare funzionamento del mercato delle attività sottostanti ad essi connesse.

9. Ammissione a quotazione delle obbligazioni strutturate.

Le obbligazioni strutturate sono strumenti finanziari simili, dal punto di vista negoziale, alle obbligazioni ordinarie, da cui differiscono per particolari caratteristiche, in ragione delle quali diventa necessario prevedere una disciplina *ad hoc* per l'ammissione a quotazione.

In particolare le obbligazioni strutturate costituiscono delle obbligazioni in cui le remunerazioni sono ancorate a dei parametri di riferimento. In particolare il loro rimborso e/o la loro remunerazione viene indicizzata all'andamento dei prezzi di una delle seguenti attività finanziarie:

- 1) azioni o panieri di azioni quotate in borsa in Italia o in un altro Stato;
- 2) indici azionari o panieri di indici azionari;
- 3) valute.

Per questo tipo di strumento finanziario c'è la necessità – per garantire un regolare e stabile funzionamento del mercato e per tutelare gli investitori – di una continua informazione sui parametri di riferimento. I requisiti di ammissione a quotazione delle obbligazioni strutturate sono pressoché identici a quelli previsti per le obbligazioni ordinarie, salvo le disposizioni particolari richieste dalla struttura propria del titolo. Dette disposizioni sono finalizzate a garantire certezza e qualità al parametro di riferimento, cui è ancorato il rendimento di tali obbligazioni.

Per quanto riguarda i requisiti soggettivi le obbligazioni strutturate devono innanzitutto essere emessi da società o enti nazionali o esteri o da Stati o enti sovranazionali. L'emittente deve dimostrare la disponibilità in Italia delle informazioni continue ed aggiornate sui prezzi fatti registrare nel mercato principale di quotazione dalle attività finanziarie prescelte per l'indicizzazione. La Borsa Italiana si riserva comunque la facoltà di chiedere all'emittente la comunicazione ai fini della diffusione al mercato, durante la vita delle obbligazioni, delle variazioni dei prezzi delle attività finanziarie prescelte per l'indicizzazione.

L'emittente dovrà nominare un [“agente”] per il calcolo, incaricato di quantificare, sulla base delle caratteristiche specifiche dell'emissione, l'entità del rimborso e/o della remunerazione. La nomina di questo soggetto è prescritta dalla Borsa Italiana per l'ammissione, al fine di garantire la [terzietà] per la valutazione del parametro di riferimento.

Per quanto riguarda infine i requisiti oggettivi delle obbligazioni strutturate, questi sono evidentemente finalizzati a garantire una certa liquidità dei parametri di riferimento. Infatti le obbligazioni strutturate devono essere indicizzate ad attività finanziarie che presentino requisiti di elevata liquidità nel caso di azioni, ovvero a indici che siano notori e caratterizzati da trasparenza nei metodi di calcolo e diffusione, o a valute convertibili la cui parità di cambio sia rilevata con continuità dalle autorità o dagli organismi competenti; devono essere emesse a fronte di un prestito il cui ammontare residuo sia almeno pari al valore determinato dalla Borsa

Italiana ³³; devono essere diffuse tra il pubblico o presso investitori professionali in misura ritenuta adeguata dalla Borsa Italiana per soddisfare l'esigenza di un regolare funzionamento del mercato.

I parametri di riferimento devono poi avere un valore significativo ed a tal fine la Borsa Italiana raccomanda che i prezzi da utilizzare ai fini dell'indicizzazione siano espressione di una quantità significativa di volumi scambiati dell'attività finanziaria in questione.

10. Lo Sponsor.

Il nuovo regolamento sull'ammissione a quotazione ha introdotto rispetto alla precedente disciplina la figura dello sponsor, che costituisce – in quanto svolge una funzione di garante del soggetto emittente – una sorta di *tutor* dell'emittente stesso nei confronti della Borsa Italiana.

I soggetti abilitati ad esercitare l'attività di sponsor sono le banche e le imprese di investimento nazionali, comunitarie ed extracomunitarie, nonché gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale di cui all'art. 107 del T.U. bancario. Lo sponsor deve essere un soggetto indipendente ed autonomo rispetto all'emittente e per assicurare ciò la Borsa Italiana ha stabilito innanzitutto che lo sponsor non può far parte del gruppo cui l'emittente appartiene o che fa capo all'emittente ³⁴.

A sua volta anche l'emittente, qualora detenga una partecipazione nello sponsor, deve rilasciare alla Borsa Italiana una attestazione, precisando anche in questo caso la natura dei rapporti e la consistenza dei relativi rapporti.

³³) La Borsa Italiana stabilisce il valore nelle Istruzioni e in ogni caso potrà accettare un ammontare inferiore a quello indicato nelle Istruzioni ove ritenga che per le obbligazioni in questione si formerà un mercato sufficiente.

³⁴) Lo sponsor deve rilasciare alla Borsa italiana attestazione in ordine alla natura e consistenza delle partecipazioni e dei rapporti che abbia con la società quotanda. In particolare tale obbligo di attestazione sorge se lo sponsor o altra società del gruppo cui lo sponsor appartiene o che allo sponsor fa capo detiene una partecipazione nella società emittente gli strumenti per i quali è richiesta l'ammissione alla quotazione o in società facenti parte del gruppo cui l'emittente appartiene o che all'emittente fa capo; oppure qualora sussistano significativi rapporti di natura creditizia tra lo sponsor o il gruppo cui lo sponsor appartiene e l'emittente o il gruppo cui l'emittente appartiene o soggetti che detengano partecipazioni rilevanti nell'emittente.

L'art. 2.3.1 stabilisce i casi in cui l'emittente deve nominare uno sponsor. In primo luogo l'obbligo sorge quando un emittente, che non ha propri strumenti finanziari quotati in Italia, si appresti a richiedere alla Borsa Italiana l'ammissione di un proprio strumento finanziario. La nomina dello sponsor è altresì dovuta nel caso in cui l'emittente abbia commesso delle gravi infrazioni del regolamento o di altre discipline applicabili e la Borsa Italiana lo richieda per assistere l'emittente negli adempimenti dovuti.

Nel caso di nomina dello sponsor in sede di prima quotazione, questi deve collaborare con l'emittente attestando alla Borsa Italiana che si è accertato dell'avvenuto adempimento di determinati obblighi. In particolare lo sponsor assume la responsabilità di aver comunicato alla Borsa Italiana tutti i dati e i fatti di cui è venuto a conoscenza nel corso della propria attività rilevanti ai fini della ammissione a quotazione, che coloro i quali hanno la rappresentanza della società emittente sono stati adeguatamente informati delle responsabilità e degli obblighi conseguenti alla ammissione a quotazione degli strumenti finanziari della società stessa, che la società emittente ha istituito al proprio interno procedure tali da consentire ai responsabili di disporre periodicamente e con tempestività di un quadro esaustivo della situazione economica e finanziaria della società e dell'eventuale gruppo ad essa facente capo, di essere sicuro che i dati previsionali esibiti dall'emittente siano stati redatti in modo attento e approfondito ed infine che il collocamento dei titoli, ove previsto, venga effettuato secondo le regole della migliore prassi nazionale ed internazionale ³⁵.

Non è detto nulla con riguardo a quello che sia il ruolo dello sponsor nel secondo caso, vale a dire quando avendo l'emittente commesso gravi infrazioni, la Borsa Italiana s.p.a. ne richieda l'intervento. Si può peraltro ritenere o che il ruolo dello sponsor in questo caso sia il medesimo di quello richiesto allo sponsor in sede di prima quotazione, tenuto conto naturalmente della differenza di quotazione; oppure che la disposizione non dica nulla perché il ruolo dello sponsor in quella circostanza sarà specificato caso per caso.

³⁵) Nel caso di ammissione alla quotazione di azioni, certificati rappresentativi di azioni e altri titoli di capitale di rischio, lo sponsor è tenuto a pubblicizzare tutta una serie di notizie relative agli strumenti finanziari in questione.

Nel caso di violazione la Borsa Italiana può erogare sanzioni che saranno graduate secondo la gravità del fatto e l'eventuale recidiva. Tali sanzioni possono consistere in:

- richiamo scritto in forma privata;
- richiamo scritto in forma pubblica;
- richiamo scritto in forma pubblica con espressa dichiarazione di non idoneità del soggetto a svolgere l'attività di sponsor.

11. Procedura per l'ammissione alla quotazione.

11.1. Domanda e procedura per l'ammissione degli strumenti finanziari già diffusi tra il pubblico.

Il regolamento della Borsa Italiana disciplina il procedimento per l'ammissione alla quotazione in borsa. In particolare viene in primo luogo disciplinata la domanda di ammissione, che "deve essere inoltrata alla Borsa Italiana dall'emittente, previa delibera dell'organo competente". La Borsa Italiana non specifica però quale sia l'organo societario competente per tale delibera. Il preveggenente regolamento della Consob n. 4088/1989 aveva prescritto che detta domanda dovesse essere deliberata dall'assemblea dei soci (oppure, nel caso di emittenti esteri dal diverso organo competente).

L'obbligo della delibera assembleare per decidere la richiesta di prima ammissione a quotazione si era basata sulla considerazione fatta dalla stessa Consob nella sua relazione ³⁶, che "in tal modo la società o ente viene ad abbracciare uno *status* che comporta un complesso di obblighi nei confronti della Consob e del pubblico di ampiezza e delicatezza particolari tanto da far assumere alla relativa decisione un significato di scelta strategica di fondo".

Il regolamento non aveva specificato però se la delibera avesse dovuto essere

³⁶) Vedi Relazione alle modificazioni ed integrazioni al Regolamento per l'ammissione dei titoli alla quotazione ufficiale nelle borse valori approvate con delibera n. 4350 del 28.2.1990, in *Boll. ed.*

assunta dall'assemblea ordinaria o da quella straordinaria. Secondo un autore ³⁷ competente era l'assemblea dei soci in sede straordinaria, in quanto la ammissione delle azioni alla quotazione ufficiale di borsa comporta delle modifiche allo statuto delle società richiedenti ³⁸. Secondo altri autori invece ³⁹, lo *status* di società quotata comporta sì una modifica del modello società per azioni, ma sicuramente non può parlarsi di una modificazione dell'atto costitutivo ⁴⁰. La prassi della Consob, con riferimento alla precedente disciplina, aveva accolto la tesi da ultimo prospettata ⁴¹.

Allo stato della vigente normativa credo che la delibera sia di competenza dell'assemblea straordinaria, per applicazione analogica dell'art. 133 del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, che prescrive la delibera dell'assemblea straordinaria, nel caso in cui le società italiane con azioni quotate nei mercati

speciale n. 6793, agosto 1993, pag. 105.

³⁷⁾ Cfr. FORTUNATO, *Ammissione delle azioni alla quotazione ufficiale di borsa e organo sociale competente*, in *Riv. Soc.*, 1978, pag. 1132.

³⁸⁾ Cfr. Art. 2365 c.c., secondo cui "L'assemblea straordinaria delibera sulle modificazioni dell'atto costitutivo...".

³⁹⁾ Cfr. G. FERRARINI, *op. cit.*, pag. 221 e ss., SPADA, *Dalla nozione al tipo della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1985, I, pag. 126 e ss.; G. COTTINO - G. MINERVINI, *La società per azioni a cento anni dal Codice di commercio*, in AA.VV., 1882 - 1982 *Cento anni dal Codice di commercio*, Giuffrè, pag. 120 e ss.; BRACCIODIETA, *L'ordinamento delle società quotate*, Cacucci, 1992, pag. 262 e ss.

⁴⁰⁾ Cfr. G. FERRARINI, *op. cit.*, pag. 221, secondo cui "Con l'ammissione a quotazione la società muta il proprio statuto legale, ma ciò non significa che essa debba anche mutare il proprio statuto sociale".

⁴¹⁾ C'è da chiedersi tuttavia, come potrebbe la prassi della Consob richiedere una delibera assembleare in sede straordinaria, quando dalle norme in materia societaria si ricava che nel momento in cui si esclude che l'ammissione a quotazione non comporta una modificazione dell'atto costitutivo, ogni determinazione al riguardo dovrebbe spettare agli amministratori. La risposta più attendibile è fornita dalla circolare Assonime n. 28/1985, in *Riv. Soc.*, 1985, pag. 326, secondo cui "La norma si traduce nell'istituzione, a carico della società interessata, dell'onere di attivare il meccanismo di allargamento della competenza dell'assemblea ordinaria previsto dall'art. 2364, n. 4 c.c., ai sensi del quale l'assemblea ordinaria delibera sugli altri oggetti attinenti alla gestione della società sottoposti al suo esame dagli amministratori".

Come ha osservato G. FERRARINI, *op. cit.* pag. 223, "Il regolamento Consob non potrebbe definire l'organo competente in deroga al diritto societario, ma il regolamento medesimo può includere tra i requisiti per l'ammissione una deliberazione dell'assemblea ordinaria. E questo la Consob ha fatto nel formulare il primo comma dell'art. 14,...".

Di diversa opinione è invece A. JANNUZZI, *La Consob*, pag. 259, secondo cui è il d.p.r. n. 138 del 1975, al suo art. 8, ad aver attribuito alla Consob il potere di specificare l'organo competente a

regolamentati italiani, intendano richiedere l'esclusione dalle negoziazioni dei propri strumenti finanziari.

D'altra parte si tenga presente che ancora di più adesso a seguito del T.U. della Finanza, l'organizzazione della società per azioni quotata è molto diversa rispetto all'organizzazione della società non quotata e dunque per quanto la delibera di quotazione non comporti una vera e propria modifica dell'atto costitutivo, all'esito della votazione risultano comunque delle sostanziali modifiche agli assetti per il funzionamento della società per azioni, il che sostanzialmente ci fa propendere per la necessità di una deliberazione straordinaria.

Più in particolare basti osservare che, nell'ambito del T.U. della Finanza, nel momento in cui si acquista lo *status* di società quotata scattano una serie di norme (che riguardano ad esempio i patti parasociali, la tutela delle minoranze, la revisione contabile, particolari modalità di funzionamento del collegio sindacale, le azioni di risparmio e così via), che danno una diversa struttura dell'organizzazione, quasi un diverso tipo di società.

La domanda di ammissione deve riferirsi a tutti gli strumenti finanziari della stessa emissione.

Il regolamento della Borsa Italiana nel caso di ammissione a quotazione di strumenti finanziari "di nuova emissione, fungibili con quelli già quotati, nonché per le azioni di nuova emissione, di pari categoria e aventi le medesime caratteristiche ad eccezione del godimento di quelle già quotate", non richiede alcuna domanda da parte dell'emittente, il quale dovrà solo informare tempestivamente la Borsa Italiana dell'avvenuta emissione ⁴².

deliberare l'istanza di ammissione a quotazione.

⁴²) Il regolamento della Consob n. 4088/1989 aveva invece previsto che si facesse una domanda di ammissione per quanto semplificata, in quanto richiedeva la sola delibera del consiglio di amministrazione, nel caso di domanda di ammissione di titoli "emessi da soggetti aventi azioni, obbligazioni, anche convertibili in azioni o con buoni di acquisto o di sottoscrizione di azioni, ovvero titoli rappresentativi di quote di capitale già quotati presso una o più borse valori nazionali". Inoltre in questi casi aveva richiesto anche una documentazione più ridotta, al fine di evitare che gli emittenti con titoli già quotati, in occasione della presentazione della domanda di ammissione di nuovi titoli, dovessero allegare l'intera documentazione richiesta.

Questa norma si basa sulla considerazione fatta dalla stessa Consob nella sua relazione (cfr. la Relazione alle modificazioni ed integrazioni al Regolamento per l'ammissione dei titoli alla

Entro due mesi dalla data della domanda la Borsa Italiana delibera e comunica al richiedente l'ammissione o il rigetto della domanda, "dandone contestuale comunicazione alla Consob e rendendo pubblica la decisione mediante proprio Avviso"; con il provvedimento di ammissione ⁴³ verrà anche stabilito il segmento di mercato in cui ciascuno strumento finanziario sarà negoziato ⁴⁴ nonché il quantitativo minimo di negoziazione.

Nel caso in cui l'emittente non fornisca le informazioni e i dati richiesti, la Borsa Italiana ha la facoltà di interrompere – per una sola volta - il termine di due mesi. In questa ipotesi il *dies a quo* per calcolare detto termine è quello del ricevimento della documentazione.

L'ammissione a quotazione si perfeziona quando la Borsa Italiana "accertata la messa a disposizione del pubblico del prospetto informativo, stabilisce la data di inizio delle negoziazioni e ne informa il pubblico mediante proprio Avviso, trasmesso ad almeno due agenzie di stampa" ⁴⁵.

quotazione ufficiale nelle borse valori approvate con delibera n. 4350 del 28.2.1990, in *Boll. ed. speciale n. 6793*, agosto 1993, pag.105), che "una volta assunto lo *status* di quotato/a, l'eventuale decisione di richiedere la quotazione di altri titoli non comporta per la società o ente alcuna modifica a detto *status* o oneri che non siano quelli meramente finanziari derivanti dal pagamento dei diritti di quotazione".

Sulla base del complesso di tali considerazioni la decisione di una società od ente con titoli quotati di richiedere la quotazione di altri titoli si sarebbe venuto a configurare come atto di amministrazione ordinaria e quindi, come tale, di competenza del Consiglio di amministrazione od organo equiparato".

⁴³) L'efficacia della delibera di ammissione ha validità di sei mesi ed è in ogni caso subordinata al deposito del prospetto di ammissione presso l'apposito archivio della Consob.

⁴⁴) Il termine previsto dalla precedente normativa, entro cui la Consob doveva deliberare e comunicare al richiedente l'ammissione o il rigetto della domanda, era di sei mesi. Nella preveggente disciplina la natura del termine di sei mesi (previsto dalla suddetta disposizione), ed in particolare se esso fosse stato posto o meno nell'interesse del richiedente, veniva spiegato dalla Consob con comunicazione (Cfr. *Comunicazione n. BOR/RM/92004418 del 22/6/1992*, in *Boll. mens. n. 6*, giugno 1992, pag. 155) affermando che la norma era in generale finalizzata a consentire all'interessato all'ammissione un ricorso giurisdizionale. Il termine in questione era quindi dato nell'interesse dell'istante e questi avrebbe potuto rinunciarvi con una dichiarazione espressa. La Consob, che aveva come Pubblica Amministrazione, un interesse a non lasciare procedimenti aperti per un tempo indeterminato, doveva valutare la dichiarazione in questione e fissare un termine ultimo per il completamento dell'*iter* procedimentale.

Sullo strumento giuridico a disposizione dell'emittente che ha ricevuto un rigetto della domanda di ammissione da parte della Borsa Italiana, ritengo che la soluzione dipenderà dalla natura giuridica della Borsa Italiana.

⁴⁵) La Borsa Italiana deve essere informata di ogni fatto nuovo in grado di incidere sulla valutazione

11.2. *Segue*: Procedura di ammissione alla quotazione nel caso di concomitante offerta finalizzata alla diffusione degli strumenti finanziari.

La Borsa Italiana consente di presentare la domanda di ammissione prima che sia effettuata un'offerta al pubblico finalizzata alla diffusione degli strumenti finanziari. In questo caso sono imposti al richiedente degli adempimenti ulteriori. In particolare l'istante (o lo sponsor) deve assumere il duplice impegno di comunicare i risultati dell'offerta e di consegnare gli strumenti agli aventi diritto in termini ristretti di tempo.

In questo caso l'ammissione a quotazione si perfeziona quando la Borsa Italiana "a offerta conclusa e verificata la sufficiente diffusione degli strumenti finanziari stabilisce la data di inizio delle negoziazioni e ne informa il pubblico mediante proprio Avviso, trasmesso anche ad almeno due agenzie di stampa".

11.3. *Segue*: Procedura di ammissione alla quotazione nel caso di offerta in opzione ai sensi dell'art. 2441 c.c.

La Borsa Italiana consente di presentare domanda di ammissione di uno strumento finanziario, da parte di un emittente avente altri strumenti finanziari già quotati, prima che sia effettuata un'offerta in opzione ai sensi dell'art. 2441 c.c. In questo caso il richiedente deve assumere il duplice impegno di comunicare alla Borsa Italiana i risultati dell'offerta in opzione e di mettere a disposizione degli aventi diritto gli strumenti finanziari sottoscritti in termini ristretti di tempo.

degli strumenti finanziari che si verifichi nel periodo intercorrente tra la data del provvedimento di ammissione e la data di inizio delle negoziazioni. La Borsa Italiana qualora lo richieda la tutela degli investitori potrà procedere alla revoca dell'ammissione (il regolamento utilizza l'espressione "potrà", ma ritengo che in questo caso si tratta di un potere dovere posto in capo alla Borsa Italiana, stante la natura pubblica dell'interesse coinvolto).

In questo caso l'ammissione a quotazione si perfeziona quando la Borsa Italiana "vagliati i risultati dell'offerta e l'avvenuta messa a disposizione degli strumenti finanziari nei predetti termini, stabilisce la data di inizio delle negoziazioni e ne informa il pubblico mediante proprio Avviso, trasmesso anche ad almeno due agenzie di stampa".

12. Procedura di ammissione alla quotazione delle obbligazioni emesse sulla base di un programma di emissione di obbligazioni.

Qualora l'emittente intenda adottare un programma di emissione di obbligazioni può richiedere alla Borsa Italiana il rilascio di un giudizio circa la ammissibilità o meno a quotazione delle obbligazioni da emettere sulla base del programma.

Entro 60 giorni dalla presentazione della domanda (20 nel caso si tratti di emittenti aventi altri strumenti già quotati), la Borsa Italiana dovrà rilasciare detto giudizio, che sarà positivo se l'emittente soddisfa le condizioni e i requisiti dell'emittente obbligazioni e le caratteristiche degli strumenti finanziari non contrastino con le previsioni del Regolamento .

Una volta emesse le obbligazioni sulla base del programma, l'emittente al fine di quotarle dovrà presentare alla Borsa Italiana apposita domanda di ammissione.

Entro il termine di 7 giorni (anziché i 60 degli altri tipi di procedure) la Borsa Italiana adotta il provvedimento di ammissione, che viene comunicato all'emittente e alla Consob e diffuso mediante Avviso di borsa.

L'efficacia del provvedimento di ammissione è subordinata al rilascio del nulla- osta Consob alla pubblicazione della nota di ammissione. La data di inizio delle negoziazioni è stabilita dalla Borsa Italiana non appena accertata l'avvenuta diffusione al pubblico della medesima nota di ammissione.

13. Ammissione alla quotazione dei titoli di Stato.

Per i titoli di Stato il regolamento della Borsa Italiana prevede una procedura particolare ed a sé stante rispetto a quelle sopra descritte. La *ratio* della diversità va

ravvisata nel fatto che i titoli di Stato rappresentano un debito (od una garanzia) di soggetti (lo Stato, gli istituti o sezioni di credito speciale), i quali offrono agli investitori una particolare sicurezza quanto al rimborso del capitale ed al pagamento degli interessi. A tale circostanza, verosimilmente, si collega il quasi-automatismo dell'ammissione, che si ritiene non debba essere preceduta da particolari verifiche circa la solvibilità del soggetto emittente o altri aspetti dell'emissione.

La domanda di ammissione alla quotazione è effettuata dal Ministero del tesoro ed è rappresentata dal decreto di emissione di titoli emessi dalla Repubblica Italiana. La Borsa Italiana ricevuto il decreto di emissione, dispone l'ammissione dei relativi titoli.

Per i titoli emessi dalla Repubblica Italiana che ricevono collocazione attraverso la procedura dell'asta, la Borsa Italiana, ricevuta la comunicazione dell'esito dell'asta, stabilisce la data di inizio delle negoziazioni relativa ai titoli di ciascuna emissione⁴⁶. Per i titoli di Stato che vengono collocati con una procedura diversa dall'asta, la Borsa Italiana si riserva, tenuto conto della tipologia dello strumento, di stabilire una procedura di quotazione idonea a rendere tempestivo l'inizio delle negoziazioni. Per i titoli emessi dagli altri Stati della Comunità Europea o da altri Stati terzi, la Borsa Italiana stabilirà una procedura di quotazione idonea a rendere tempestivo l'inizio delle negoziazioni, verificando preliminarmente che la diffusione presso il pubblico o investitori istituzionali sia adeguata per soddisfare l'esigenza di un regolare funzionamento del mercato.

Anche per la sospensione e la revoca dei titoli di Stato è prevista una differente normativa, più in particolare i provvedimenti di sospensione e di revoca sono adottati dalla Borsa Italiana sentito l'emittente.

14. Sospensione e revoca della quotazione.

Quando un emittente risulti privo dei requisiti richiesti, deve uscire dal mercato, sul

⁴⁶) La data di inizio delle negoziazioni coincide con quella del giorno successivo all'effettuazione dell'asta, salvo diversa richiesta dell'emittente. La B.I. ne informa il pubblico mediante proprio Avviso, trasmesso anche ad almeno due agenzie di stampa.

quale è quotato; Per questa ragione la ammissione di un titolo a quotazione può essere dalla Borsa Italiana sospesa o revocata ⁴⁷.

La sospensione dell'ammissione a quotazione di uno strumento finanziario è disposta dalla Borsa Italiana "se la regolarità del mercato dello strumento stesso non è temporaneamente garantita o rischia di non esserlo ovvero se lo richieda la tutela degli investitori" ⁴⁸. Qualora, trascorsi diciotto mesi dall'adozione del provvedimento, non siano ancora venuti meno i motivi dell'adozione dello stesso, la Borsa Italiana delibera la revoca dell'ammissione alla quotazione dello strumento.

La revoca è invece dalla Borsa Italiana disposta "in caso di prolungata carenza di negoziazione ovvero se reputa che, a causa di circostanze particolari, non sia possibile mantenere un mercato normale e regolare per tale strumento" ⁴⁹.

La Consob aveva precisato il concetto di "prolungata carenza di negoziazioni", richiedendo che tale carenza presenti "caratteri di significatività e si sia protratta per più di dieci sedute di borsa consecutive".

La Consob aveva utilizzato la sospensione come strumento temporaneo di intervento a fronte di un'assenza, non definitiva dei requisiti e come misura preventiva da adottare in circostanze nelle quali l'emittente possedesse ancora i requisiti, ma sussistesse una certa consapevolezza che la continuazione degli scambi potesse produrre conseguenze pregiudizievoli al mercato ed all'emittente ⁵⁰.

⁴⁷) Come aveva sostenuto G. FERRARINI, *op. cit.*, pag. 232, riferendosi alla precedente normativa, ma con ragionamento valido anche adesso: "Le ragioni idonee a motivare un provvedimento siffatto rappresentano, in qualche modo, l'opposto di quelle che giustificano l'ammissione, anche se la *ratio* di fondo è sempre quella della tutela dell'investimento mobiliare".

⁴⁸) Il Regolamento della Borsa Italiana stabilisce che ai fini della sospensione dalla quotazione, "si fa prevalente riferimento alla:

1. diffusione o mancata diffusione di notizie che possono incidere sul regolare andamento del mercato;
2. azzeramento del valore nominale delle azioni con contestuale delibera di ricostituzione del capitale;
3. ammissione dell'emittente a procedure concorsuali;
4. scioglimento dell'emittente.

⁴⁹) La Borsa Italiana ha precisato che la realizzazione di un'offerta pubblica di acquisto residuale ai sensi dell'art. 108 del T.U. della Finanza e delle relative disposizioni di attuazione è presupposto di revoca dalla quotazione.

14.1. Esclusione su richiesta dalle negoziazioni.

L'art. 133 del T.U. della Finanza consente alle società italiane con azioni quotate nei mercati regolamentati italiani (Borsa, mercato ristretto), di richiedere l'esclusione dalle negoziazioni dei propri strumenti finanziari. Il T.U. subordina però detta esclusione all'ammissione ad un altro mercato regolamentato italiano o dell'Unione Europea ed al permanere di una tutela equivalente degli investitori, secondo i criteri stabiliti dalla Consob con regolamento ⁵¹.

⁵⁰) Cfr. G. ZADRA, *op. cit.*, pag. 232.

⁵¹) Al fine dell'esclusione dalle negoziazioni, le società emittenti italiane, previa delibera della assemblea straordinaria, devono inoltrare alla Borsa Italiana una apposita richiesta scritta.

Le società emittenti devono allegare alla domanda di esclusione:

1. la delibera dell'assemblea straordinaria di richiesta di esclusione dalle negoziazioni;
2. l'attestato dell'ammissione a quotazione in altro mercato regolamentato italiano o di altro Paese dell'Unione Europea;
3. qualora la richiesta di esclusione riguarda le azioni ordinarie devono allegare altresì un parere legale circa l'esistenza nel mercato di quotazione di una disciplina dell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria applicabile all'emittente ovvero parere favorevole, rilasciato dalla Consob, circa l'esistenza di altre condizioni atte a garantire una tutela equivalente agli investitori.

La Borsa Italiana, entro dieci giorni dalla presentazione della richiesta, dispone l'esclusione dalle negoziazioni indicando la data di decorrenza della stessa, che non può essere inferiore ai tre mesi. Il provvedimento deve poi essere "tempestivamente comunicato al pubblico mediante Avviso di Borsa, diramato ad almeno due agenzie di stampa e trasmesso all'emittente.

A sua volta l'emittente è tenuto, almeno 15 giorni prima della data di decorrenza dell'esclusione dalle negoziazioni, a pubblicare almeno su un quotidiano a diffusione nazionale un avviso che rinnova l'informativa al pubblico circa l'imminente esclusione dalle negoziazioni.

Parte II

Obblighi informativi degli emittenti quotati

La materia, disciplinata dal T.U. della Finanza e integrata dai regolamenti Consob e dal regolamento della Borsa Italiana, comprende gli obblighi inerenti alla redazione del prospetto informativo ai fini della quotazione, gli obblighi inerenti alle comunicazioni al pubblico, e quelli inerenti alle comunicazioni alla Consob.

1. Il prospetto informativo per l'ammissione alla quotazione.

“La quotazione in borsa richiede la pubblicazione di prospetto ⁵², redatto secondo le prescrizioni della Consob sia nel caso in cui la quotazione risulti collegata a una offerta di strumenti finanziari, preordinata alla loro diffusione, sia nel caso in cui le azioni siano già state diffuse in quanto oggetto di precedenti operazioni di appello al pubblico risparmio o di cessione a terzi” ⁵³.

L'art. 113 del T.U. della Finanza, dopo aver stabilito che gli emittenti, “prima della data stabilita per l'inizio delle negoziazioni degli strumenti finanziari in un mercato regolamentato, devono pubblicare un prospetto informativo”, demanda alla Consob il compito di disciplinare con regolamento le modalità del prospetto ai fini della quotazione.

La Consob ha adottato il regolamento n. 11791 “recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 in materia di emittenti”.

Nella Parte III, che riguarda gli emittenti, titolo I del regolamento, la Consob dà la disciplina del prospetto di quotazione.

⁵²) Il prospetto informativo è indispensabile affinché si possa pervenire alla quotazione di strumenti finanziari ed accedere al pubblico risparmio. Esso è infatti un documento che informa i risparmiatori sull'organizzazione, la situazione economica e finanziaria e l'evoluzione dell'attività dell'emittente si da consentire loro l'assunzione di consapevoli decisioni di investimento.

Il prospetto informativo è disciplinato dall'art. 113 del T.U. della Finanza e dal Regolamento della Consob n. 11781 del 1999.

La pubblicazione del prospetto è soggetta alla autorizzazione della Consob che ne verifica la conformità alle norme del regolamento.

La procedura per ottenere il rilascio della autorizzazione alla pubblicazione del prospetto si avvia mediante la presentazione di apposita domanda alla Consob, “contestualmente all’inoltro della domanda di ammissione alla quotazione alla società di gestione” (art. 52), corredata del prospetto medesimo e da una serie di documenti indicati negli allegati del regolamento stesso ⁵⁴.

Per quanto riguarda le modalità di redazione del prospetto, “il prospetto di quotazione è redatto secondo gli schemi indicati nell’Allegato 1B del regolamento” (art. 53), che è lo stesso schema secondo cui deve essere redatto il prospetto informativo di cui all’art. 8 del regolamento.

In casi eccezionali e fermo restando il principio contenuto nell’art. 94, co. 2 del T.U. della Finanza, secondo cui il prospetto deve contenere le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dei prodotti finanziari e degli emittenti, sono necessarie affinché gli investitori possano pervenire ad un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria e sull’evoluzione dell’attività dell’emittente nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti, la Consob può escludere, su richiesta degli emittenti, la pubblicazione di alcune delle informazioni previste negli schemi indicati nell’Allegato 1B. Se la sollecitazione avesse ad oggetto prodotti finanziari per i quali non siano previsti appositi schemi, la Consob stabilisce, su richiesta dell’offerente, il contenuto del prospetto (art. 53 del regolamento).

⁵³) V. Circolare Assonime n. 73 del 30 luglio 1998, pag. 17.

⁵⁴) La domanda deve inoltre essere corredata da una dichiarazione dell’emittente e, ove presente, dello Sponsor, che attesti che il prospetto informativo contiene tutte le informazioni rilevanti di cui all’art. 5, comma 2, e cioè “le informazioni che , a seconda delle caratteristiche degli strumento finanziari e dell’emittente, sono necessarie affinché gli investitori possano formulare un giudizio fondato sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici e sull’evoluzione dell’attività dell’emittente, nonché sugli strumenti finanziari e sui diritti ad essi connessi”.

L’Assonime ha affermato che “la disposizione desta qualche perplessità circa il contenuto di tale dichiarazione. Costituisce infatti prassi consolidata che il prospetto informativo venga consegnato alla Consob in forma di bozza, destinata ad aggiornarsi nel corso della procedura. Giocoforza, la dichiarazione richiesta dalla Consob dovrà essere accompagnata dall’avvertenza che le informazioni riportate nel prospetto informativo potranno subire modifiche, sino al momento della pubblicazione”.

1.1. Segue: Casi di esenzione dalla redazione del prospetto.

In casi particolari, l'emittente può redigere, in luogo del prospetto, una "nota informativa" o un "prospetto semplificato" o addirittura essere esentato dalla redazione del prospetto.

In particolare l'art. 57 del regolamento n. 11791/1999 prevede, nel caso in cui nei sei mesi precedenti la data di presentazione della domanda di autorizzazione alla pubblicazione del prospetto di ammissione di alcuni strumenti finanziari, sia stato pubblicato un prospetto informativo relativo ad una sollecitazione sui medesimi strumenti finanziari, la Consob può consentire, in luogo di un nuovo prospetto, che il prospetto informativo già pubblicato sia corredato di una "nota" contenente l'aggiornamento delle informazioni e le integrazioni riguardanti eventi significativi accaduti successivamente.

Il secondo comma della disposizione in esame prevede poi la facoltà della Consob di dispensare dalla redazione del prospetto di quotazione, salvo l'eventuale aggiornamento, l'emittente che chieda l'ammissione a quotazione in Italia di strumenti finanziari già ammessi alla quotazione ufficiale in altri Stati membri dell'Unione Europea da almeno 6 mesi, a condizione che l'autorità ivi competente confermi che l'emittente abbia adempiuto alle disposizioni applicabili in tale Stato.

E' infine previsto che la Consob possa esentare, in tutto o in parte, l'emittente dalla redazione di un nuovo prospetto, nel caso di strumenti finanziari già ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato diverso dalla Borsa, da almeno due anni, quando sia stato pubblicato in precedenza un prospetto informativo contenente informazioni equivalenti a quelle previste dall'Allegato 1B.

2. Comunicazioni al pubblico.

2. 1. Informazione su fatti rilevanti ⁵⁵.

a) Fatti rilevanti.

L'art. 114 del Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, al primo comma, fa obbligo agli emittenti quotati ed ai soggetti che li controllano di informare il pubblico dei fatti che accadono nella loro sfera di attività e in quella delle società controllate, non di pubblico dominio e idonei, se resi pubblici, a influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari ⁵⁶.

I soggetti tenuti ad osservare gli obblighi di comunicazione sono gli emittenti titoli quotati ed i soggetti che li controllano ⁵⁷.

Le informazioni oggetto dell'obbligo di comunicazione al pubblico sono le cd. *price sensitive information* (avendo la legge indicato in modo esplicito il criterio di individuazione della rilevanza del fatto cui è connesso l'obbligo di comunicazione) e devono essere rese al pubblico senza una esplicita richiesta, quindi "spontaneamente".

La Consob, sulla base dell'esperienza maturata negli anni di applicazione del precedente regolamento in materia n. 5553/1991, non ha ritenuto di riprodurre nel nuovo testo l'elencazione degli eventi la cui rilevanza, ai fini dell'influenza sui

⁵⁵) Si tratta della "informativa continua", che pervade tutta la gestione dell'impresa quotata, imponendo un comunicato stampa per il mercato in occasione di ogni evento "price sensitive"; si tratta di una informazione immediata ed essenziale.

⁵⁶) L'art. 114 affida alla Consob il potere di stabilire con regolamento le modalità di informazione su tali fatti; attribuisce, inoltre, alla Consob il compito di dettare disposizioni per coordinare le funzioni attribuite alla società di gestione con le proprie e la facoltà di individuare i compiti da affidarle per il corretto svolgimento delle funzioni ad essa attribuite.

⁵⁷) Il secondo comma dell'art. 114 prevede che gli emittenti quotati impartiscano le disposizioni occorrenti affinché le società controllate forniscano tutte le notizie necessarie per adempiere gli obblighi di comunicazione previsti dalla legge. Le società controllate dovranno trasmettere tempestivamente le notizie richieste. Il legislatore ha in tal modo inteso rendere esplicita la responsabilità delle società per l'informativa relativa alle proprie controllate.

prezzi, è presunta ⁵⁸.

Alla luce della rilevata diffusa abitudine degli organi di informazione, riguardo alla pubblicazione di indiscrezioni concernenti eventi societari idonee ad influenzare sensibilmente l'andamento delle quotazioni, la Consob ha ritenuto opportuno di disciplinare, l'obbligo per gli emittenti di informare il pubblico circa la veridicità delle citate notizie e di integrarne e correggerne il contenuto ove necessario. Il comma 7 dell'art. 66 prevede infatti che: "Allorché il prezzo di mercato degli strumenti finanziari vari in misura rilevante rispetto a quello ufficiale del giorno precedente, in presenza di notizie di pubblico dominio non diffuse ai sensi del presente articolo, concernenti la situazione patrimoniale, economica o finanziaria degli emittenti tali strumenti finanziari ovvero l'andamento dei loro affari, gli emittenti stessi informano senza indugio il pubblico circa la veridicità delle notizie,

⁵⁸) Contenuta nel comma 2 dell'art. 5 del regolamento n. 5553/1991. In particolare la disposizione affermava che: "Gli emittenti valori mobiliari quotati devono informare il pubblico dei fatti che si verificano nella loro sfera di attività i quali non siano di dominio pubblico e siano idonei, se resi pubblici, data la loro incidenza sulla situazione patrimoniale, economica o finanziaria ovvero sull'andamento degli affari degli emittenti stessi, ad influenzare sensibilmente il prezzo dei loro valori mobiliari quotati (co.1).

Fermo quanto previsto al comma 1, gli emittenti valori mobiliari quotati devono informare il pubblico dei seguenti fatti, qualora essi non siano già stati resi pubblici ai sensi del presente regolamento: a) ogni modifica dei soggetti che comunque esercitano il controllo su di essi rispetto ai dati precedentemente resi pubblici, con specificazione delle generalità o della denominazione di tali soggetti; b) la presentazione di istanze ovvero l'emanazione di provvedimenti di assoggettamento a procedure concorsuali; c) le decisioni assunte formalmente dall'organo competente aventi ad oggetto: 1) operazioni sul capitale o emissione di obbligazioni nonché di buoni di acquisto o di sottoscrizione di valori mobiliari; 2) la fusione o la scissione; 3) l'acquisto o l'alienazione di partecipazioni di altre attività di rilievo o di rami di azienda; 4) le ristrutturazioni o le riorganizzazioni aziendali che incidano in modo rilevante sulla propria struttura patrimoniale, finanziaria o reddituale; 5) l'autorizzazione ad effettuare operazioni sulle azioni proprie, 6) la modifica dei diritti di categoria dei propri valori mobiliari quotati; 7) la richiesta di ammissione a procedure concorsuali; 8) lo scioglimento ovvero l'accertamento di una causa di scioglimento.

La Consob nel nuovo regolamento applicativo del T.U. (Regolamento concernente la disciplina degli emittenti, adottato dalla Consob con delibera n. 11791 del 1999), ha elencato a titolo meramente esemplificativo alcuni fatti sicuramente rilevanti:

a) le proprie situazioni contabili, destinate ad essere riportate nel bilancio di esercizio, nel bilancio consolidato e nella relazione semestrale, quando tali situazioni vengano comunicate a soggetti esterni e comunque non appena abbiano acquistato un sufficiente grado di certezza;

b) le deliberazioni con le quali il consiglio di amministrazione approva il progetto di bilancio, la proposta di distribuzione del dividendo, il bilancio consolidato e la relazione semestrale (art. 66, co. 6, Reg. Consob n. 11791).

integrandone o correggendone il contenuto, ove necessario, al fine di ripristinare condizioni di correttezza informativa”.

Il terzo comma dell’art. 114 del T.U. prevede che “La Consob può, anche in via generale richiedere agli emittenti quotati ed ai soggetti che li controllano che siano resi pubblici, con le modalità da essa stabilite, notizie e documenti necessari per l’informazione del pubblico. In caso di inottemperanza la Consob provvede a spese degli interessati”. Occorre osservare che dette informazioni rappresentano generalmente un’integrazione delle notizie già comunicate “spontaneamente” al mercato, ai sensi del comma 1 dello stesso art. 114 del T.U. Si tratta di un supplemento di chiarezza finalizzato ad elevare il grado di consapevolezza degli investitori ⁵⁹.

L’art. 114, comma 4, dando rilievo alle contrapposte istanze di investitori e emittenti, prevede che i soggetti tenuti all’informativa possano opporre, con reclamo motivato, che dalle comunicazioni al pubblico, richieste dalla Consob, possa derivare loro grave danno. In questo caso la Consob, entro 7 giorni, può escludere anche parzialmente o temporaneamente la comunicazione delle informazioni, sempre che ciò non possa indurre in errore il pubblico su fatti e circostanze essenziali. Trascorso tale termine, il reclamo si intende accolto.

b) Modalità di diffusione dei fatti rilevanti.

Il regolamento di attuazione all’art. 66 prevede che le informazioni relative ai fatti idonei ad influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari devono essere diffuse al pubblico senza indugio mediante invio di un comunicato: a) alla società di gestione del mercato che lo mette immediatamente a disposizione del pubblico, b) ad almeno due agenzia di stampa. Il comunicato è contestualmente trasmesso alla Consob (art. 66 del Reg. n. 11791, co. 1, 2).

Ove il comunicato debba essere diffuso durante lo svolgimento delle contrattazioni,

⁵⁹) Rispetto alle esigenze di riservatezza sui fatti afferenti alla gestione sociale e del gruppo di appartenenza, la norma privilegia, quindi, quelle di informazione degli investitori.

esso è trasmesso alla Consob e alla società di gestione del mercato almeno 15 minuti prima della sua diffusione (co. 3, art. 66).

Il comunicato deve contenere gli elementi essenziali del fatto in forma idonea a consentirne una valutazione completa e corretta degli effetti che esso può produrre sul prezzo degli strumenti finanziari e deve altresì contenere collegamenti e raffronti con il contenuto dei comunicati precedenti, nonché aggiornamenti sulle modificazioni significative delle informazioni in essi contenute (art. 66, co. 4 e 5).

c) Altri fatti rilevanti che possono essere diffusi con le modalità sopra descritte.

c.1.) Dati previsionali, obiettivi quantitativi e dati contabili di periodo.

Gli emittenti strumenti finanziari possono diffondere dati previsionali ed obiettivi quantitativi concernenti l'andamento della gestione, nonché dati contabili di periodo. Detti dati devono essere messi a disposizione del pubblico con le modalità sopra descritte di cui all'art. 66.

c.2.) Studi e statistiche.

Gli emittenti strumenti finanziari, gli intermediari autorizzati ed i soggetti in rapporto di controllo con essi possono diffondere al pubblico studi e statistiche concernenti emittenti strumenti finanziari ⁶⁰.

2.2. Informazione su operazioni straordinarie ⁶¹.

⁶⁰) Vedi art. 69 del regolamento n. 11791, attuativo del comma 5 dell'art.114 del T.U. il quale dispone che: "La Consob stabilisce con regolamento in quali casi e con quali modalità devono essere fornite informazioni al pubblico sugli studi e sulle statistiche concernenti gli emittenti quotati, elaborati da questi ultimi, da intermediari autorizzati a prestare servizi di investimento, nonché da soggetti in rapporto di controllo con essi".

⁶¹) Si tratta dell'informazione episodica, che attiene alle operazioni di particolare rilievo che generano una discontinuità nella gestione dell'impresa e, come tali, sono suscettibili di modificare

Le operazioni di finanza straordinaria, che devono essere messe a disposizione del pubblico dagli emittenti di azioni sono: 1) fusioni e scissioni; 2) acquisizioni e cessioni; 3) altre modifiche dell'atto costitutivo ed emissione di obbligazioni; 4) acquisto ed alienazione di azioni proprie; 5) situazioni di crisi aziendale che sfociano nella fattispecie di cui all'art. 2446 del c.c.

2.3. Informazioni periodiche e altre informazioni.

L'informazione periodica riguarda essenzialmente gli adempimenti di carattere contabile dell'emittente (v. sez. III del Regolamento n. 11791/99, artt. 77 e ss.).

Le altre informazioni riguardano le informazioni sull'esercizio dei diritti, le partecipazioni reciproche, le comunicazioni dei capigruppo (v. sez. IV del Regolamento n. 11791/99, artt. 84 e ss.).

3. Comunicazioni alla Consob.

Le informazioni su operazioni straordinarie (fusioni e scissioni; acquisizioni e cessioni; altre modifiche dell'atto costitutivo ed emissione di obbligazioni; acquisto ed alienazione di azioni proprie; situazioni di crisi aziendale che sfociano nella fattispecie di cui all'art. 2446 del c.c.), le informazioni periodiche (adempimenti di carattere contabile dell'emittente) e le altre informazioni (modifiche del capitale sociale, partecipazioni reciproche, composizione degli organi sociali, comunicazioni dei capigruppo) devono essere trasmesse alla Consob ai sensi degli artt. 90 e ss. del Regolamento n. 11791/99.

4. Comunicazioni alla Borsa Italiana s.p.a.

significativamente il valore dell'impresa stessa.

In applicazione dell'art. 114 del T.U. della Finanza, che attribuisce alla Consob il compito di dettare disposizioni per coordinare le funzioni attribuite alla società di gestione con le proprie e di individuare i compiti da affidarle per il corretto svolgimento delle funzioni previste dal T.U. stesso, la Consob all'art. 67 del Regolamento n. 11791/1999, attribuisce alla Borsa Italiana s.p.a. il potere di stabilire:

1. il contenuto minimo dei comunicati *price sensitive* e le modalità di rappresentazione delle informazioni in essi contenute con riferimento a singole tipologie di fatti;
2. modalità di informazione del pubblico diverse da quelle indicate dalla Consob stessa, purché idonee a garantire un uguale grado di diffusione delle informazioni.

La Borsa Italiana ha così disciplinato gli obblighi informativi cui sono tenuti gli emittenti nei suoi confronti.

In particolare il regolamento ha innanzitutto fissato i principi generali che regolano gli obblighi di informazione nei confronti della Borsa Italiana.

Il primo comma dell'art. 2.6.1. stabilisce che l'emittente è tenuto a comunicare alla Borsa Italiana tutte le informazioni che questa ritenga necessarie per consentirle di mantenere un ordinato funzionamento del mercato.

La relazione al regolamento afferma che il comma in discorso concerne "le informazioni che la Borsa Italiana può richiedere ai fini di un utilizzo riservato, per l'assolvimento delle proprie funzioni di controllo del mercato e non per la diffusione al pubblico". Al contrario il secondo comma dell'articolo 2.6.1. stabilisce che la Borsa Italiana possa richiedere agli emittenti di diffondere al pubblico informazioni da essa ritenute necessarie per il corretto funzionamento del mercato e la tutela degli investitori. Nell'esercizio di tale potere la Borsa Italiana tiene ovviamente conto delle competenze attribuite alla Consob dalle norme vigenti e dell'esigenza di evitare sovrapposizioni di richieste agli emittenti. Inoltre è enunciato un potere autonomo della Borsa Italiana di pubblicare tali informazioni. E' tuttavia previsto che, qualora l'emittente presenti opposizione alla pubblicazione, ritenendo che ne possa derivare grave danno, competente a decidere sia la Consob.

All'art. 2.6.2. vengono poi stabiliti tutta una serie di obblighi informativi cui sono tenuti gli emittenti nei confronti della Borsa Italiana, tra cui quello di inviare copia degli avvisi, che gli emittenti devono pubblicare su almeno un quotidiano a diffusione nazionale, attraverso i quali gli emittenti stessi forniscono al pubblico le informazioni necessarie affinché i portatori dei loro strumenti finanziari possano esercitare i propri diritti.

Le Istruzioni contengono gli schemi dei comunicati *price sensitive* ed una disciplina per l'acquisto delle azioni proprie sul mercato.

Il regolamento stabilisce poi un sistema sanzionatorio per gli emittenti che violano le disposizioni dello stesso, che vanno dal richiamo scritto in forma privata o pubblica alla sanzione pecuniaria, tenuto conto della gravità della violazione e dell'eventuale recidiva.

Parte III

I soggetti che operano nella borsa.

I soggetti che possono partecipare alle negoziazioni nei mercati organizzati (c.d. operatori di borsa) sono gli agenti di cambio, le banche (nazionali, comunitarie ed extracomunitarie) autorizzate alla prestazione del servizio di negoziazione per conto proprio o per conto terzi ai sensi del T.U. della Finanza, le imprese di investimento nazionali, comunitarie ed extracomunitarie, autorizzate alla prestazione del servizio di negoziazione per conto proprio o per conto terzi ai sensi del T.U. della Finanza.

Essi, per ottenere l'ammissione alle negoziazioni nei mercati organizzati e gestiti dalla Borsa Italiana s.p.a., devono rispettare determinate condizioni ⁶², più in particolare devono essere dotati di una organizzazione di persone adatta allo svolgimento del tipo di funzione ed alla operatività del soggetto, deve sussistere nell'ambito della loro organizzazione un responsabile, nonché un sostituto, incaricato di mantenere i rapporti con l'ufficio di vigilanza delle negoziazioni della Borsa Italiana durante l'orario di funzionamento dei mercati, in possesso di una qualificazione professionale consona allo svolgimento di tale attività, devono avere dei negoziatori in possesso di una adeguata qualificazione professionale, ed infine devono essere dotati di sistemi tecnologici adeguati (in relazione al tipo di attività svolta ed alla tipologia di collegamenti con i mercati) e compatibili con le

⁶²) La Relazione al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti dalla Borsa Italiana s.p.a. afferma che: "La previsione di specifiche condizioni operative per l'ammissione ai mercati, compresa quella inerente alla qualificazione professionale, è perfettamente compatibile con il dettato della Direttiva sui servizi di investimento, in particolare dell'art. 15 relativo alla libertà di accesso ai mercati regolamentati, in quanto questi ultimi risultano abilitati a subordinare l'accesso o l'ammissione alla qualità di membro (nonché al suo mantenimento) a particolari requisiti, fermo restando il principio

strutture informatiche e telematiche predisposte dalla Borsa Italiana ⁶³.

Occorre osservare che c'è un cambiamento rispetto al passato, in quanto l'accesso ai mercati non è più automaticamente conseguente all'autorizzazione al servizio di negoziazione da parte delle autorità di vigilanza degli intermediari. Detta autorizzazione all'esercizio dell'attività di negoziazione diviene una condizione necessaria ma non sufficiente per l'ammissione alle negoziazioni in un mercato. La Borsa Italiana, ai fini dell'ammissione alle negoziazioni farà infatti riferimento esclusivamente all'esigenza di garantire il regolare funzionamento dei mercati gestiti, per cui occorre anche la presenza di operatori dotati di adeguate risorse umane e tecniche ⁶⁴.

Gli operatori, una volta ammessi alle negoziazioni, per poter operare sul mercato devono aderire direttamente o indirettamente ⁶⁵ ai servizi di compensazione, di liquidazione, di garanzia e di deposito accentrato degli strumenti finanziari, gestiti da istituzioni diverse dalla Borsa Italiana. Gli operatori quindi, una volta ottenuta l'ammissione alle negoziazioni dalla Borsa Italiana, dovranno dimostrare, mediante presentazione della necessaria documentazione, l'avvenuta adesione diretta o indiretta a tutti i servizi funzionali alla piena esecuzione dei contratti conclusi nei mercati ⁶⁶.

della non discriminazione degli intermediari di altro paese d'origine.

⁶³) Ai fini dell'ammissione alle negoziazioni nei mercati, gli operatori devono inoltrare alla Borsa Italiana una apposita domanda scritta. La Borsa Italiana si pronuncerà in ordine all'ammissione entro 90 giorni dal ricevimento della domanda, dopo aver effettuato un accertamento in ordine alla sussistenza delle condizioni su enunciate.

⁶⁴) Il regolamento non specifica i criteri sulla base dei quali la Borsa Italiana dovrà accertare la sussistenza delle condizioni di ammissione degli operatori al mercato. Come spiega la relazione della Borsa Italiana: "E' però previsto che tali criteri, determinati in via generale in un apposito provvedimento, debbano essere oggettivi e non discriminanti".

⁶⁵) La adesione indiretta si ha quando un operatore si avvale di un altro intermediario per la compensazione e liquidazione.

⁶⁶) La documentazione necessaria varia a seconda dei mercati o comparti di mercato in cui gli intermediari intendono operare e delle modalità di adesione ai servizi sopra indicati.

I soggetti ammessi a negoziare, per poter utilizzare le strutture del mercato devono pagare un prezzo alla Borsa Italiana, che gestisce dette strutture. Si prevede che questi corrispettivi vengano determinati sulla base di criteri di trasparenza e di non discriminazione.

Gli operatori devono in generale rispettare le regole poste dal Regolamento della Borsa Italiana e mantenere una condotta improntata a principi di correttezza, diligenza e professionalità nei rapporti con le controparti di mercato, negli adempimenti verso la Borsa italiana e nell'utilizzo dei sistemi di negoziazione.

Più in particolare gli operatori devono astenersi dal compiere atti che possano pregiudicare l'integrità dei mercati e dunque ad esempio non possono compiere atti che possano creare impressione false o ingannevoli negli altri partecipanti ai mercati; non possono porre in essere operazioni fittizie finalizzate al trasferimento della proprietà degli strumenti finanziari negoziati o alla variazione dell'esposizione sul mercato; non possono compiere atti che possano ostacolare gli operatori *market maker*, specialisti nel mercato azionario e specialisti in spezzature nell'adempimento degli impegni assunti; non possono porre in essere, anche per interposta persona, operazioni che siano effettuate in esecuzione di un accordo preliminare avente a oggetto lo storno, mediante compensazione, delle operazioni stesse; non possono negoziare o far negoziare strumenti finanziari nei confronti dei quali la Borsa Italiana abbia adottato provvedimenti di sospensione delle contrattazioni.

Parte IV

Le modalità di negoziazione nella borsa valori.

La negoziazione sul mercato di borsa, avviene con il c.d. “sistema telematico”⁶⁷, secondo modalità specifiche per ciascuna categoria dei titoli ammessi alla quotazione.

La "**Borsa italiana s.p.a.**", ha con suo Regolamento disciplinato l'organizzazione e la gestione dei seguenti mercati regolamentati, suddivisi in :

- 1) Borsa, a sua volta articolata nei seguenti comparti:
 - Mercato telematico azionario (MTA);
 - Mercato telematico delle obbligazioni e dei titoli di Stato (MOT);
 - Mercato telematico dei contratti a premio (MPR);
- 2) Mercato ristretto;
- 3) Mercato di borsa per la negoziazione degli strumenti finanziari previsti dall'art. 1, comma 2, lett. f) ed i) del T.U. della Finanza (Mercato telematico degli strumenti derivati - IDEM);
- 4) Nuovo Mercato.

1. Mercato telematico azionario (MTA).

Gli strumenti finanziari quotati che vengono negoziati sull'MTA sono: azioni, obbligazioni convertibili, diritti di opzione, *warrants*, *covered warrants* e certificati rappresentativi di quote di fondi mobiliari e immobiliari chiusi. Gli strumenti finanziari possono essere negoziati per determinati lotti minimi, stabiliti dalla Borsa Italiana, “contemperando esigenze di funzionalità del mercato, di agevole accesso al mercato da parte degli investitori e di economicità

⁶⁷) Per sistema telematico si intende sostanzialmente una rete di terminali che collega fra loro tutti i suoi operatori, facilitando così l'immediata acquisizione e diffusione delle informazioni necessarie all'operatività della borsa stessa.

nell'esecuzione degli ordini”⁶⁸.

Una eccezione alla predetta disposizione è costituita dal fatto che “azioni, obbligazioni convertibili e *warrant* possono essere negoziati anche per quantitativi inferiori al lotto minimo di negoziazione (c.d. spezzature)”⁶⁹.

La negoziazione nell'MTA avviene secondo diverse modalità: l'asta di apertura e la contrattazione continua. Esse, come si vedrà, si differenziano per le modalità in cui si forma il prezzo.

Tutti gli strumenti finanziari possono essere scambiati sia con l'asta di apertura che con la contrattazione continua, ad eccezione dei *covered warrants*, per la cui negoziazione è prevista la sola fase della contrattazione continua.

La Borsa Italiana ripartisce gli strumenti finanziari negoziabili nell'MTA in segmenti di mercato omogenei dal punto di vista delle modalità e degli orari di negoziazione, sulla base di criteri oggettivi di liquidità stabiliti di volta in volta nelle istruzioni predisposte dalla Borsa Italiana stessa.

Più in particolare gli strumenti finanziari vengono ripartiti per segmenti di mercato, in relazione a tutti gli strumenti finanziari di ciascun emittente, sulla base del livello di liquidità dell'azione ordinaria⁷⁰. Per la determinazione del livello di liquidità, si considerano per ciascuna azione i seguenti indicatori (rilevati nel periodo di riferimento dato dagli ultimi 12 mesi, con esclusione delle giornate di sospensione dalle negoziazioni dell'azione medesima):

- a) controvalore medio giornaliero delle negoziazioni dell'azione medesima;
- b) rapporto di *turnover*, calcolato come rapporto tra numero di azioni negoziate sul mercato e numero di azioni costituenti il flottante;
- c) differenziale medio tra i prezzi delle migliori proposte in acquisto e vendita presenti sul mercato,
- d) flottante, calcolato come quota percentuale di capitale posseduta dai fondi comuni di investimento e dai soggetti con partecipazioni pari o inferiori al 2

⁶⁸) Vedi art. 4.1.1. del Regolamento della Borsa Italiana s.p.a.

⁶⁹) Vedi art. 4.1.1., co. 2, del Regolamento della Borsa Italiana s.p.a.

⁷⁰) Se l'azione ordinaria non è quotata o negoziata, si considera l'azione privilegiata o, in sua assenza, l'azione di risparmio.

per cento, disponibile all'ultimo giorno del periodo di riferimento.

e) Frequenza delle negoziazioni, calcolata come rapporto fra il numero di giorni con scambi e il numero totale di giorni di Borsa aperta,

f) Capitalizzazione risultante all'ultimo giorno del periodo di riferimento ⁷¹.

I segmenti di mercato in cui vengono ripartiti gli strumenti finanziari sono i seguenti:

- 1) segmento "strumenti finanziari liquidi";
- 2) segmento "strumenti finanziari a limitata liquidità (sottili)";
- 3) segmento "strumenti finanziari negoziati una sola volta alla settimana".

I segmenti di mercato differiscono oltre che per gli orari, anche per le modalità di negoziazione. Infatti mentre nei segmenti "strumenti finanziari liquidi" e "strumenti finanziari a limitata liquidità (sottili)", gli strumenti finanziari possono essere negoziati sia con l'asta di apertura che con la negoziazione continua, nel segmento "strumenti finanziari negoziati una sola volta alla settimana" l'unica modalità di negoziazione possibile è l'asta di apertura.

La giornata di borsa nell'MTA si divide in cinque fasi, che si avvicendano in successione temporale e caratterizzano i vari momenti della contrattazione:

- pre-apertura;
- validazione;
- apertura;
- contrattazione continua;
- chiusura.

Le fasi precedenti alla contrattazione continua (preapertura, validazione, apertura) sono dedicate al tentativo di realizzazione dello scambio fra quegli ordini pervenuti prima dell'inizio ufficiale delle negoziazioni.

Sono previste diverse tipologie di proposte di negoziazione (c.d. ordini), che possono essere immesse nel sistema.

Le tipologie principali di ordini sono:

⁷¹) Al fine di assicurare un ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori, la Borsa Italiana provvede, almeno ogni 12 mesi, a verificare detti criteri ed a ripartire gli

- “a prezzo limitato”, specificando in tal modo il prezzo al quale devono essere eseguiti;
- “senza limite di prezzo” (proposte al prezzo di apertura), che è il prezzo migliore al quale possono essere realizzati.

Vi sono poi ulteriori differenziazioni tra le due principali tipologie di ordini, tenuto conto del fatto che azioni, obbligazioni convertibili e *warrant* possono essere negoziati anche per quantitativi inferiori al lotto minimo di negoziazione. In particolare ha distinto tra proposte di negoziazione “intere”, qualora dette proposte (relative ad azioni, obbligazioni convertibili e *warrant*) abbiano ad oggetto quantitativi pari o multipli del lotto minimo di negoziazione, e proposte di negoziazione “spezzature”, qualora abbiano ad oggetto quantitativi inferiori al lotto minimo di negoziazione.

Gli ordini possono assumere poi particolari connotazioni, a secondo delle modalità di esecuzione degli stessi. In particolare nella fase di pre-apertura le proposte di negoziazione “intere” immesse senza limite di prezzo (proposte al prezzo di apertura), possono essere specificate con le seguenti modalità di esecuzione:

- 1) “Valida sino alla cancellazione”: l’eventuale quantità ineseguita della proposta permane nel mercato fino al termine della seduta, quando viene automaticamente cancellata;
- 2) “Valida fino alla data specificata”: la proposta permane nel mercato mantenendo la priorità temporale originaria per la quantità ineseguita fino alla data di scadenza specificata. Le proposte sono cancellate automaticamente: in occasione di stacco di dividendi, aumento di capitale, frazionamento, raggruppamento, fusione, scissione; qualora il prezzo ecceda i limiti percentuali stabiliti dalla Borsa Italiana s.p.a.; qualora, a seguito di variazioni del lotto minimo di negoziazione o del “tick” stabilito nelle istruzioni, le proposte non siano più compatibili con i nuovi parametri di quantità o di prezzo;

strumenti finanziari per segmenti di mercato.

- 3) “Esegui e cancella”: la proposta viene eseguita, anche parzialmente, per la quantità disponibile in apertura; l’eventuale saldo residuo viene cancellato automaticamente al termine della fase di apertura.

Per le proposte di negoziazione “intere” con limite di prezzo, è consentito specificare, oltre alle modalità “valida sino alla cancellazione”, “valida fino alla data specificata”, ed “esegui e cancella”, anche la modalità di esecuzione “valida sino all’orario specificato”, in tal caso, la proposta resta esposta sul mercato fino all’orario indicato.

Durante la negoziazione continua le proposte di negoziazione “intere” senza limite di prezzo possono essere inserite con le seguenti modalità di esecuzione:

- 1) “Valida sino alla cancellazione”;
- 2) “Esegui e cancella”: la proposta viene eseguita, anche parzialmente, per le quantità disponibili e al prezzo indicato oppure al miglior prezzo del lato opposto del mercato se la proposta è senza limite di prezzo; l’eventuale saldo residuo viene cancellato automaticamente;
- 3) “Esegui quantità minima specificata”: la proposta viene eseguita anche parzialmente almeno per il quantitativo minimo e alle condizioni di prezzo indicate o migliori; se detto quantitativo non è disponibile nel mercato la proposta viene cancellata automaticamente;
- 4) “Tutto o niente”: la proposta viene eseguita unicamente per l’intero quantitativo indicato al momento dell’inserimento e alle condizioni di prezzo indicate; se ciò non è possibile la proposta viene cancellata automaticamente;
- 5) “Valida fino alla data specificata”;
- 6) “Valida sino all’orario specificato”.
- 7) “Esegui comunque”: in tal caso la conclusione dei contratti avviene automaticamente ai prezzi delle proposte di segno contrario più convenienti.

Le modalità di esecuzione delle proposte di negoziazione “intere” con limite di prezzo sono invece oltre a “valida sino alla cancellazione”, “esegui e cancella”, “esegui quantità minima specificata”, “tutto o niente”, “valida alla data specificata” e “valida fino all’orario specificato” anche la modalità “esponi fino al raggiungimento del prezzo specificato”: la proposta viene accettata, ma

visualizzata sul mercato solo al raggiungimento del prezzo indicato.

Per quanto riguarda invece le proposte di negoziazione “spezzature”, occorre preliminarmente osservare che esse possono partecipare alle negoziazioni solo nella fase di pre-apertura e non anche nella negoziazione continua, durante la quale possono essere solo immesse con le limitazioni che spiegherò più avanti. In particolare nella fase di pre-apertura possono essere immesse “esclusivamente senza limite di prezzo (al prezzo di apertura)” e possono essere specificate con le sole modalità di esecuzione “valida fino alla data specificata” ed “esegui e cancella”.

Occorre osservare che qualora dette proposte vengano immesse senza alcuna specificazione, assumono automaticamente la modalità “esegui e cancella”.

Durante la negoziazione continua poi le proposte di negoziazione “spezzature” non solo possono essere immesse solo senza limite di prezzo e possono essere specificate con la sola modalità di esecuzione “valida fino alla data specificata”, ma possono essere immesse, modificate o cancellate esclusivamente dall’operatore proponente o dalla Borsa Italiana e non vengono visualizzate sul mercato e non partecipano alla negoziazione continua.

Dette proposte infatti, registrate con la priorità temporale determinata dall’orario di immissione, partecipano alle negoziazioni nella fase di pre-apertura del giorno successivo.

Qualora siano state immesse con la modalità di esecuzione “valida fino alla data specificata”, partecipano alle negoziazioni nella fase di pre-apertura delle successive sedute, fino alla data indicata.

1.1. Fase di pre-apertura.

Nella fase di pre-apertura, cioè prima dell’apertura ufficiale delle negoziazioni, gli operatori immettono nel sistema le proprie proposte di negoziazione, in acquisto e in vendita, che potranno essere oggetto di conclusione automatica dei contratti nella fase di apertura. Dette proposte possono essere inserite a prezzo limitato, specificando in tal modo il prezzo al quale devono essere eseguite,

oppure senza limiti di prezzo (c.d. proposte al prezzo di apertura) e le proposte così inserite sono automaticamente ordinate in base al prezzo e, a parità di prezzo, all'orario di immissione ⁷².

Le proposte con limite di prezzo devono essere eseguite al prezzo indicato o a prezzi migliori per il proponente. Durante la fase di pre-apertura le proposte senza limite di prezzo (c.d. “proposte al prezzo di apertura”) assumono mano a mano il prezzo teorico di apertura, che è il prezzo migliore al quale possono essere soddisfatte (cioè il sistema assegna dinamicamente a tali proposte il prezzo al quale tali proposte avrebbero le maggiori possibilità di essere soddisfatte).

Durante la fase di pre-apertura il sistema determina costantemente il “prezzo teorico di apertura”, che si viene a formare dal confronto tra le proposte di negoziazione. Scopo di ciò è quello di determinare un prezzo che sia espressione della domanda e dell'offerta della maggiore quantità di strumenti finanziari. Tale prezzo, viene determinato sulla base di regole atte a consentire la maggiore quantità possibile di scambi, in relazione alle proposte esistenti ⁷³.

⁷²) Occorre comunque tenere presente che la Borsa Italiana stabilisce dei limiti percentuali di variazione massima dei prezzi rispetto al prezzo di riferimento, che le proposte immesse con limite di prezzo non possono superare.

Occorre in proposito osservare che il prezzo di riferimento indica nell'MTA, il prezzo medio ponderato, per le relative quantità dei contratti corrispondenti all'ultimo 10% del quantitativo scambiato nella seduta, eccezion fatta per i contratti eseguiti con la funzione di *cross-order*.

⁷³) Sulla base del regolamento della Borsa Italiana, il prezzo teorico di apertura viene ricavato in base a 4 regole, la cui applicazione consequenziale ne consente una individuazione univoca:

a) il prezzo teorico di apertura è il prezzo al quale è negoziabile il maggiore quantitativo di strumenti finanziari; tale quantitativo, formato da proposte intere o spezzature, è sempre pari o multiplo del lotto minimo di negoziazione;

b) qualora il quantitativo di cui alla lett. a) sia scambiabile a più prezzi, il prezzo teorico di apertura è pari a quello che produce il minor quantitativo non negoziabile relativamente alle proposte in acquisto o in vendita aventi prezzi uguali o migliori rispetto al prezzo considerato; tale quantitativo, formato da proposte intere o spezzature, è sempre pari o multiplo del lotto minimo di negoziazione;

c) qualora rispetto a più prezzi risulti di pari entità anche il quantitativo di strumenti non negoziabili di cui alla lett. b), il prezzo teorico di apertura è pari a quello che risulta più prossimo all'ultimo prezzo di riferimento;

d) qualora in applicazione della precedente lettera c) risultino due prezzi equidistanti dal prezzo di riferimento, il prezzo teorico di apertura è pari al maggiore dei due.

Qualora siano presenti in acquisto e in vendita esclusivamente proposte al prezzo di apertura, il prezzo teorico di apertura è pari all'ultimo prezzo di riferimento (cioè il prezzo medio ponderato per le relative quantità dei contratti corrispondenti all'ultimo 10% del quantitativo scambiato

1.2. Fase di validazione.

Nella fase di validazione, il prezzo teorico di apertura così determinato, viene sottoposto ad una verifica, per accertarne la validità ed essere assunto quale prezzo di apertura per la conclusione di contratti.

Lo scopo della validazione è quello di controllare che il prezzo individuato nella fase di preapertura presenti un elevato grado di significatività, nel senso che rappresenti il prezzo al quale la maggior parte delle proposte di acquisto e di vendita vengono a combaciare.

Occorre tenere presente che affinché il prezzo teorico di apertura possa essere dichiarato valido ed essere assunto come prezzo di apertura per la conclusione dei contratti deve essere rispettata la condizione secondo cui tale prezzo, in particolare il suo scostamento dal prezzo di riferimento ⁷⁴ non deve superare la percentuale di variazione massima stabilita dalla Borsa Italiana nelle istruzioni. In particolare, può presentarsi una delle seguenti ipotesi:

- 1) il prezzo teorico di apertura viene validato in quanto rappresenta effettivamente il prezzo al quale la maggior parte delle proposte di acquisto e di vendita vengono a combaciare, non supera la percentuale di variazione massima stabilita dalla B. I. e viene quindi assunto quale prezzo di apertura per la conclusione dei contratti.
- 2) il prezzo teorico non viene validato, in quanto non si verificano le circostanze di cui al punto precedente e il titolo ritenta l'apertura, venendo riattivata la fase di pre-apertura per un intervallo di tempo stabilito dalla B.I. nelle istruzioni.

nella seduta precedente).

Il prezzo teorico di apertura non può essere determinato:

1. qualora non siano presenti proposte di negoziazione in uno o entrambi i lati del mercato;
2. qualora siano presenti solo proposte con limite di prezzo e il miglior prezzo in acquisto sia inferiore al miglior prezzo in vendita;
3. qualora il quantitativo negoziabile sia inferiore al lotto minimo di negoziazione.

⁷⁴) Il prezzo di riferimento indica il prezzo medio ponderato per le relative quantità dei contratti corrispondenti all'ultimo 10% del quantitativo scambiato nella seduta precedente, senza tener conto però dei contratti eseguiti con la funzione di *cross-order*.

3) risulta impossibile l'individuazione del prezzo di apertura in quanto le proposte di negoziazione presenti in domanda e in offerta non consentono la conclusione di contratti e viene attivata la negoziazione continua per gli strumenti finanziari per i quali è prevista.

In quest'ultima ipotesi occorre osservare che l'attivazione della negoziazione continua riguarda solo le proposte intere, non potendo le proposte spezzature partecipare alla negoziazione continua. Queste ultime proposte, come già spiegato in precedenza, sono infatti automaticamente cancellate o trasferite alla fase di pre-apertura della successiva seduta.

Per quanto riguarda le proposte intere, esse vengono automaticamente trasferite alla negoziazione continua, con la priorità temporale delle proposte originarie e assumono il prezzo:

1. della proposta originaria, se si tratta di proposte con limite di prezzo;
2. della migliore proposta con limite di prezzo presente sul mercato alla fine della fase di pre-apertura, se si tratta di proposte al prezzo di apertura;
3. pari a quello di riferimento, se si tratta di proposte al prezzo di apertura e al termine della fase di pre-apertura non sono presenti proposte con limite di prezzo.

1.3. Fase di apertura.

Una volta determinato e validato il prezzo di apertura, vengono conclusi i contratti al prezzo di apertura per le proposte che hanno concorso alla formazione del prezzo. In particolare, nella fase di apertura, le proposte, intere o spezzature, abbinabili danno luogo alla conclusione automatica di contratti al prezzo di apertura, secondo le priorità di prezzo e di tempo delle proposte stesse e sino a esaurimento delle quantità disponibili ⁷⁵.

⁷⁵) L'abbinamento avviene secondo modalità tali da assicurare che i quantitativi ineseguiti di proposte intere siano pari o multipli del lotto minimo. A tal fine, le proposte spezzature aventi un quantitativo complessivo non superiore a un lotto minimo perdono la priorità nei confronti della proposta intera successiva.

Nell'abbinamento le proposte spezzature possono dare luogo ad una sola ulteriore spezzatura su

Le proposte intere ineseuite, in tutto o in parte, nella fase di apertura vengono automaticamente convertite in proposte di negoziazione continua:

a) se immesse con limite di prezzo, con il prezzo e la priorità temporale della proposta originaria;

b) se immesse "al prezzo di apertura", con detto prezzo e con la priorità temporale della proposta originaria, salvo l'ipotesi spiegata nel paragrafo precedente in cui non si riesce a determinare un prezzo di apertura.

Le proposte spezzature sono invece automaticamente cancellate o trasferite alla fase di pre-apertura della successiva seduta.

1.4. Fasi di contrattazione continua e di chiusura.

Nella fase di negoziazione continua vengono abbinate per la conclusione dei contratti sia le proposte rimaste ineseuite nella fase di apertura, sia le nuove proposte che possono essere immesse con e senza limite di prezzo. Queste ultime (c.d. "proposte al prezzo di mercato") sono abbinate alle migliori proposte di segno contrario compatibili presenti al momento nel mercato.

La conclusione dei contratti avviene, per le quantità disponibili, mediante l'abbinamento automatico di proposte di segno opposto e compatibili per prezzo e quantità, ordinate secondo i criteri di prezzo e di tempo. A differenza della fase di apertura, i contratti conclusi in contrattazione continua non hanno un unico prezzo, ma assumono il prezzo che si determina nel momento in cui si creano le condizioni per la loro esecuzione, quindi si assiste alla formazione di tanti prezzi quanti sono gli abbinamenti acquisto/vendita realizzati.

In particolare per la formazione del prezzo nella contrattazione continua, occorre distinguere le seguenti ipotesi:

1) Nell'ambito della categoria delle proposte con limite di prezzo, queste se in vendita si abbinano con le proposte di segno opposto per un prezzo uguale o superiore e viceversa, quelle di acquisto si abbinano con le proposte di segno

ogni lato del mercato.

opposto per un prezzo uguale o inferiore.;

2) Mentre invece nelle ipotesi delle proposte senza limite di prezzo, queste vengono abbinate con quelle aventi prezzo uguale al miglior prezzo di vendita o rispettivamente di acquisto esistente al momento della immissione della proposta medesima.

Per ogni contratto concluso mediante abbinamento automatico, il prezzo è pari a quello della proposta avente priorità temporale superiore. L'eventuale quantità residua derivante dall'abbinamento automatico rimane esposta sul mercato come proposta avente il prezzo dell'ultimo contratto concluso e la priorità temporale della proposta originaria.

Qualora durante la negoziazione continua di uno strumento finanziario il prezzo del contratto in corso di conclusione superi uno dei limiti di variazione dei prezzi rispetto al prezzo di riferimento, stabiliti dalla Borsa Italiana nelle Istruzioni, la negoziazione continua dello strumento finanziario viene automaticamente sospesa.

L'esecuzione dei contratti può avvenire anche attraverso una particolare funzione, denominata *cross order*, tramite la quale il sistema consente ad uno stesso operatore di immettere una proposta e di abbinarla automaticamente ad un'altra proposta o ad un'applicazione di segno contrario di pari quantità da lui immessa contestualmente alla prima. Tale funzione permette dunque di abbinare due proposte di segno contrario di pari quantità. La funzione di *cross order* può essere utilizzata solo se il prezzo di esecuzione è stato specificato al momento dell'immissione e deve essere compreso tra il prezzo della migliore proposta in compra e quello della migliore proposta in vendita, estremi esclusi.

Tutti i contratti conclusi nel mercato MTA vengono registrati con indicazione del numero progressivo del contratto, dell'ora di inserimento delle proposte, ora di esecuzione, strumento finanziario negoziato, della quantità e del prezzo unitario, nonché dei dati identificativi degli operatori contraenti e il tipo di conto.

Nella fase di chiusura vengono elaborate le informazioni relative alla seduta e il calcolo del prezzo di riferimento, che è dato, per ciascuno strumento finanziario, dal prezzo medio ponderato relativo all'ultimo dieci per cento delle quantità dello

strumento medesimo negoziata nel mercato, al netto delle quantità scambiate mediante l'utilizzo della funzione *cross-order*, e del prezzo ufficiale, che è dato, per ciascuno strumento finanziario, dal prezzo medio ponderato dell'intera quantità dello strumento medesimo negoziata nel mercato durante la seduta, al netto della quantità scambiata mediante l'utilizzo della funzione *cross-order*. La chiusura delle contrattazioni viene segnalata agli operatori mediante apposito messaggio. Il sistema esegue le procedure di chiusura, cancellando nel *book* le proposte parzialmente o totalmente ineseguite, fatte salve quelle con parametro VSD (valido sino a data). Successivamente determina per ogni titolo, il prezzo ufficiale ed il prezzo di riferimento della seduta di borsa appena conclusa. Il prezzo ufficiale è costituito dal prezzo medio ponderato dell'intera quantità trattata, mentre il prezzo di riferimento è dato dal prezzo medio ponderato relativo all'ultimo 10% della quantità negoziata. Quest'ultimo prezzo viene utilizzato per effettuare la validazione del prezzo di apertura della seduta successiva.

1.5. Gli operatori specialisti nell'MTA.

L'intervento degli operatori specialisti è previsto per gli strumenti finanziari poco liquidi (individuati sulla base dei criteri oggettivi sopra descritti ed iscritti in un apposito elenco), al fine di sostenerne la liquidità. Detti strumenti finanziari possono essere le azioni ordinarie a limitata liquidità quotate in Borsa, le azioni ordinarie negoziate nel mercato ristretto, nonché le azioni diverse da quelle ordinarie e le obbligazioni convertibili in azioni ⁷⁶.

Gli operatori specialisti oltre a dover appartenere ad una delle seguenti categorie: agenti di cambio, (autorizzati alla prestazione del servizio di negoziazione per

⁷⁶) Sono esclusi da questi gli strumenti finanziari emessi da società di diritto estero, gli strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni per un periodo tale da non consentire una significativa valutazione della rispettiva liquidità, gli strumenti finanziari negoziati con linea separata di quotazione, gli strumenti finanziari emessi da società per le quali è stata deliberata la fusione con altre società e gli strumenti finanziari per i quali è in corso o è stata annunciata un'offerta pubblica di acquisto residuale.

conto terzi ai sensi del T.U. della Finanza); banche nazionali, comunitarie ed extracomunitarie (autorizzate alla prestazione del servizio di negoziazione per conto proprio o per conto terzi ai sensi del T.U. della Finanza); imprese di investimento nazionali, comunitarie ed extracomunitarie (autorizzate alla prestazione del servizio di negoziazione per conto proprio o per conto terzi ai sensi del T.U. della Finanza), devono essere iscritti in un apposito elenco curato e gestito dalla Borsa Italiana s.p.a., che distingue gli operatori specialisti in strumenti finanziari quotati in borsa dagli operatori specialisti in strumenti negoziati nel mercato ristretto.

Gli operatori specialisti forniscono il servizio di sostegno della liquidità al mercato attraverso la attività di negoziazione e la attività di analisi finanziaria. In particolare essi, per ciascuno degli strumenti finanziari sui quali intendono intervenire, devono esporre continuamente sul mercato proposte in acquisto e in vendita a prezzi che non si discostino tra loro di una percentuale superiore a quella stabilita dalla Borsa Italiana s.p.a. nelle istruzioni, che determina inoltre le modalità ed i tempi di immissione di tali proposte, e devono altresì effettuare analisi finanziarie sugli emittenti gli strumenti finanziari di cui trattasi, che andranno immediatamente diffuse al pubblico ⁷⁷ ed in caso di avvenimenti societari di particolare rilevanza relativi agli emittenti di cui trattasi, sono tenuti a redigere e pubblicare brevi analisi riguardanti gli stessi.

Sono poi concesse dalla Borsa Italiana s.p.a. agevolazioni di vario tipo ⁷⁸ a quegli operatori specialisti che abbiano stipulato accordi con l'emittente gli strumenti sui quali si impegnano a intervenire ovvero con gli azionisti dell'emittente o con altri soggetti comunque interessati al miglioramento della

⁷⁷) Le analisi finanziarie devono essere redatte tempestivamente in occasione della pubblicazione dei risultati di esercizio e dei dati semestrali, anche consolidati, secondo i migliori standard in uso nel mercato italiano, e devono contenere, oltre alla presentazione e al commento dei più recenti dati disponibili, una previsione circa l'andamento dell'emittente e un confronto rispetto alle stime precedenti.

⁷⁸) Si tratta di agevolazioni tariffarie e contributi relativi all'utilizzo di strumenti tecnico-informatici a supporto delle negoziazioni e alla distribuzione alla stampa delle analisi finanziarie redatte.

liquidità degli strumenti stessi ⁷⁹. Questi accordi possono prevedere che l'emittente, gli azionisti o gli altri soggetti aventi interesse o costituiscano un fondo di liquidità (costituito dagli strumenti finanziari e dai mezzi finanziari necessari all'operatore specialista per adempiere ai suoi obblighi) da mettere a disposizione dell'operatore specialista per adempiere agli obblighi da lui assunti; o che partecipino alle perdite ed agli utili determinatesi in capo all'operatore specialista; o che si impegnino a prestare all'operatore specialista gli strumenti finanziari necessari per far fronte ai propri obblighi in sede di liquidazione delle operazioni effettuate. Detti accordi possono altresì prevedere che l'operatore specialista si impegni ad individuare nel proprio ambito un soggetto preposto ai rapporti con gli investitori istituzionali e gli operatori; oppure a prestare, nel rispetto delle norme generali in materia di rapporti con il mercato, adeguata attenzione alle richieste di incontri e chiarimenti rivolti dagli operatori specialisti in relazione agli obblighi da lui assunti; o a divulgare al mercato un comunicato stampa periodico recante alcuni dati essenziali riflettenti la propria situazione economica, patrimoniale e finanziaria, anche consolidata, da individuare sentito l'operatore specialista e da redigere secondo modalità costanti nel tempo; o infine a comunicare al mercato con debito anticipo un calendario delle date relative ai principali eventi societari.

2. Mercato telematico delle obbligazioni e dei titoli di Stato (MOT).

Il Mot è il comparto di mercato in cui si negoziano obbligazioni (diverse da quelle convertibili) e titoli di Stato.

Gli strumenti finanziari trattati nel MOT sono suddivisi per tipologia in quattro segmenti di mercato:

a) “segmento BTP (Buoni Poliennali del Tesoro), BOT (Buoni Ordinari del

⁷⁹) Anche agli emittenti che stipulano i suddetti accordi sono concesse agevolazioni quali: assistenza di tipo informativo in relazione all'andamento dei rispettivi strumenti; assistenza di tipo organizzativo, allo scopo di agevolare incontri con analisti e con il pubblico; e ogni altro supporto utile al potenziamento della liquidità dei relativi strumenti, da individuare caso per caso

- Tesoro) e CTZ (Certificati del Tesoro zero coupon)”;
- b) “segmento CCT (Certificati di Credito del Tesoro) e CTO”;
 - c) “segmento obbligazioni denominate in lire”;
 - d) “segmento CCT in Euro e obbligazioni denominate in valuta”.

Gli strumenti finanziari sono così ripartiti sulla base di criteri oggettivi determinati periodicamente, tenendo conto del tipo, del valore nominale in circolazione e della liquidità degli strumenti finanziari stessi. In particolare ai fini della determinazione del livello di liquidità dei segmenti di cui alle lettere c) e d) si considerano per ciascuno strumento finanziario i seguenti indicatori rilevati negli ultimi dodici mesi, ad esclusione delle giornate di sospensione dalle negoziazioni dello strumento medesimo: controvalore medio giornaliero degli scambi effettuati sul mercato; valore nominale del prestito in circolazione al momento della rivelazione; frequenza delle negoziazioni, calcolata come rapporto fra il numero di giorni con scambi e il numero totale di giorni di Borsa aperta.

La Borsa Italiana determina poi (nelle istruzioni) modalità e orari di negoziazione specifici per ciascun segmento di mercato in cui ha ripartito gli strumenti finanziari.

Per tutti gli strumenti finanziari nel MOT la negoziazione avviene con l’asta di apertura seguita dalla negoziazione continua ⁸⁰.

Il sistema telematico di negoziazione utilizzato nel MOT può dirsi suddiviso in 5 fasi, che si avvicendano in successione temporale e caratterizzano i vari momenti della contrattazione: pre-asta preventiva, asta preventiva, pre-asta definitiva, asta definitiva e negoziazione continua.

Le proposte di negoziazione ⁸¹, attraverso cui si esprime la volontà negoziale

di comune accordo.

⁸⁰) Anche in questo mercato la Borsa Italiana stabilisce i “quantitativi minimi negoziabili nel mercato contemperando esigenze di funzionalità del mercato, di agevole accesso al mercato da parte degli investitori e di economicità nell’esecuzione degli ordini” (art. 4.2.1., co. 1. del Regolamento della Borsa Italiana).

⁸¹) Le proposte devono indicare almeno la quantità, il tipo di operazione, il tipo di conto e le condizioni di prezzo dello strumento finanziario da negoziare.

degli operatori, possono essere immesse, modificate e cancellate sia nella fase di pre-asta preventiva, sia nella pre-asta definitiva, sia nella negoziazione continua e vengono ordinate automaticamente nel mercato per ogni strumento finanziario, così come nell'MTA, in ordine di prezzo (decrescente se in acquisto e crescente se in vendita) e a parità dello stesso, sulla base della priorità temporale di immissione della proposta stessa ⁸².

Nelle fasi di pre-asta preventiva e pre-asta definitiva le proposte con o senza limite di prezzo possono essere immesse con le seguenti modalità di esecuzione:

- 1) "Valida sino all'asta definitiva": la proposta che risulti ineseguita totalmente o parzialmente nella fase di asta definitiva viene cancellata automaticamente;
- 2) "Valida sino alla cancellazione": l'eventuale quantità ineseguita della proposta permane nel mercato fino al termine dell'ultima fase della seduta, quando viene automaticamente cancellata.

Nella fase di negoziazione continua, in cui possono essere immesse esclusivamente proposte con limite di prezzo, le modalità di esecuzione sono le seguenti.

- 1) "Valida sino alla cancellazione";
- 2) "Tutto o niente": la proposta può essere eseguita solo integralmente.

2.1. Fasi di pre-asta preventiva e asta definitiva.

Nella fase di pre-asta preventiva gli operatori possono immettere proposte di negoziazione con limite di prezzo o senza limite di prezzo (c.d. proposte "al prezzo di apertura") ⁸³. Queste ultime vengono mano a mano ad assumere il prezzo al quale avrebbero le maggiori possibilità di essere eseguite.

⁸²) In caso di modifica delle proposte, esse perdono la loro priorità temporale, qualora la modifica implichi un aumento del quantitativo esposto o una variazione del prezzo.

⁸³) Contestualmente alla fase di pre-asta preventiva, le proposte aventi l'indicazione "tutto o niente" possono essere negoziate (per gli strumenti finanziari e per gli importi indicati nelle istruzioni) con le modalità della negoziazione continua. Tali proposte però, che devono avere l'importo minimo stabilito dalla Borsa italiana, nelle istruzioni, non partecipano alla formazione del prezzo di apertura.

Nella fase di asta preventiva viene effettuata la selezione di quegli strumenti finanziari che potranno essere poi trattati nella fase di negoziazione continua. In detta fase quindi non si concludono transazioni, venendosi semplicemente ad individuare i titoli per i quali gli operatori hanno mostrato interesse, in modo da aprire le negoziazioni esclusivamente sui titoli selezionati. Al termine di tale fase gli strumenti finanziari non selezionati, in quanto per essi non è risultata presente nemmeno una proposta di negoziazione, vengono rinviati alla seduta di borsa successiva.

L'asta preventiva ha dunque sul MOT una funzione di selezione rispetto alla negoziazione continua: solo i titoli che superano con successo la fase di apertura passano alla negoziazione continua in quella giornata di Borsa.

Durante le fasi di pre-asta ed asta preventiva inoltre, viene calcolato e continuamente aggiornato a titolo informativo, il prezzo teorico di apertura per ogni titolo su cui siano presenti proposte di negoziazione. Detto prezzo viene determinato in modo da risultare espressione della domanda e dell'offerta della maggiore quantità di strumenti finanziari. Esso viene, infatti, calcolato sulla base di particolari regole dirette a consentire la maggiore quantità possibile di scambi, in relazione alle proposte esistenti ⁸⁴.

Nell'ipotesi in cui non siano presenti sul mercato proposte di negoziazione ovvero siano presenti solo proposte con limite di prezzo ed il miglior prezzo in acquisto sia inferiore al miglior prezzo in vendita, non può darsi luogo alla determinazione del prezzo teorico di apertura.

⁸⁴) In particolare, il prezzo teorico di apertura è determinato nel seguente modo:

- a) è il prezzo al quale è negoziabile il maggiore quantitativo di strumenti finanziari;
 - b) qualora il quantitativo di cui alla lettera a) sia scambiabile a più prezzi, il prezzo teorico di apertura è pari a quello che produce il minor quantitativo non negoziabile relativamente alle proposte in acquisto o in vendita aventi prezzi uguali o migliori rispetto al prezzo considerato;
 - c) qualora rispetto a più prezzi risulti di pari entità anche il quantitativo di strumenti non negoziabili di cui alla lettera b), il prezzo teorico di apertura è pari a quello che risulta più prossimo all'ultimo prezzo ufficiale;
 - d) qualora in applicazione della precedente lettera c) risultino due prezzi equidistanti dall'ultimo prezzo ufficiale, il prezzo teorico di apertura è pari al maggiore dei due.
- Qualora siano presenti in acquisto e in vendita esclusivamente proposte al prezzo di apertura, il prezzo teorico di apertura è pari all'ultimo prezzo ufficiale.

2.2. Fasi di pre-apertura e asta preventiva.

Al termine della fase di asta preventiva viene attivata la fase di pre-asta definitiva solo per gli strumenti finanziari per i quali sia presente almeno una proposta di negoziazione.

Durante questa fase possono essere immesse, modificate e cancellate proposte di negoziazione con o senza limite di prezzo aventi ad oggetto gli strumenti finanziari selezionati nelle fasi preventive. Viene inoltre calcolato e riaggiornato il prezzo teorico di apertura con le stesse modalità della pre-asta preventiva.

Nella fase di asta definitiva il prezzo teorico di apertura determinato al termine della fase di pre-asta definitiva, viene validato ed assunto quale prezzo di apertura per la conclusione dei contratti, quando presenti una certa significatività, nel senso che rappresenti il prezzo al quale la maggior parte delle proposte in acquisto ed in vendita vengono ad incontrarsi.

Più in particolare il prezzo viene considerato valido se si verificano le seguenti condizioni:

- a) quando sia acquisito il rapporto percentuale tra le quantità in acquisto e quelle in vendita;
- b) quando sia altresì acquisita la differenza percentuale tra il prezzo teorico di apertura e l'ultimo prezzo ufficiale stabiliti dalla Borsa Italiana.

I contratti conclusi nella fase di asta definitiva al prezzo (dichiarato) valido, risultano dall'abbinamento automatico delle proposte in acquisto aventi prezzi uguali o superiori al prezzo di apertura e quelle in vendita aventi prezzi uguali o inferiori allo stesso prezzo, secondo le priorità temporali delle proposte e fino ad esaurimento delle quantità disponibili.

Gli strumenti finanziari per i quali siano stati conclusi contratti e quelli per cui, pur non essendo stato determinato il prezzo teorico di apertura, presentano almeno una proposta eseguibile nella negoziazione continua, vengono trasferiti alla negoziazione continua.

Invece vengono trasferiti alla seduta di borsa successiva, gli strumenti finanziari

non selezionati, e cioè quelli per cui non è presente alcuna proposta di negoziazione, nonché quelli per cui, pur essendo possibile determinare il prezzo di apertura, quest'ultimo non rispetta i parametri di validità,.

2.3. La fase di negoziazione continua.

Nella negoziazione continua gli operatori possono immettere, modificare e cancellare proposte di negoziazione esclusivamente con limite di prezzo ed aventi a d oggetto gli strumenti finanziari selezionati in precedenza.

In questa fase vengono altresì negoziate le proposte rimaste ineseuite (in tutto o in parte) nella fase di asta definitiva e trasferite automaticamente alla negoziazione continua come proposte con limite di prezzo ⁸⁵.

La conclusione dei contratti avviene, per le quantità disponibili, mediante abbinamento o applicazione delle proposte di segno contrario presenti sul mercato ed ordinate secondo i criteri di prezzo e di tempo.

Il prezzo ufficiale giornaliero di ciascuno strumento finanziario negoziato nel MOT è dato dal prezzo di apertura ed in mancanza di esso dalla media ponderata per le relative quantità dei prezzi dei contratti conclusi mediante sottoscrizione per abbinamento automatico.

Tutti i contratti conclusi nel MOT sono automaticamente registrati in un apposito archivio con indicazione del numero progressivo del contratto, dell'ora di inserimento delle proposte, dell'ora di esecuzione, dello strumento finanziario negoziato, della quantità, del prezzo e dei dati identificativi degli operatori contraenti ed infine del tipo di conto (proprio o terzi).

3. Mercato telematico dei contratti a premio (MPR).

⁸⁵ Dette proposte vengono trasferite secondo queste modalità: a) le proposte con limite di prezzo e la priorità temporale della proposta originale; b) le proposte al prezzo di apertura, qualora sia stato determinato il prezzo di apertura, con quest'ultimo prezzo e la priorità temporale della proposta originaria; c) le proposte al prezzo di apertura, qualora non sia stato determinato il

Nel mercato telematico dei contratti a premio avviene la negoziazione dei contratti a premio su azioni ⁸⁶, obbligazioni convertibili, *warrants* e diritti di opzione.

I contratti a premio costituiscono delle particolari tipologie di contratti a termine, la cui caratteristica è data dal fatto che attribuiscono "al compratore, dietro pagamento di un importo (detto premio), la facoltà di consegnare e/o ritirare, a seconda dei casi, entro un determinato termine (detto scadenza o giorno di risposta premi) la quantità di strumenti finanziari oggetto del contratto al prezzo unitario prefissato (detto prezzo di esercizio o base)". L'operazione si fonda sulla previsione che ciascuno dei soggetti contraenti fa ed il premio non rappresenta altro che il corrispettivo per l'acquisto o la vendita di un diritto a consegnare o ritirare una data quantità di strumenti finanziari ad un certo prezzo e ad una certa data.

La Borsa Italiana individua poi nelle istruzioni i tipi di contratti a premio che possono essere negoziati nel mercato MPR:

1. il contratto a premio "*Call*", che conferisce al compratore la facoltà di ritirare la quantità di strumenti finanziari oggetto del contratto al prezzo unitario prefissato;
2. il contratto a premio "*Put*", che conferisce al compratore la facoltà di consegnare la quantità di strumenti finanziari oggetto del contratto al prezzo unitario prefissato;
3. il contratto a premio "*Stellage*", che conferisce al compratore la facoltà di ritirare o consegnare la quantità di strumenti finanziari oggetto del contratto al prezzo unitario prefissato;
4. il contratto a premio "*Strap*", che conferisce al compratore la facoltà di ritirare la quantità di strumenti finanziari oggetto del contratto al prezzo unitario prefissato oppure di consegnarne la metà allo stesso prezzo;
5. il contratto a premio "*Strip*", che conferisce al compratore la facoltà di ritirare

prezzo di apertura, con l'ultimo prezzo ufficiale e la priorità temporale della proposta originaria.

⁸⁶) I contratti a premio negoziati nel mercato MPR su azioni, non possono avere ad oggetto azioni sottostanti i contratti di opzione su azioni negoziati nel mercato IDEM.

la quantità di strumenti finanziari oggetto del contratto al prezzo unitario prefissato oppure di consegnarne il doppio allo stesso prezzo ⁸⁷.

Per quanto riguarda le modalità di svolgimento delle negoziazioni nel MPR, esse avvengono esclusivamente in negoziazione continua ⁸⁸.

In particolare in una prima fase gli operatori immettono le loro proposte di negoziazione ⁸⁹, che possono essere esclusivamente con limite di prezzo.

La modalità di ordinamento delle proposte è il criterio della priorità di prezzo e in caso di parità di prezzo, quello della priorità temporale ⁹⁰.

Svolgendosi le negoziazioni in continua la conclusione dei contratti avviene, per le quantità disponibili, mediante l'abbinamento automatico di proposte di segno contrario e compatibili per prezzo e quantità, ordinate secondo i criteri di prezzo e di tempo ⁹¹. I contratti conclusi non hanno un unico prezzo, ma assumono il prezzo che si determina nel momento in cui si creano le condizioni per la loro esecuzione, quindi si assiste alla formazione di tanti prezzi quanti sono gli abbinamenti acquisto/vendita realizzati.

⁸⁷) Nei contratti "Call" e "Put" il compratore è prevista la possibilità per il compratore del premio, nell'esercizio delle facoltà dei relativi contratti, di ritirare/consegnare parzialmente gli strumenti finanziari negoziati a premio, purché i quantitativi siano pari o multipli del lotto minimo di contrattazione dello strumento finanziario. Anche per i contratti "Stellage", "Strap" e "Strip" è prevista la possibilità per il compratore del premio di eseguire parzialmente la facoltà inerente al contratto a premio stipulato, purché i quantitativi siano sempre pari o multipli del lotto minimo di contrattazione dello strumento finanziario stesso con l'obbligo di consegnare o ritirare il complemento rispetto al quantitativo totale negoziato.

⁸⁸) Anche nell'MPR la Borsa Italiana stabilisce i "quantitativi minimi negoziabili nel mercato temperando esigenze di funzionalità del mercato, di agevole accesso al mercato da parte degli investitori e di economicità nell'esecuzione degli ordini" (art. 4.3.1. del Regolamento della Borsa Italiana s.p.a.).

⁸⁹) Le proposte di negoziazione contengono almeno le informazioni relative allo strumento finanziario sottostante, al tipo di premio, alla data di risposta premi, alla base del contratto, alla quantità di strumento finanziario sottostante, al tipo di operazione, al tipo di conto nonché alle condizioni di prezzo.

⁹⁰) Le proposte modificate perdono la priorità temporale acquisita se la modifica implica un aumento del quantitativo o una variazione del prezzo.

⁹¹) Gli operatori possono infatti sottoscrivere, mediante applicazione, una o più proposte di segno contrario presenti nel mercato rispettandone l'ordine di priorità.

In caso di sottoscrizione di un quantitativo inferiore alla proposta applicata, la quantità residua rimane esposta sul mercato con il prezzo e la priorità temporale della proposta originaria.

Anche nel MPR come nel MTA, l'esecuzione dei contratti può avvenire attraverso la funzione di "*cross order*", secondo le medesime modalità. Tutti i contratti conclusi nel mercato MPR vengono registrati con indicazione del numero progressivo del contratto, dell'ora di inserimento delle proposte, ora di esecuzione, strumento finanziario negoziato, della quantità e del prezzo unitario, nonché dei dati identificativi degli operatori contraenti e il tipo di conto (proprio o terzi).

4. Mercato degli strumenti derivati (IDEM).

Gli strumenti derivati sono nati per facilitare la gestione del rischio, conseguenza della elevata variabilità tipica dei mercati finanziari. La loro denominazione è data dal fatto che la determinazione del loro valore "deriva" dal prezzo dell'attività sottostante al contratto ⁹². Possiamo distinguere tre grandi gruppi di prodotti derivati:

- 1) il contratto di *swap*, con il quale le parti assumono l'impegno a scambiarsi flussi monetari in entrata e in uscita e a compiere, ad una data posteriore, l'operazione inversa;
- 2) il contratto di *future*, con il quale le parti si impegnano a scambiarsi alla scadenza un certo quantitativo dell'attività sottostante ad un prezzo prestabilito ⁹³. In particolare, tale impegno comporta per l'acquirente e per il venditore del contratto, l'obbligo di effettuare una data prestazione alla scadenza, impegno che può essere estinto solo mediante una operazione di segno contrario prima della scadenza medesima.

⁹²) Si possono distinguere gli strumenti derivati in base alla tipologia dell'attività sottostante:

1) *Commodity derivatives*, sono i contratti che hanno per oggetto attività reali, quali: oro, petrolio, caffè, cereali, ecc.

2) *Financial derivatives*, sono i contratti basati sulle attività finanziarie, che si distinguono a loro volta in derivati sui tassi di interesse, derivati sulle valute, derivati sulle azioni o su indici azionari. Il Fib 30 appartiene a quest'ultimo sottogruppo.

⁹³) Come afferma il Regolamento della Borsa Italiana, la liquidazione a scadenza del contratto può avvenire anche versando la differenza tra il prezzo di conclusione del contratto e il suo prezzo di liquidazione.

- 3) il contratto di opzione, con il quale una delle parti, dietro pagamento di un corrispettivo (c.d. premio), acquista la facoltà di acquistare (opzione *call*) o di vendere (opzione *put*), alla o entro la data di scadenza, un certo quantitativo dell'attività sottostante a un prezzo prestabilito (c.d. prezzo di esercizio) ⁹⁴.
- 4) Nell'ambito di ciascuna categoria sono poi riscontrabili una ampia gamma di varianti rispetto alle figure contrattuali originarie.

Gli strumenti derivati sono negoziati nei mercati organizzati e nei mercati fuori borsa (gli *over-the-counter*) ⁹⁵. In particolare gli *swaps* sono negoziati fuori borsa, i *future* nei mercati organizzati e le opzioni sono invece scambiate sia nei mercati organizzati che in quelli *over-the-counter*.

In Italia l'IDEM è il mercato organizzato degli strumenti derivati, regolamentato dalla Borsa Italiana. In esso sono ammessi alle negoziazioni un contratto *future* avente ad oggetto l'indice di borsa Mib 30 (denominato "*future* su indice di borsa Mib 30" ovvero contratto "Fib 30 ovvero contratto "Iso alfa"). Detti strumenti derivati vengono poi definiti nelle istruzioni sia oper quanto attiene alle caratteristiche contrattuali, sia per quanto attiene alla metodologia di calcolo e di gestione, qualora il contratto abbia riguardo ad una attività sottostante costituita da indici ⁹⁶.

⁹⁴) Come afferma il Regolamento della Borsa Italiana, la liquidazione del contratto può altresì avvenire mediante lo scambio di una somma di denaro determinata, per le opzioni *call*, come differenza tra il prezzo di esercizio e il prezzo di liquidazione dell'attività sottostante, ovvero, per le opzioni *put*, come differenza tra il prezzo di liquidazione dell'attività sottostante e il prezzo di esercizio, il giorno in cui la facoltà è esercitata o alla scadenza.

⁹⁵) Vedi P. PIA, *Il mercato azionario italiano*, Torino, 1997, la quale a pag. 267 afferma che detti mercati *over-the-counter* (Otc) "sono caratterizzati dalla assenza di un luogo fisico di svolgimento e di accentramento delle negoziazioni, dalla mancanza di quotazioni ufficiali, dalla scarsa o inesistente standardizzazione dei contratti, sia sotto il profilo degli importi sia sotto quello delle scadenze, dalla bilateralità dei contratti e dall'assenza di organismi centrali di compensazione. I contratti derivati *over-the-counter* sono scambiati privatamente tra le istituzioni finanziarie e i loro clienti, costituendo – per questi ultimi – strumenti costruiti *ad hoc* per la gestione del rischio. I contratti Otc hanno infatti per oggetto attività e/o scadenze non disponibili sui mercati organizzati".

⁹⁶) Queste caratteristiche contrattuali devono essere preventivamente comunicate alla Consob. La Borsa Italiana può stabilire l'avvio delle negoziazioni dei contratti solo dopo l'esplicito assenso della Consob, ovvero decorsi 30 giorni dall'avvenuta comunicazione senza che la Consob

In sintesi le principali caratteristiche dei suddetti contratti ammessi alle negoziazioni sull'IDEM:

- Il Fib 30 è un contratto con il quale due soggetti si accordano per acquistare/vendere un paniere di titoli azionari inclusi nell'indice oggetto del contratto, ad un prezzo prefissato ed ad una data prestabilita ⁹⁷. Nelle istruzioni per il mercato IDEM è poi stabilito che il suo valore, quotato in punti indice, è dato dal prodotto tra il suo prezzo e il valore di ciascun punto dell'indice pari a lire 10.000. Il contratto Fib 30 ha poi la caratteristica che non è possibile effettuare la consegna fisica dell'attività sottostante. Infatti detto contratto non prevede alla scadenza la consegna degli strumenti finanziari che compongono l'indice Mib 30, bensì la liquidazione differenziale del contratto.
- L'opzione è in generale un contratto che conferisce all'acquirente la facoltà (ma non l'obbligo) di comprare o vendere un certo bene o una attività finanziaria, ad un prezzo prefissato (prezzo di esercizio o base o *strike price*) ad una certa scadenza o entro la stessa, previo pagamento di un premio. Il contratto con cui l'acquirente dispone del diritto di comprare l'attività sottostante prende il nome di *call option*; quello con cui l'acquirente ottiene la facoltà di vendere il bene prende il nome di *put option*. Oggetto dell'opzione possono essere l'indice di borsa Mib 30 (Mibo 30) o le singole azioni (Iso alfa). Il contratto Mibo 30 ha valore pari al prodotto tra il prezzo di esercizio (in punti indice) ed il valore di ciascun punto dell'indice pari a lire 10.000 ⁹⁸. L'opzione può essere esercitata esclusivamente il giorno di scadenza della stessa, dopo il termine delle negoziazioni. Trattandosi di un indice, l'esercizio dell'opzione non prevede la consegna degli strumenti finanziari, bensì la liquidazione a contante alla Cassa, da parte del contraente compratore, della differenza fra prezzo di esercizio e valore di liquidazione

medesima abbia fatto opposizione.

⁹⁷) Vedi P. PIA, *OP. CIT.*, PAG. 268.

⁹⁸) Vedi Istruzioni della Borsa Italiana.

dell'indice. Il valore del contratto Iso alfa è invece pari al prodotto tra il prezzo di esercizio ed il numero di azioni sottostanti il singolo contratto, quest'ultimo fissato dalla Borsa Italiana in base al prezzo dell'azione sottostante e al quantitativo minimo negoziabile sul mercato telematico azionario. L'esercizio dell'opzione può avvenire in qualsiasi momento prima della scadenza. L'Iso alfa prevede infine, all'esercizio, la consegna delle azioni sottostanti lo stesso contratto.

Detti contratti negoziati sul mercato IDEM sono compensati e garantiti dalla Cassa di compensazione e garanzia secondo le modalità definite dalla Banca d'Italia d'intesa con la Consob ai sensi dell'art. 52 del Decreto 415.

Trattandosi di un mercato altamente rischioso la B. I. ha predisposto una serie di precise e rigide regole per l'esecuzione delle negoziazioni degli strumenti derivati, dirette a salvaguardare l'integrità del mercato ⁹⁹.

Nell'IDEM le negoziazioni si svolgono nell'unica fase di negoziazione continua, in cui ha luogo la conclusione dei contratti ¹⁰⁰.

In detta fase gli operatori possono immettere, modificare, cancellare le proposte di negoziazione, che devono essere fatte in forma anonima ¹⁰¹. Le proposte vengono classificate in ordine decrescente di prezzo per gli acquisti e in ordine crescente per le vendite e, a parità di prezzo, secondo la priorità temporale di immissione ¹⁰².

Il Regolamento contiene poi tutta una serie di norme che disciplinano

⁹⁹) L'IDEM presenta la caratteristica della standardizzazione dei contratti ed il coinvolgimento dell'organo di compensazione e garanzia, che funge da controparte legale di tutti gli acquirenti e di tutti i venditori e facilita l'esecuzione dei contratti e soprattutto ne garantisce il buon fine. La standardizzazione e la presenza della Cassa permettono di estinguere anticipatamente una posizione con estrema facilità, accrescendo significativamente la flessibilità nell'uso dei contratti negoziati nell'IDEM (*amplius* vedi P. PIA, *op. cit.*, pag. 267).

¹⁰⁰) La Borsa Italiana stabilisce nelle Istruzioni gli orari di svolgimento delle negoziazioni, anche in relazione a specifiche categorie di contratti.

¹⁰¹) Le proposte di negoziazione contengono almeno le informazioni relative allo strumento derivato da negoziare, alla quantità, al tipo di operazione, al tipo di conto nonché alle condizioni di prezzo.

¹⁰²) Le proposte modificate perdono la priorità temporale acquisita se la modifica implica un aumento del quantitativo delle proposte o una variazione del prezzo.

compiutamente le tipologie di proposte che possono essere immesse, nonché le modalità d'immissione delle stesse, al fine di cautelare l'integrità e la trasparenza di un mercato di per sé stesso altamente rischioso ¹⁰³.

In particolare possono essere immesse le seguenti tipologie di proposte di negoziazione:

- a) "proposta singola", riflettente un ordine, in acquisto o in vendita, relativo a una singola serie dei contratti;
- b) "proposta combinata standard" riflettente una combinazione di due ordini relativi a due serie diverse, la cui esecuzione avviene simultaneamente al verificarsi delle idonee condizioni di mercato. La Borsa Italiana determina nelle Istruzioni le strategie operative di proposte combinate standard;
- c) "proposta combinata non standard", riflettente una combinazione, definita dall'operatore proponente, di due o più ordini relativi a serie differenti, la cui esecuzione deve avvenire contestualmente;
- d) "quotazioni", riflettenti offerte di acquisto e vendita degli operatori *market maker* in adempimento dei loro obblighi.

Le proposte di cui alla lettera a), b) e c) possono essere immesse con o senza limite di prezzo:

Le proposte con limite di prezzo possono essere specificate con le seguenti modalità di esecuzione:

- 1) "esegui e cancella": la proposta viene eseguita, anche parzialmente, per le quantità disponibili sul lato opposto del *book* e l'eventuale saldo residuo viene cancellato automaticamente;
- 2) "esegui tutto o cancella": la proposta viene eseguita per l'intera quantità oppure cancellata automaticamente;
- 3) "valido sino alla scadenza": la proposta permane nel mercato fino alla scadenza del contratto;

¹⁰³) Il regolamento della Borsa Italiana prevede che "al fine di garantire il buon funzionamento tecnico e un utilizzo efficiente delle strutture informatiche di supporto alle negoziazioni, la Borsa Italiana può imporre limiti all'immissione o alla modifica di proposte di negoziazione in termini di frequenza giornaliera, ovvero di numero complessivo giornaliero, ovvero di rapporto tra proposte e contratti conclusi, secondo i criteri e le modalità specificati nelle Istruzioni".

- 4) “valido sino alla data specificata”: la proposta permane nel mercato fino alla data specificata;
- 5) “valido per la seduta”: la proposta permane nel mercato fino al termine della seduta.

Le proposte senza limite di prezzo (proposte al prezzo di mercato) possono essere specificate con le seguenti modalità di esecuzione:

- 1) “esegui e cancella”;
- 2) “esegui tutto o cancella”.

Le quotazioni di cui alla lettera d) possono essere immesse esclusivamente con limite di prezzo e senza che siano specificate modalità di esecuzione.

Le proposte “singole” e quelle “combinata standard” possono altresì essere specificate con la modalità di esecuzione “*stop loss*”. Essa consiste nell’immissione di proposte in stato inattivo fino all’eventuale raggiungimento sul mercato di un prezzo scelto dall’operatore all’atto dell’immissione delle proposte *stop loss (trigger price)*. Dette proposte vengono attivate, quando “il prezzo di mercato risulti uguale o superiore al *trigger price* per le proposte in acquisto, ovvero uguale o inferiore al *trigger price* per le proposte in vendita”.

La conclusione dei contratti, trattandosi di negoziazione continua, avviene automaticamente, mediante l’abbinamento delle proposte di segno opposto presenti sul mercato. Più in particolare una proposta con limite di prezzo si abbina con una o più proposte di segno opposto aventi prezzo uguale o migliore della proposta inserita ed una proposta senza limite di prezzo (cioè “al prezzo di mercato”) si abbina con una o più proposte di segno opposto presenti sul mercato al momento dell’immissione della proposta ¹⁰⁴. Il prezzo ufficiale di ciascuno strumento negoziato è rappresentato dal prezzo di chiusura giornaliero. Esso viene calcolato dalla Cassa di compensazione e garanzia come media ponderata per le quantità dei prezzi dell’ultimo 10% dei contratti scambiati sul

¹⁰⁴) Nell’ipotesi in cui una proposta al prezzo di mercato venga eseguita parzialmente, la quantità ineseguita viene automaticamente cancellata. Se invece ad essere parzialmente eseguita è una proposta con limite di prezzo, la quantità ineseguita resta esposta sul mercato come una autonoma proposta, ma con il prezzo e la priorità temporale della proposta originaria.

mercato.

Nell'IDEM sono poi previste particolari modalità di conclusione dei contratti che si verificano quando vengono immesse proposte di negoziazione c.d.

“*interbank*” finalizzate alla conclusione dei contratti nei quali la controparte sia costituita esclusivamente da un operatore predeterminato, purché a un prezzo compreso tra la migliore proposta in acquisto e la migliore proposta in vendita, estremi esclusi e quando vengono immesse proposte di negoziazione c.d.

“*internal*”, finalizzate alla conclusione di contratti nei quali la controparte sia costituita esclusivamente dallo stesso operatore che ha immesso le proposte, purché a un prezzo compreso tra la miglior proposta in acquisto e la miglior proposta in vendita, estremi esclusi. Un'altra modalità di conclusione dei contratti è quella che viene effettuata con l'utilizzo della funzione di *give-up*. Detta funzione permette che la compensazione e garanzia dei contratti conclusi da un operatore ammesso alle negoziazioni sul mercato IDEM (negoziatore) per conto di un proprio committente siano effettuate da un diverso operatore (compensatore) designato dal committente stesso ¹⁰⁵.

Tutti i contratti conclusi nel mercato IDEM vengono registrati indicando il numero progressivo del contratto, ora di inserimento delle proposte, ora di esecuzione, serie negoziata, quantità e prezzo unitario, codice identificativo e posizione contrattuale degli operatori acquirenti e venditori, il tipo di conto (proprio o terzi), nonché l'eventuale indicazione di apertura o chiusura di posizione.

Le informazioni inerenti ad ogni contratto concluso nel mercato vengono automaticamente inviate alla Cassa di compensazione e garanzia.

4.1. Segue: Gli operatori *market maker*.

I *market maker* costituiscono una categoria di operatori, che possono partecipare

¹⁰⁵) L'operatore che svolge la funzione di compensatore in un contratto di *give-up* deve essere, in ogni caso, aderente generale o aderente individuale alla Cassa di compensazione e garanzia.

alle negoziazioni nell'IDEM ed il cui ruolo può essere ricoperto solo da sim di negoziazione per conto proprio e banche. La loro presenza può essere prevista dalla Borsa Italiana al fine di assicurare la necessaria liquidità degli strumenti derivati negoziati e la continuità delle negoziazioni.

Detti operatori devono innanzitutto rispondere ad un requisito patrimoniale fissato dalla Banca d'Italia d'intesa con la Consob, che ammonta ad almeno venti miliardi di lire. Essi devono essere iscritti in un apposito Elenco costituito e tenuto dalla B. I. ¹⁰⁶ e si impegnano ad esporre proposte in acquisto e in vendita per quantitativi minimi di contratti. La Borsa Italiana specifica nelle istruzioni i termini di tali obblighi e le modalità di verifica, anche in considerazione della diversa natura dei contratti negoziati: sono infatti previsti nelle Istruzioni obblighi differenti a seconda che i *market maker* operino sul contratto Fib 30, sul Mibo 30, ovvero sull'Iso alfa.

¹⁰⁶) Per permanere in detto Elenco gli operatori devono rispettare gli obblighi specificati nelle Istruzioni e mantenere un adeguato livello di efficienza nello svolgimento dell'attività, misurato secondo criteri oggettivi con riferimento al contributo di liquidità al mercato.

Parte V

Il mercato ristretto

La funzione principale del mercato ristretto è quella di consentire lo scambio di strumenti finanziari che, pur essendo oggetto di scambi, non possono accedere al mercato ufficiale borsistico, in quanto non posseggono i requisiti oggettivi e soggettivi per poter essere ivi ammessi ¹⁰⁷.

Il mercato ristretto è stato disciplinato per la prima volta dalla legge 23 febbraio 1977, n.49. secondo un'autrice ¹⁰⁸ l'intento del legislatore era di "creare un luogo di acclimatemento per i titoli negoziati, in preparazione alla successiva quotazione presso la borsa valori". Il mercato ristretto doveva dunque in questa prospettiva, fornire la possibilità di verificare la reazione del mercato nei confronti dei loro titoli, consolidando nel contempo i requisiti necessari per accedere al mercato ufficiale.

La B.I. ha predisposto le regole per l'ammissione alle negoziazioni nel mercato ristretto, che sono pressoché identiche a quelle previste per il mercato ufficiale, salvo ovviamente i requisiti richiesti per l'ammissione, che sono meno stringenti di quelli in vigore per il mercato ufficiale, in ragione del fatto che la capacità di formazione di un mercato sugli strumenti finanziari ammessi al ristretto è inferiore rispetto alla capacità di formazione di un

¹⁰⁷) Come afferma P.PIA, *Il mercato azionario*, Torino, 1997, pag. 224/225, nel mercato ristretto vengono negoziati "titoli le cui *performances* devono essere sottoposte ad una verifica di mercato prima di poterli iscrivere al listino ufficiale; titoli di imprese di medie dimensioni con azionariato locale, per i quali è possibile ipotizzare un eventuale passaggio al listino ufficiale solo dopo un processo di crescita dimensionale dell'emittente e di una sprovvincializzazione della compagine sociale; titoli la cui circolazione è sottoposta a particolari clausole limitative (clausole di gradimento o di prelazione), le quali potrebbero costituire un serio ostacolo al fluido svolgersi delle negoziazioni".

mercato sugli strumenti finanziari ammessi alla quotazione ufficiale.

Tratterò quindi le condizioni per l'ammissione nel ristretto enunciando le principali differenze con le condizioni previste per l'ammissione alla quotazione ufficiale.

1. Strumenti finanziari ammessi e condizioni per l'ammissione.

L'ammissione al mercato ristretto è consentita a quei titoli (azioni, obbligazioni e *warrant* emessi esclusivamente da società nazionali), che rispondono ai medesimi criteri già visti per l'ammissione sull'MTA, salvo che per quanto riguarda le azioni, il flottante deve essere pari ad almeno un miliardo di lire, anziché 10; la diffusione presso il pubblico deve essere pari non al 25% del capitale rappresentato dalla categoria di appartenenza, ma al 20% dell'ammontare complessivo.

Le obbligazioni possono essere ammesse a condizione che il relativo prestito non sia inferiore a 3 miliardi di lire, anziché 30 e nel caso di obbligazioni convertibili le azioni da attribuire in conversione siano già quotate e il prestito non sia invece inferiore ad un miliardo di lire.

Per i *warrant* infine si applicano in tutto le disposizioni previste per l'ammissione alla quotazione ufficiale.

2. Sponsor, domanda e procedura di ammissione, sospensione e revoca.

Si applicano, in quanto compatibili, tutte le disposizioni previste dal regolamento della Borsa Italiana per l'ammissione alla quotazione ufficiale.

¹⁰⁸) Cfr. P. PIA, *op. cit.*, pag. 225.

Parte VI

Disciplina del Nuovo Mercato.

La Borsa Italiana s.p.a. ha disciplinato con regolamento, deliberato dall'assemblea il 4 dicembre 1998 e approvato dalla Consob con delibera n. 11808 del 27 gennaio 1999, il Nuovo Mercato (operativo dal 29 gennaio 1999), destinato alla negoziazione di azioni ordinarie di emittenti nazionali ed esteri ad alto potenziale di sviluppo.

Si tratta del c.d. mercato delle "piccole e medie imprese" ad alto tasso di crescita, creato proprio al fine di stimolare un processo di crescita dei mercati nazionali¹⁰⁹.

Essendo il Nuovo Mercato indirizzato ad imprese/società, aventi una più bassa capitalizzazione rispetto a quelle ammesse nell'MTA, la Borsa Italiana ha richiesto dei requisiti meno stringenti per l'ammissione a quotazione, per rendergli possibile l'accesso.

E così anche, trattandosi di emittenti che hanno raggiunto un livello dimensionale più basso rispetto agli emittenti dell'MTA, avranno conseguentemente un mercato più limitato, in ragione del numero più limitato di azioni in circolazione.

La Borsa Italiana, in ragione di ciò, ha dovuto prevedere degli "aggiustamenti" al sistema di negoziazione, che malgrado la dimensione del mercato più limitata

¹⁰⁹) La Borsa Italiana s.p.a. ha chiarito che il Nuovo Mercato si rivolge a:

1. società operanti in settori innovativi e ad alta tecnologia con fabbisogni finanziari legati ad un progetto o un programma di sviluppo;
2. società operanti in settori "tradizionali" con innovazioni di prodotto, di processo o distributive che comportano una crescita significativa;
3. società gestite da managers-impreditori che cercano partnerships per programmi ambiziosi di sviluppo;
4. società già quotate su altri mercati che desiderano allargare la loro base azionaria domestica.

La Borsa Italiana ha inoltre spiegato che gli obiettivi del Nuovo Mercato sono:

1. creare un nuovo canale di finanziamento appositamente progettato per rispondere ai bisogni di imprese giovani e dinamiche con elevati tassi di crescita e ambiziosi progetti di sviluppo;
2. fornire una visibilità europea alle società italiane ad alto tasso di crescita, con tutti i vantaggi connessi ad una quotazione domestica;
3. offrire un canale di disinvestimento organizzato per le attività di venture capital, favorendo

consentano comunque un livello di liquidità che possa dare significatività ai prezzi. Detti “aggiustamenti” sono principalmente costituiti dai maggiori obblighi assunti dall’operatore specialista, al fine di garantire la liquidità del mercato.

1. Condizioni per l’ammissione alle negoziazioni.

Ferme restando le condizioni generali per l’ammissione, identiche a quelle richieste per l’ammissione alla quotazione ufficiale, tese a garantire la circolabilità delle azioni, la Borsa Italiana ha previsto i requisiti di ammissione che hanno riguardo da una parte agli emittenti e dall’altra agli strumenti finanziari in quanto tali.

1.1. Requisiti degli emittenti.

Gli emittenti che chiedono l’ammissione a quotazione devono aver pubblicato e depositato, conformemente al diritto nazionale, almeno un bilancio di esercizio (anziché gli ultimi tre richiesti nell’MTA), eventualmente anche consolidato, che deve essere relativo ad almeno un esercizio annuale ¹¹⁰.

Gli emittenti devono aver sottoposto il bilancio, anche consolidato, a revisione contabile ai sensi dell’art. 156 del T.U. della Finanza o della corrispondente disciplina di diritto estero applicabile ¹¹¹. L’ammissione alle negoziazioni non può essere disposta se la società di revisione ha espresso un giudizio negativo ovvero si

indirettamente la creazione di nuove imprese e l’occupazione.

¹¹⁰) Laddove tale requisito manchi ed in via eccezionale, resta comunque la facoltà della Borsa Italiana, sempre che ciò risponda agli interessi degli investitori, di derogare alla durata annuale dell’esercizio.

Nel caso in cui la Borsa Italiana abbia accordato la deroga, può richiedere agli emittenti, a integrazione del bilancio relativo a un periodo inferiore all’anno, una ricostruzione della situazione economica e patrimoniale, anche consolidata relativa ad un periodo da concordare. Detta ricostruzione deve essere sottoposta a revisione contabile ai sensi dell’art. 156 del T.U. della Finanza o della corrispondente disciplina estera.

¹¹¹) Per gli emittenti che abbiano subito recentemente modifiche sostanziali nella loro struttura patrimoniale, la Borsa Italiana può richiedere, ad integrazione del bilancio, anche consolidato, relativo ad almeno un esercizio annuale, una ricostruzione della situazione economica e patrimoniale relativa almeno allo stesso periodo. Detta ricostruzione deve essere sottoposta a revisione contabile ai sensi dell’art. 156 del T.U. della Finanza o della corrispondente disciplina estera.

è dichiarata impossibilitata a esprimere un giudizio.

Anche in questo caso resta fermo il requisito che l'emittente deve esercitare una attività capace di generare ricavi (direttamente o attraverso le proprie controllate), in condizioni di autonomia gestionale, volendosi anche in questo caso evitare la quotazione delle c.d. "scatole cinesi".

Per quanto riguarda la dimensione dell'emittente il patrimonio netto deve ammontare ad almeno 2,5 miliardi di lire o importo equivalente in Euro, mutando radicalmente prospettiva rispetto all'MTA, in cui è invece richiesta una capitalizzazione prevedibile pari ad almeno dieci miliardi di lire.

1.2. Requisiti delle azioni.

I requisiti delle azioni fanno sempre riferimento alla diffusione fra il pubblico delle azioni, che si presume realizzata nel Nuovo Mercato, quando le azioni siano ripartite tra il pubblico o presso investitori istituzionali per almeno il 20% del capitale, invece del 25% richiesto nell'MTA.

La diffusione deve essere realizzata con un'offerta di controvalore non inferiore a 5 miliardi di lire e rappresentata da un numero di azioni non inferiore a 100.000 ¹¹².

La Borsa Italiana ha previsto delle deroghe ai requisiti sopra esaminati.

Una prima ipotesi di deroga, prevista anche per l'ammissione nell'MTA, riguarda le azioni di nuova emissione di pari categoria e medesime caratteristiche, aventi però godimento differenziato, rispetto a quelle già quotate, alle quali non sia applicano le previsioni sopra descritte, potendo la Borsa Italiana disporre una ammissione a quotazione con separata linea.

La seconda deroga riguarda l'ammissione alle negoziazioni di azioni ordinarie di emittenti le cui azioni ordinarie siano già ammesse ovvero siano contestualmente ammesse alle negoziazioni in un mercato regolamentato. Per detti titoli azionari, la

¹¹²) La diffusione deve essere realizzata con un'offerta di controvalore non inferiore a 5 miliardi di lire o importo equivalente in Euro e rappresentata da un numero di azioni non inferiore a 100.000. La Borsa Italiana si è riservata la facoltà di accordare una deroga con riferimento al controvalore minimo dell'offerta. Detta deroga può essere accordata tenuto conto delle prospettive economiche e

Borsa Italiana può derogare ai requisiti sopra descritti ¹¹³.

Al fine di garantire liquidità e funzionalità al mercato, la Borsa Italiana impone agli azionisti che abbiano assunto tale qualità nei 12 mesi precedenti la data di presentazione della domanda di ammissione alle negoziazioni, nonché ai soci fondatori, agli amministratori ed ai dirigenti di assumere l'impegno, per la durata di un anno, a non vendere, offrire, costituire in pegno e, in generale, a non compiere operazioni aventi ad oggetto un quantitativo almeno pari all'80% delle azioni ordinarie dell'emittente possedute da tali soggetti alla data di avvio delle negoziazioni ¹¹⁴.

2. Sponsor e specialista.

L'emittente deve nominare uno o più soggetti incaricati a svolgere le funzioni di sponsor e di specialista, quando intenda richiedere alla Borsa Italiana l'ammissione delle proprie azioni ordinarie.

Detti soggetti assumono l'impegno di collaborare con l'emittente nella procedura di ammissione delle azioni, ai fini di un ordinato svolgimento della stessa, di intervenire nel mercato al fine di sostenere la liquidità delle azioni e di svolgere attività di analisi finanziaria.

I soggetti abilitati ad esercitare le funzioni di sponsor sono le banche e le imprese di investimento nazionali, comunitarie ed extracomunitarie, nonché gli intermediari iscritti nell'elenco speciale di cui all'art. 107 del T.U. bancario.

I soggetti abilitati ad esercitare le funzioni di specialista sono in generale gli operatori ammessi alle negoziazioni sul mercato.

Il soggetto o i soggetti che svolgono le funzioni di sponsor e di specialista devono essere indipendenti ed autonomi rispetto all'emittente (così come è richiesto negli altri mercati in relazione allo sponsor), e per assicurare ciò la Borsa Italiana ha

finanziarie dell'emittente.

¹¹³) Tale deroga può essere accordata tenuto conto della diffusione delle azioni ordinarie presso il relativo mercato regolamentato.

¹¹⁴) La Borsa Italiana può derogare a questa disposizione, in presenza di operazioni straordinarie

stabilito che detti soggetti non possono far parte del gruppo cui l'emittente appartiene o che fa capo all'emittente.

Qualora detti soggetti (o società del gruppo a cui tali soggetti appartengano o che a tali soggetti fa capo) detengano una partecipazione nella società emittente (o in società facenti parte del gruppo a cui l'emittente appartiene o che all'emittente fa capo) ovvero sussistano significativi rapporti di natura creditizia tra tali soggetti e l'emittente o soggetti che detengano partecipazioni rilevanti nell'emittente, sono tenuti a rilasciare alla Borsa Italiana una attestazione precisando la natura e la consistenza dei relativi rapporti ¹¹⁵.

Per quanto riguarda le funzioni dello sponsor, così come negli altri mercati organizzati e gestiti dalla Borsa Italiana, consistono nell'assunzione da parte dello sponsor di determinate responsabilità, tra cui quella di comunicare alla Borsa Italiana tutti i dati e i fatti rilevanti di cui è venuto a conoscenza nel corso della propria attività rilevanti ai fini della ammissione a quotazione, che coloro i quali hanno la rappresentanza della società emittente sono stati adeguatamente informati delle responsabilità e degli obblighi conseguenti alla ammissione a quotazione dei titoli azionari della società stessa, che la società emittente ha istituito al proprio interno procedure tali da consentire ai responsabili di disporre periodicamente e con tempestività di un quadro esaustivo della situazione economica e finanziaria della società e dell'eventuale gruppo a essa facente capo, di essere sicuro che i dati previsionali esibiti dall'emittente siano stati redatti in modo attento e approfondito ed infine che il collocamento dei titoli venga effettuato secondo le regole della migliore prassi nazionale ed internazionale ¹¹⁶.

Per quanto riguarda invece le funzioni dello specialista, esse consistono in primo

relative all'emittente, su richiesta motivata dello stesso.

¹¹⁵) Anche l'emittente deve rilasciare attestazione alla Borsa Italiana, precisando la natura e la consistenza dei relativi rapporti, qualora l'emittente (o società del gruppo a cui l'emittente appartiene o che all'emittente fa capo) detenga una partecipazione nei soggetti chiamati a svolgere le funzioni di sponsor e specialista (o società del gruppo a cui tali soggetti appartengano o che a tali soggetti fa capo).

¹¹⁶) Il soggetto che svolge le funzioni di sponsor deve essere uno dei membri della direzione del consorzio incaricato dell'offerta al pubblico delle azioni, ovvero uno dei soggetti incaricati del collocamento delle azioni presso gli investitori professionali.

luogo nell'impegno assunto dal soggetto incaricato di esporre continuativamente sul mercato proposte in acquisto e vendita che non devono discostarsi da determinati prezzi stabiliti dalla Borsa Italiana.

Lo specialista deve inoltre pubblicare due analisi finanziarie all'anno riguardanti l'emittente e brevi analisi in occasione della diffusione dei dati trimestrali e dei principali eventi societari relativi all'emittente.

Infine deve organizzare almeno due volte all'anno un incontro tra i management della società e la comunità finanziaria, presenziando agli incontri medesimi.

Così come negli altri mercati, in caso di violazione dei predetti obblighi, la Borsa Italiana può applicare ai predetti soggetti delle sanzioni, tenuto conto della gravità del fatto e dell'eventuale recidiva.

3. Procedura di ammissione alle negoziazioni.

Anche nel Nuovo Mercato la disciplina del procedimento per l'ammissione a quotazione prevede in primo luogo la domanda di ammissione, che deve essere inoltrata alla Borsa Italiana, previa delibera dell'organo competente ¹¹⁷.

Entro due mesi dalla data della domanda la Borsa Italiana delibera e comunica al richiedente l'ammissione o il rigetto della domanda, dandone contestuale comunicazione alla Consob e rendendo pubblica la decisione mediante proprio Avviso.

4. Sospensione ed esclusione dalle negoziazioni.

Così come negli altri mercati organizzati e gestiti dalla Borsa Italiana, quando un emittente risulta privo dei requisiti richiesti, deve uscire dal mercato.

¹¹⁷) Cfr. tutta la problematica già affrontata (pag....), riguardante l'organo societario competente per tale delibera.

La Borsa Italiana ha così disposto la sospensione dalle negoziazioni delle azioni ordinarie “se la regolarità del mercato delle azioni ordinarie stesse non è temporaneamente garantita o rischia di non esserlo ovvero se lo richieda la tutela degli investitori”, ovvero l’esclusione dalle negoziazioni delle azioni ordinarie, “in caso di prolungata carenza di negoziazione ovvero se reputa che, a causa di circostanze particolari, non sia possibile mantenere un mercato normale e regolare per tali azioni”.

E’ poi anche in questo caso prevista la disciplina dell’esclusione su richiesta dalle negoziazioni, in applicazione dell’art. 133 del T.U. della Finanza.

5. Le modalità di negoziazione.

Nel Nuovo Mercato vengono negoziati titoli azionari ordinari, per qualunque quantitativo, a differenza dell’MTA, in cui la Borsa Italiana ha stabilito dei quantitativi minimi negoziabili.

I contratti vengono liquidati al quinto giorno successivo alla stipula. Particolari modalità di liquidazione sono previste per i diritti inoptati o per circostanze particolari, quali l’opa residuale o l’opa totalitaria.

La negoziazione avviene con le stesse modalità previste nell’MTA, e cioè: asta di apertura e negoziazione continua.

Così come nell’MTA la giornata di borsa si divide in cinque fasi: preapertura, validazione, apertura, contrattazione continua, chiusura.

Le proposte di negoziazione (c.d. ordini), in acquisto ed in vendita, che possono essere immesse nel sistema sono “a prezzo limitato”, specificando in tal modo il prezzo al quale devono essere eseguite, oppure “senza limiti di prezzo” (proposte al prezzo di apertura), che è il prezzo migliore al quale possono essere realizzate ¹¹⁸.

Anche nel Nuovo Mercato, così come nell’MTA, dette proposte possono assumere particolari connotazioni, a seconda delle modalità di esecuzione degli stessi. In

¹¹⁸) Occorre osservare che a differenza dell’MTA, non abbiamo qui la differenziazione tra proposte di negoziazione “intere” e proposte di negoziazione “spezzature”, in quanto nel Nuovo Mercato possono negoziarsi contratti di compravendita di azioni per qualunque quantitativo.

particolare nella fase di preapertura le proposte immesse senza limite di prezzo (proposte al prezzo di apertura), possono essere specificate con le seguenti modalità di esecuzione:

1. Valida sino alla cancellazione;
2. Valida fino alla data specificata;
3. Esegui e cancella;

Per le proposte con limite di prezzo, è consentito specificare, oltre alle modalità “valida sino alla cancellazione”, “valida fino alla data specificata”, ed “esegui e cancella”, anche le modalità di esecuzione “valida sino all’orario specificato”.

Durante la negoziazione continua le proposte senza limite di prezzo possono essere inserite con le seguenti modalità:

1. “Valida sino alla cancellazione”;
2. Esegui e cancella;
3. Esegui quantità minima specificata;
4. Tutto o niente;
5. Valida fino alla data specificata;
6. Valida sino all’orario specificato;
7. Esegui comunque.

Le modalità di esecuzione delle proposte con limite di prezzo sono invece oltre a “valida sino alla cancellazione”, “esegui e cancella”, “esegui quantità minima specificata”, “tutto o niente”, “valida fino alla data specificata” e “valida fino all’orario specificato” anche la modalità “esponi fino al raggiungimento del prezzo specificato”.

In ragione della limitatezza del Nuovo Mercato, dovuta al limitato numero di azioni in circolazione, trattandosi comunque di emittenti che non hanno raggiunto un certo livello dimensionale, occorre prestare attenzione a che ordini per grossi quantitativi non vengano immessi *sic et simpliciter*, in quanto si rischierebbe o di far schizzare in alto il prezzo oppure di farlo scendere a livelli stratosferici.

La Borsa Italiana ha così disciplinato le proposte di negoziazione “istituzionali”, che sono appunto le proposte aventi ad oggetto un quantitativo superiore a quello

individuato dalla Borsa Italiana nelle Istruzioni ¹¹⁹.

In particolare, la Borsa Italiana, proprio al fine di salvaguardare il mercato ha vietato l'immissione di proposte istituzionali aventi prezzi superiori o inferiori ai limiti percentuali di variazione massima dei prezzi stabiliti dalla Borsa italiana stessa nelle Istruzioni.

durante la negoziazione continua, le proposte istituzionali possono essere immesse esclusivamente con limite di prezzo e possono essere specificate con le seguenti modalità di esecuzione: "esponi" e "tutto o niente".

5.1. Gli operatori specialisti.

Trattandosi di un mercato sottile, occorre in qualche modo garantire agli investitori la conclusione delle operazioni, in modo da non rischiare di immettere sul mercato ordini di acquisto/vendita e non trovare alcuna controparte.

La Borsa Italiana ha così stabilito che le negoziazioni non possono svolgersi senza l'intervento di "operatori specialisti" che si impegnano "a sostenere, su incarico dell'emittente, la liquidità delle azioni emesse dallo stesso emittente".

In particolare l'operatore specialista si impegna sempre nei confronti del mercato ad esporre continuamente proposte in acquisto ed in vendita vincolate a determinati prezzi stabiliti dalla Borsa Italiana ¹²⁰.

Relativamente alle azioni per le quali si impegna a sostenere la liquidità, l'operatore specialista è tenuto altresì a gestire il book istituzionale.

¹¹⁹) Le proposte di negoziazione "istituzionali" immesse, sono espone in un apposito book ("book istituzionale"), la cui visibilità è riservata esclusivamente all'operatore specialista del Nuovo Mercato.

¹²⁰) In particolare detti prezzi non devono discostarsi tra loro di una percentuale superiore a quella stabilita dalla Borsa Italiana nelle Istruzioni per un quantitativo giornaliero fissato, in via generale, nelle medesime Istruzioni sulla base di criteri oggettivi. Nelle Istruzioni la Borsa Italiana determina anche le modalità e i tempi di immissione di tale proposte.

Parte VII

La fase dell'adempimento dei contratti aventi ad oggetto strumenti finanziari

1. Servizi strumentali alle negoziazioni

La parte V del Regolamento della Borsa Italiana disciplina i servizi strumentali alle negoziazioni.

In particolare la Borsa Italiana gestisce il servizio di riscontro e rettifica giornalieri (RRG), che ha per oggetto “la raccolta e l’organizzazione dei dati relativi ai contratti conclusi nei mercati, nonché la verifica della loro corrispondenza biunivoca” ¹²¹.

Il servizio è a sua volta articolato in:

- servizio RRG-LCG, per il riscontro e la rettifica dei contratti aventi a oggetto azioni, obbligazioni convertibili, *warrant*, *covered warrant* e certificati rappresentativi di quote di fondi mobiliari e immobiliari chiusi quotati in borsa e ivi negoziati.
- servizio RRG-LCN, per il riscontro e la rettifica dei contratti aventi a oggetto obbligazioni diverse da quelle convertibili e titoli di Stato o garantiti dallo Stato quotati in borsa e ivi negoziati, diritti di opzione negoziati in borsa e strumenti finanziari negoziati nel mercato ristretto.

Occorre osservare che il servizio RRG non è organizzato soltanto per i contratti conclusi nei mercati gestiti dalla Borsa Italiana, ma anche per le operazioni di trasferimento dei titoli e delle lire strumentali a quelle effettuate nei mercati, nonché per i contratti su titoli quotati o negoziati nei mercati di

¹²¹) Vedi art. 5.1.1. del Regolamento della Borsa Italiana.

competenza della Borsa Italiana conclusi fuori dei mercati suddetti.

I contratti conclusi nei mercati vengono automaticamente, inviati e riscontrati da uno dei due servizi RRG (a seconda dello strumento finanziario oggetto del contratto di compravendita).

I saldi relativi ai contratti sopra elencati, vengono poi inviati al servizio di compensazione e garanzia secondo i termini di liquidazione, che tratterò nel capitolo seguente.

Quindi la Borsa Italiana provvede sia al servizio di riscontro e rettifica sia ad un primo servizio di compensazione che dà luogo a saldi bilaterali, cioè saldi tra due operatori in relazione ad ogni singolo strumento finanziario. I saldi bilaterali vengono inviati al sistema di compensazione e liquidazione gestito dalla Banca d'Italia.

2. Disciplina delle insolvenze di mercato

Il T.U. della Finanza ha affidato l'intera materia delle insolvenze di mercato alla cura delle Autorità di vigilanza (Banca d'Italia e Consob) ¹²².

L'art. 72 del T.U. della Finanza ha infatti previsto, che l'insolvenza di mercato dei soggetti ammessi alle negoziazioni nei mercati regolamentati e dei partecipanti ai servizi di compensazione e liquidazione delle operazioni su strumenti finanziari non derivati e ai sistemi di compensazione e garanzia

¹²²) L'insolvenza consiste in generale nell'incapacità di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni. Essa è il presupposto oggettivo per la dichiarazione di fallimento.

L'insolvenza deriva dalla mancanza, nel patrimonio del debitore, dei mezzi occorrenti per effettuare i pagamenti dovuti e dall'impossibilità di procurarsi tali mezzi altrove, mediante ricorso al credito.

L'insolvenza si distingue dall'inadempimento poiché a differenza di questo, si riferisce non ad una singola obbligazione bensì a tutta la situazione patrimoniale del debitore, e non consiste necessariamente in una mancata prestazione.

L'insolvenza assume rilevanza giuridica solo quando si manifesta all'esterno: ciò può avvenire mediante reiterati inadempimenti o mediante alcuni fatti ritenuti sintomatici dello stato di insolvenza.

delle operazioni su strumenti finanziari derivati, sia dichiarata dalla Consob, e che la liquidazione delle insolvenze di mercato sia effettuata da commissari nominati dalla Consob, d'intesa con la Banca d'Italia, e che le relative procedure vengano disciplinate da regolamenti adottati sempre dalla Consob, d'intesa con la Banca d'Italia.

La Consob, d'intesa con la Banca d'Italia, ha dato attuazione all'art. 72 del T.U. della Finanza, adottando il Regolamento n. 11768 del 23 dicembre 1998, in materia di mercati.

Detto regolamento, al capo IV (Liquidazione delle insolvenze di mercato), dopo aver stabilito che "L'insolvenza di mercato è determinata dalla mancata copertura dei saldi debitori determinati nell'ambito del servizio di liquidazione e da ogni altro grave inadempimento o da altri fatti esteriori i quali dimostrino incapacità di far fronte alle obbligazioni di mercato da parte del negoziatore, del liquidatore e dell'aderente", prevede i casi in cui detta insolvenza è comunque presunta ¹²³.

Gli artt. 16 e ss. del Regolamento prevedono poi la procedura ai fini dell'accertamento e della dichiarazione dell'insolvenza di mercato da parte della Consob.

3. Sistemi di garanzia dei contratti: il Fondo di garanzia dei contratti

¹²³) Vedi art. 15 del Regolamento Consob n. 11768, secondo cui: "L'insolvenza è comunque presunta in caso di:

- a) mancato conferimento da parte del negoziatore al liquidatore della provvista indispensabile a regolare i contratti stipulati nei mercati regolamentati italiani;
- b) mancato versamento dei margini di garanzia da parte dell'aderente nei termini e nei modi previsti".

In attuazione dell'art. 68 del T.U. della Finanza ¹²⁴ la Borsa Italiana ha istituito il Fondo di garanzia dei contratti (Fondo) ed ha individuato la Cassa di compensazione e garanzia, quale soggetto cui affidarne la gestione ¹²⁵.

Il Fondo ha il compito di garantire il buon fine dei contratti di borsa su azioni, obbligazioni convertibili, *warrant*, *covered warrant* e certificati rappresentativi di quote di fondi mobiliari e immobiliari chiusi negoziati in borsa ed ivi stipulati, non ancora giunti alla data di liquidazione, in caso di accertata insolvenza di uno dei partecipanti alle negoziazioni.

Detto Fondo è costituito dai versamenti effettuati dai partecipanti alle negoziazioni, nella misura stabilita dalla Borsa Italiana s.p.a. ¹²⁶.

Per quanto riguarda l'operatività del Fondo, esso viene utilizzato, in caso di insolvenza di un operatore, a favore degli operatori controparti dell'insolvente ¹²⁷.

4. Il regolamento delle operazioni su strumenti finanziari non derivati

Il regolamento delle negoziazioni si realizza con i servizi di compensazione

¹²⁴) L'art. 68 del T.U. della Finanza ("Sistemi di garanzia dei contratti"), prevede che "La Banca d'Italia, d'intesa con la Consob, può disciplinare l'istituzione e il funzionamento di sistemi finalizzati a garantire il buon fine delle operazioni aventi a oggetto strumenti finanziari non derivati effettuate nei mercati regolamentati, anche emanando disposizioni concernenti la costituzione di fondi di garanzia alimentati da versamenti effettuati dai relativi partecipanti".

¹²⁵) Vedi art. 5.2.1. del Regolamento della Borsa Italiana.

¹²⁶) Vedi art. 5.2.1., co. 3, del Regolamento della Borsa italiana.

¹²⁷) In caso di insolvenza il Fondo è utilizzato impiegando in primo luogo il margine versato dall'insolvente e, in caso di insufficienza di questo, i margini versati dagli altri operatori in misura proporzionale alla quota percentuale del margine versato da ciascuno sul complessivo ammontare del Fondo. Qualora tali margini risultassero complessivamente insufficienti, si provvede a richiedere agli operatori diversi dall'insolvente una quota di contribuzione aggiuntiva secondo le modalità e termini stabiliti nelle Istruzioni al regolamento della Borsa Italiana. (art. 5.2.2. del Regolamento della Borsa Italiana).

¹²⁸ e liquidazione ¹²⁹ degli strumenti finanziari.

Il Provvedimento della Banca d'Italia 9 aprile 1997, disciplina il funzionamento del servizio di compensazione e liquidazione avente ad oggetto azioni, obbligazioni convertibili e strutturate, *warrant* e *covered warrant*.

All'art. 1 la Banca d'Italia definisce detto servizio "l'insieme delle attività volte a consentire il regolamento dei saldi netti, in strumenti finanziari e contante, rivenienti dalle transazioni comunicate alla Banca d'Italia in qualità di gestore del servizio stesso".

Il servizio di compensazione e liquidazione, cui possono partecipare le banche, le imprese di investimento abilitate all'esercizio delle attività di cui al T.U. della Finanza e gli agenti di cambio, si svolge per mezzo delle cd. "Stanze di compensazione", cioè centri, gestiti dalla Banca d'Italia, presso i quali si svolgono attività concernenti la compensazione e la liquidazione dei

¹²⁸) Il sistema di compensazione è l'insieme delle infrastrutture, delle procedure tecnico-operative e delle norme giuridiche che consentono ai partecipanti di scambiarsi e compensare le reciproche ragioni di debito e di credito, provvedendo al regolamento dei soli saldi finali a chiusura del ciclo operativo. I saldi possono essere calcolati su base bilaterale (cioè nei confronti di ciascuna controparte) o su base multilaterale (nei confronti del sistema del suo complesso).

¹²⁹) La liquidazione è il momento in cui si dà esecuzione ai contratti di borsa, cioè si realizza lo scambio di titoli contro denaro.

Il sistema di liquidazione in vigore in Italia è la "liquidazione a contante".

Con la liquidazione a contante tutte le operazioni negoziate in una determinata giornata vengono liquidate dopo un certo numero di giorni prestabilito.

In particolare:

- i contratti di compravendita del mercato telematico azionario (MTA), vengono liquidati al quinto giorno successivo alla stipula. Particolari modalità di liquidazione sono previste per i diritti inoptati e per circostanze particolari quali l'opa residuale o l'opa totalitaria;
- i contratti di compravendita del MOT vengono liquidati, il terzo giorno di borsa aperta successivo alla stipulazione, qualora siano relativi a obbligazioni e a titoli di Stato diversi dai Buoni ordinari del Tesoro, il secondo giorno di borsa aperta successivo alla stipulazione qualora siano relativi a Buoni ordinari del tesoro;
- i contratti a premio sono liquidati relativamente al premio, il quinto giorno di borsa aperta successivo alla stipulazione, relativamente alla compravendita derivante dall'esercizio della facoltà

titoli.

Il servizio di compensazione e di liquidazione delle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari si realizza attraverso le seguenti fasi, articolate secondo gli orari stabiliti e resi noti dalla Banca d'Italia:

1. acquisizione dei saldi bilaterali preventivamente riscontrati e rettificati per l'esclusivo tramite dei sistemi di riscontro e rettifica;
2. determinazione su base multilaterale dei saldi finali degli aderenti, per ciascuna specie di strumento finanziario interessata e per il denaro;
3. regolamento dei saldi finali in strumenti finanziari;
4. regolamento dei saldi finali in denaro.

Il regolamento finale dei saldi in contante e dei saldi in strumenti finanziari trova luogo rispettivamente presso conti in moneta di banca centrale tenuti dagli operatori presso la Banca d'Italia, e per i titoli presso la Monte titoli s.p.a., attuale gestore accentrato italiano, presso il quale tengono i conti titoli gli operatori.

5. Il sistema di garanzia della fase di compensazione e liquidazione.

La Cassa di compensazione e garanzia ha il compito di garantire il buon fine della compensazione e della liquidazione dei contratti di borsa su azioni, obbligazioni convertibili, *warrant* e *covered warrant*.

La Cassa di compensazione e garanzia, già prevista nell'art. 22, co.3 ed art. 23, co. 2, lett. f) della legge n. 1 del 2 gennaio 1991, fu istituita il 31 marzo 1992. La forma giuridica adottata è quella della società per azioni. L'organizzazione e le attività della Cassa sono regolamentate dalle delibere emanate sia dalla Consob che dalla Banca d'Italia.

La Cassa, come si vedrà in seguito, agisce principalmente come cassa di compensazione e liquidazione per tutte le attività eseguite sui mercati dei derivati italiani e in detti mercati agisce come controparte nelle negoziazioni.

Per quanto attiene agli strumenti finanziari non derivati la Cassa, avvalendosi di un apposito fondo (Fondo di garanzia delle liquidazioni a contante), garantisce la regolare e tempestiva liquidazione dei contratti conclusi da quanti prendono parte alle contrattazioni ed assicura la copertura delle obbligazioni eventualmente rimaste inadempite.

Il Fondo, la cui adesione è riservata agli agenti di cambio, alle società di intermediazione mobiliare per conto proprio e/o per conto terzi e alle banche, ciascuno con proprie modalità, viene alimentato dal versamento, da parte dei soggetti negozianti, di due tipologie di margini: forfettari e contrattuali. Il margine forfettario può essere versato in contanti o con lettera di credito o fideiussione rilasciata da un istituto di credito. Il margine contrattuale che può invece essere versato solo in contanti.

La Cassa gestisce detti margini richiesti per tutte le negoziazioni eseguite sugli strumenti finanziari non derivati, ma, in questo caso, non assume alcuna responsabilità di controparte. Infatti se i margini depositati sono insufficienti per coprire un'insolvenza, gli aderenti sono obbligati a versare subito alla Cassa i fondi necessari per assicurare la pronta liquidazione delle negoziazioni.

6. Il regolamento delle operazioni su strumenti finanziari derivati

La Cassa di compensazione e garanzia ha il compito di assicurare la

compensazione e la liquidazione degli strumenti derivati ¹³⁰.

In particolare la Cassa, assume la veste di clearing house, cioè si pone quale controparte diretta dei contraenti, assumendo in proprio le obbligazioni inerenti alle negoziazioni effettuate.

Diversamente dal ruolo svolto nel mercato degli strumenti non derivati, in questo caso la Cassa si addossa i rischi della liquidazione dei contratti rispondendone, in ultima istanza, anche col proprio patrimonio.

Per poter coprire questo ruolo di garante, la Cassa di compensazione e garanzia “interpone numerose barriere quali: la richiesta di elevati requisiti patrimoniali ed il versamento di margini di garanzia ai suoi aderenti, la mancanza di una posizione aperta sul mercato (essendo controparte obbligatoria di ciascun contratto in acquisto e in vendita) e la disponibilità di ampi poteri regolamentari e di controllo” ¹³¹.

Per quanto riguarda l’organizzazione della Cassa, essa, così come le *clearing houses* anglosassoni, è di tipo “piramidale”.

In particolare, partecipano direttamente o indirettamente, alla compensazione e garanzia dei contratti uniformi a termine (strumenti derivati):

1. la Cassa;
2. gli aderenti generali;
3. gli aderenti individuali;
4. gli aderenti indiretti.

Gli aderenti generali sono le società di intermediazione mobiliare e le banche

¹³⁰) La disciplina della Cassa di compensazione e garanzia è contenuta nelle “Disposizioni della Cassa di Compensazione e garanzia”, che costituiscono il “Testo integrato delle disposizioni della Consob e della Banca d’Italia del 16 marzo 1992 concernenti l’istituzione, l’organizzazione ed il funzionamento della Cassa di compensazione e garanzia e successive modifiche”.

¹³¹) V. P. Pia, *Il mercato azionario italiano*, Torino, 1997, pag. 247.

che possono partecipare alle negoziazioni nei mercati, dotate di un patrimonio netto di almeno 100 miliardi di lire. Gli aderenti individuali possono essere la Banca d'Italia, le società di intermediazione mobiliare e le banche che possono partecipare alle negoziazioni nei mercati, dotate di un patrimonio netto di almeno 20 miliardi di lire. Gli aderenti indiretti, infine, sono tutti gli "altri" intermediari che possono partecipare alle negoziazioni
132.

La Cassa diviene controparte di ciascun aderente generale o individuale nei contratti a termine da esso stipulati, nonché controparte di ciascun aderente generale nei contratti stipulati dagli aderenti indiretti che si avvalgono di esso per la gestione della propria posizione contrattuale.

Gli aderenti generali divengono controparte della Cassa nei contratti da essi stipulati e in quelli stipulati dagli aderenti indiretti che li hanno designati al fine della gestione delle loro posizioni contrattuali nelle procedure di compensazione e garanzia e divengono controparte degli aderenti indiretti nei contratti a termini da questi ultimi stipulati.

Gli aderenti individuali divengono controparte della Cassa nei contratti a termine da essi stipulati.

gli aderenti indiretti, infine, avendo concluso, prima dell'inizio delle negoziazioni, un accordo con un aderente generale per la gestione delle proprie posizioni contrattuali, divengono invece controparte degli aderenti generali con i quali hanno stipulato l'accordo.

Gli aderenti generali sono tenuti al deposito presso la Cassa di un margine iniziale a garanzia delle operazioni poste in essere per conto proprio o per

¹³²) P. Pia, in *op. cit.*, ha osservato che "la qualifica di adesione si differenzia sulla base di una serie di requisiti volti principalmente a garantire un'adeguata solidità patrimoniale".

conto dei propri committenti ovvero da aderenti indiretti che si avvalgono di essi per la gestione delle proprie posizioni contrattuali.

Gli aderenti individuali sono tenuti al deposito presso al Cassa di un margine iniziale a garanzia delle operazioni poste in essere per conto proprio o per conto dei propri committenti.

Gli aderenti indiretti infine sono tenuti al deposito presso l'aderente generale del quale si avvalgono al fine della gestione delle proprie posizioni contrattuali di un margine iniziale a garanzia delle operazioni poste in essere per conto proprio o dei propri committenti ¹³³.

7. Il Fondo nazionale di garanzia

In conformità della legge n. 1/91, che ha autorizzato l'istituzione di società di intermediazione mobiliare (SIM), due decreti ministeriali, rispettivamente del 30 settembre 1991 e del 25 marzo 1992, hanno creato un fondo di garanzia per salvaguardare gli interessi dei clienti dei soggetti autorizzati alla prestazione di servizi di investimento.

Il Fondo è alimentato da contributi versati da tali soggetti e interviene in caso di procedura concorsuale a loro carico, rimborsando alla clientela una parte dei crediti accertati dalla procedura.

Come si vede si tratta di un fondo che in caso di insolvenza degli operatori è posto a garanzia dei crediti vantati dai clienti di questi ultimi e non a garanzia degli altri operatori controparti nei contratti aventi ad oggetto strumenti finanziari. A garanzia di questi ultimi, come detto in precedenza,

¹³³) Come ha osservato P. Pia, in *op. cit.*, "l'organizzazione piramidale alleggerisce la struttura centrale di garanzia, delegando agli aderenti generali il delicato compito di analizzare e valutare il rischio di ogni singolo aderente indiretto.

vi è il Fondo per la garanzia dei contratti e nella fase della compensazione e liquidazione il Fondo a garanzia della liquidazione.

8. Prospettive future in vista dell'attuazione del T.U. della Finanza

La disciplina relativa alla compensazione e liquidazione delle operazioni su strumenti finanziari non derivati e derivati è destinata a cambiare, in vista dell'attuazione del T.U. della Finanza.

Nel T.U. della Finanza è stato infatti inserito, all'interno della più generale disciplina dei mercati, un sotto-sistema normativo dedicato alla disciplina delle fasi di compensazione e di regolamento delle operazioni ¹³⁴.

In particolare, ai sensi dell'art. 69, comma 1, del T.U. della Finanza la Banca d'Italia, d'intesa con la Consob, disciplina il funzionamento dei servizi di liquidazione; in linea con la privatizzazione delle strutture di mercato, e coerentemente con l'assetto organizzativo prevalentemente adottato sui mercati esteri, tale disciplina prevede che i servizi di liquidazione possano essere gestiti da una società privata. Lo spazio riservato ai privati, tuttavia, non si estende alla fase del regolamento del controvalore delle operazioni; la norma del T.U. della Finanza attribuisce, infatti, alla Banca centrale la responsabilità di evitare che l'intero processo di liquidazione sia esposto al rischio di insolvenza del singolo operatore.

¹³⁴) V. la Relazione annuale del Governatore della Banca d'Italia, 1999, in cui si osserva inoltre che "L'insieme delle attività che si svolgono tra il momento della negoziazione e quello del regolamento delle operazioni risultano strettamente connesse con il funzionamento e l'organizzazione dei mercati. Regole di contrattazione, procedure di riscontro, sistemi di compensazione, regolamento e gestione accentrata dei titoli, garanzie formano un sistema integrato. Ne consegue che le finalità della supervisione sui mercati - efficienza e ordinato svolgimento delle negoziazioni - possono essere perseguite solo considerando congiuntamente la fase di scambio e quella di regolamento".

