

UNA BREVE GUIDA AL RUOLO DI BORSA ITALIANA
E ALLE CARATTERISTICHE DEI PRINCIPALI STRUMENTI FINANZIARI

Conoscere la Borsa



Sommario

Il mercato e i suoi attori	1	Gli strumenti e i mercati	38
Borsa Italiana, Consob e Banca d'Italia		Le azioni	38
		Il Mercato Telematico Azionario - MTA	
Microstruttura di mercato	7	Il Mercato AIM Italia	
Le fasi e i periodi di mercato	9	Il Mercato MTA International	
Le fasi di asta		Le obbligazioni	45
La fase di negoziazione continua		Obbligazioni ibride	
Le fasi tecniche		BOT - Buoni Ordinari del Tesoro	
Il controllo automatico dei prezzi		BTP - Buoni del Tesoro Poliennali	
Tipologie di ordini		CTZ - Certificati del Tesoro Zero Coupon	
La definizione dei prezzi di mercato		CCT- Certificati di Credito del Tesoro	
Gli organi societari	20	BOC	
Il consiglio di amministrazione		Il Mercato Telematico delle Obbligazioni	
Il collegio sindacale		I derivati	57
L'assemblea		Le opzioni	
Le società quotate e il mercato	26	I futures	
Capitale sociale e variazioni di capitale		Il mercato IDEM	
Aumento di capitale con diritto di opzione		Gli strumenti del mercato IDEM	
Il dividendo		Il mercato SeDeX	
La fusione di società		Gli strumenti del mercato SeDeX	
Opa		Gli ETF	
		Gli ETF strutturati	
		Gli ETC	
		Il mercato ETFplus	
		Fondi comuni di investimento	86



Il mercato e i suoi attori

Con la privatizzazione dei mercati di borsa del 1998 nasce Borsa Italiana, società per azioni che svolge principalmente l'attività di organizzazione e gestione di mercati regolamentati di strumenti finanziari. Il suo principale obiettivo è quello di garantire lo sviluppo e di massimizzare la liquidità, la trasparenza, la competitività e l'efficienza dei mercati stessi. Con la creazione di Borsa Italiana, il legislatore ha voluto affidarle le funzioni di regolamentazione e gestione dei mercati separandole nettamente dai compiti di vigilanza che vengono ora esercitate esclusivamente da Consob e Banca d'Italia.

Borsa Italiana S.p.A. – London Stock Exchange Group

Le competenze di Borsa Italiana sono principalmente:

- la definizione dell'organizzazione e del funzionamento dei mercati;
- la definizione delle condizioni e delle modalità di ammissione, di esclusione e di sospensione degli operatori e degli strumenti finanziari dalle negoziazioni;
- la definizione dei requisiti e delle procedure di ammissione e permanenza sul mercato per le società emittenti;
- la gestione dell'informativa delle società quotate;
- la vigilanza e la gestione del mercato per consentire il corretto svolgimento delle negoziazioni.

Dal 2007 Borsa Italiana fa parte del London Stock Exchange Group plc, il primo mercato europeo per scambi azionari, con il 48% della capitalizzazione di mercato dell'indice FTSEurofirst 100 e con il book di negoziazione più liquido per contratti e controvalore. L'integrazione fra il Gruppo Borsa Italiana e il Gruppo London Stock Exchange ha dato vita al mercato leader in Europa anche per gli scambi di ETF, di covered warrant e certificates, così come per gli strumenti del reddito fisso. Attraverso MTS il Gruppo gestisce la più grande piattaforma elettronica europea per il mercato delle obbligazioni governative e offre i più efficienti servizi di *post trading* dell'area euro grazie a Monte Titoli e Cassa di Compensazione e Garanzia. Situato nel cuore del mercato finanziario mondiale, il Gruppo vanta inoltre il maggior numero di società estere quotate rispetto alle principali borse mondiali.

La società svolge inoltre attività organizzative, commerciali e promozionali per assicurare la competitività e lo sviluppo dei mercati da essa gestiti, con l'obiettivo di massimizzare nel tempo la possibilità per i vari attori di negoziare alle migliori condizioni di liquidità, trasparenza e competitività e di sviluppare servizi a elevato valore aggiunto per la comunità finanziaria attraverso le seguenti società:

London Stock Exchange plc è una delle più importanti borse a livello internazionale. Il suo core business include servizi agli emittenti, servizi di *trading* e servizi informativi.

Borsa Italiana si occupa dell'organizzazione, della gestione e del funzionamento dei mercati finanziari italiani tramite intermediari nazionali ed internazionali che operano - in Italia o dall'estero - utilizzando un sistema di negoziazione completamente elettronico per l'esecuzione degli scambi in tempo reale.

Blt Systems S.p.A. è responsabile della gestione, manutenzione e sviluppo dei sistemi informativi di Borsa Italiana e di altre società del Gruppo. Ha inoltre l'obiettivo di erogare servizi di *Information Technology* ad operatori privati, pubblici, istituzioni finanziarie e società di gestione dei mercati.



Figura 1 - London Stock Exchange Group



Cassa di Compensazione e Garanzia S.p.A. (CC&G) ha come obiettivo la garanzia dell'integrità dei mercati. La presenza di CC&G elimina il rischio di controparte divenendo essa stessa garante unica del buon esito dei contratti. CC&G gestisce il sistema di garanzia a Controparte Centrale (CCP) per i mercati MTA, MTF, ETFplus e IDEM, tutti regolamentati e gestiti da Borsa Italiana, e per i mercati regolamentati e gestiti da MTS S.p.A. e BrokerTec con riferimento ai titoli di Stato Italiani.

EDX London Limited offre un innovativo approccio orientato al cliente, lavorando per avvicinare fra loro il mercato azionario e il mercato dei derivati. EDX London è specializzata in derivati azionari scandinavi e russi.

FTSE International Limited è uno dei leader mondiali nella creazione e gestione di oltre 100.000 indici azionari, obbligazionari e di *hedge funds*. FTSE è una società indipendente controllata dal Financial Times e dal London Stock Exchange.

Monte Titoli S.p.A. è il più efficiente *provider* europeo di servizi di *post-trading* ed è il depositario centrale nazionale per tutti gli strumenti finanziari di diritto italiano, oggi accentrati presso la Società in forma quasi esclusivamente dematerializzata. A supporto dei servizi di liquidazione, Monte Titoli gestisce il servizio di riscontro e rettifica X-TRM e il servizio prestito titoli.

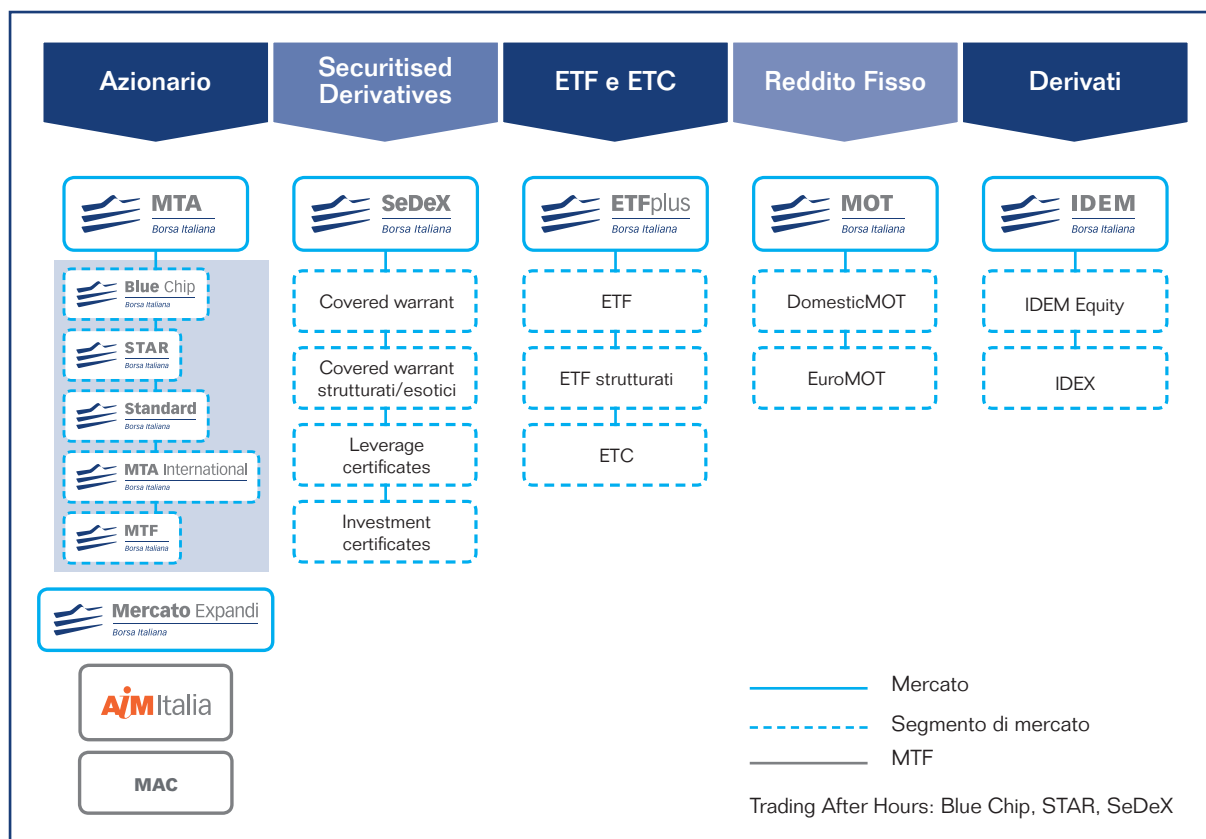
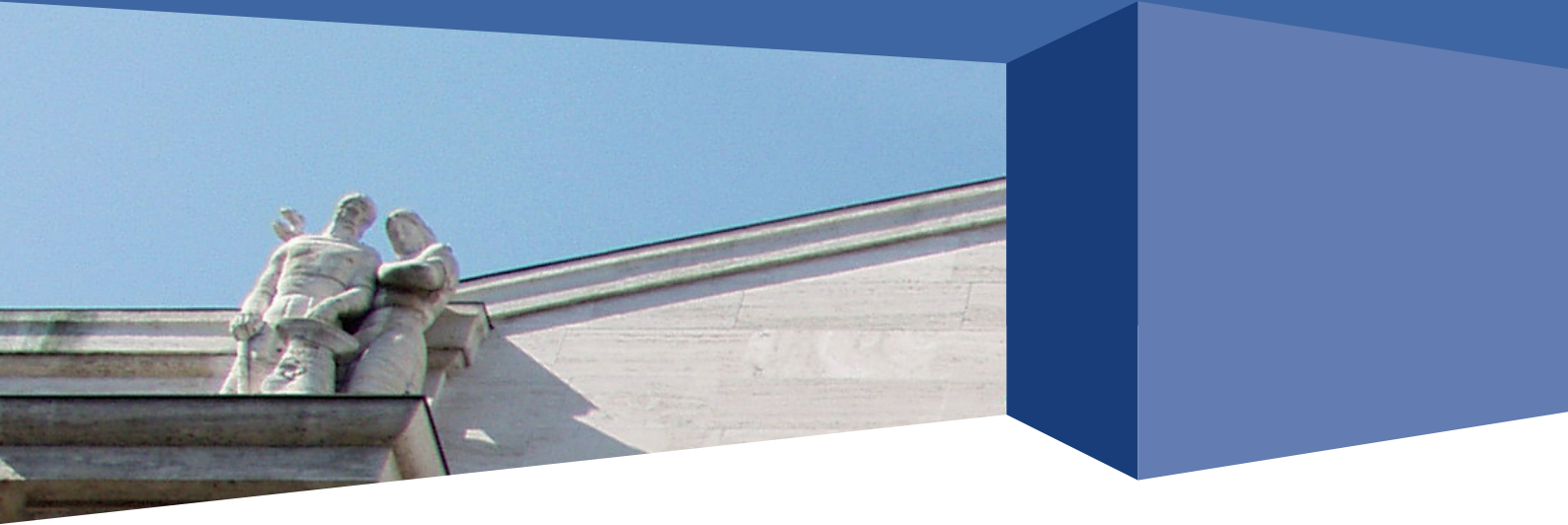


Figura 2 - Mercati



Piazza Affari Gestione & Servizi S.p.A. (PAGS)

si occupa di *facility* e *property management* per garantire un'efficiente gestione operativa di Palazzo Mezzanotte, sede storica della Borsa. Piazza Affari Gestione e Servizi gestisce inoltre il *Congress and Training Centre*, centro congressi a disposizione non solo della comunità finanziaria, ma di ogni realtà italiana e internazionale che necessiti di una struttura all'avanguardia per tecnologie e servizi offerti, perfettamente attrezzata per l'organizzazione di eventi, seminari, congressi e iniziative formative.

Proquote Limited offre software per l'ottimizzazione dei costi dei mercati finanziari e un servizio dati in real-time via internet a una vasta platea di *buy side*, *sell side*, privati e professionisti.

Servizio Titoli S.p.A. offre software, servizi in *outsourcing* e consulenza a supporto di tutte le fasi operative svolte all'interno delle società quotate in Borsa Italiana e a capitale diffuso dall'Ufficio Titoli e dalla Segreteria Societaria; conta oltre 130 clienti e circa 5 milioni di azionisti gestiti.

MTS Group - Società per il Mercato dei Titoli di Stato S.p.A. gestisce una delle principali piattaforme elettroniche per la negoziazione all'ingrosso dei titoli di Stato italiani e altri titoli a reddito fisso. Partendo da radici italiane, il Gruppo MTS è diventato l'unico vero mercato *pan-europeo* per i titoli a reddito fisso, presente in tutti i paesi dell'area euro.

La Consob

La Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, istituita con la legge n. 216 del 7 giugno 1974, è un'autorità amministrativa indipendente, dotata di personalità giuridica e piena autonomia.

Questa istituzione si occupa di attività di regolamentazione, autorizzazione, vigilanza e controllo sui mercati finanziari italiani con i principali obiettivi della tutela degli investitori, dell'efficienza e della trasparenza del mercato mobiliare italiano.

La Consob regolamenta:

- la prestazione dei servizi di investimento;
- i requisiti di capitale minimo delle società di gestione dei mercati regolamentati e delle società di gestione accentrata;
- la redazione e la pubblicazione dei prospetti e dei documenti d'offerta;
- le procedure per lo svolgimento delle offerte;
- gli obblighi informativi delle società quotate, tra cui l'informativa periodica (approvazione del bilancio, relazione semestrale e trimestrale) e quella sui fatti rilevanti.

Autorizza:

- l'esercizio dei mercati regolamentati;
- la pubblicazione dei prospetti;
- l'esercizio dell'attività di gestione accentrata di strumenti finanziari;
- le iscrizioni agli Albi.

Controlla:

- le informazioni contenute nei documenti contabili delle società quotate;
- l'informativa che le società quotate forniscono al mercato;
- le operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio (sollecitazioni all'investimento e offerte pubbliche di acquisto e scambio).



Vigila:

- sulle società di gestione dei mercati;
- sui mercati regolamentati;
- sugli scambi organizzati di strumenti finanziari;
- sul regolare svolgimento delle contrattazioni nei mercati regolamentati;
- sulle società di gestione accentrata e sui sistemi di compensazione, liquidazione e garanzia, insieme con la Banca d'Italia;
- sugli intermediari autorizzati;
- sui promotori finanziari;
- sulle società quotate;
- sui soggetti che promuovono sollecitazioni all'investimento di strumenti finanziari;
- sulle società di revisione,

e, ovviamente, in caso di violazione delle norme, ha facoltà di sanzionare i soggetti vigilati.

Inoltre la Consob coopera e collabora con gli altri operatori di rilevanza pubblicistica coinvolti nella regolamentazione dei mercati finanziari (Ministero delle Finanze, Banca d'Italia, autorità giudiziaria ed associazioni di categoria) e, come membro dell'IOSCO (di cui fanno parte attualmente le autorità di controllo dei mercati mobiliari di più di 100 Paesi) e del CESR (di cui fanno parte 17 Paesi dello spazio economico europeo), partecipa ai lavori internazionali in materia di servizi finanziari, quali ad esempio quelli in seno all'UE, all'OCSE e alla WTO.

La Banca d'Italia

Nasce con legge 10 agosto 1893, n. 449, che autorizzava, al fine di costituire un istituto di emissione nuovo, la fusione della Banca nazionale nel Regno con la banca nazionale Toscana e la Banca Toscana di Credito per le Industrie e il Commercio d'Italia. Nel 1926 la Banca d'Italia diveniva l'unico istituto autorizzato all'emissione di banconote sul territorio nazionale; la grande novità di quell'anno comunque fu che le furono attribuiti, con largo anticipo rispetto agli ordinamenti di altri paesi, formali poteri di vigilanza sugli istituti di credito nazionali.

L'attività di maggiore visibilità della Banca Centrale è l'emissione di banconote: dal gennaio 2002 si incarica della diffusione degli euro, distribuiti attraverso le Filiali dell'Istituto, che immettono la valuta nel circuito degli scambi. La Banca provvede anche al ritiro e alla distruzione dei biglietti deteriorati.

Le tradizionali funzioni di controllo della politica monetaria e del cambio, con l'istituzione dell'unione monetaria non sono più gestite autonomamente, ma in coordinamento con gli altri paesi dell'Unione:

- la Banca concorre, con la presenza del Governatore nel Consiglio direttivo della Banca Centrale Europea (BCE), a determinare le decisioni di politica monetaria per l'intera area dell'euro;
- attua nel mercato nazionale, in linea con i principi di decentramento e di sussidiarietà stabiliti a livello europeo, le decisioni assunte dal Consiglio direttivo;
- partecipa, con propri rappresentanti a vari livelli, ai numerosi Comitati e Gruppi di lavoro costituiti nell'ambito del SEBC per l'analisi delle questioni attinenti ai compiti istituzionali del Sistema.

L'azione di vigilanza della Banca viene disciplinata congiuntamente dal Testo Unico Bancario (d. Lgs. 1° settembre 1993, n. 385) e dal Testo Unico della Finanza (d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58), che disciplinano, rispettivamente, l'attività bancaria e il settore dell'intermediazione finanziaria. La funzione di vigilanza si basa su poteri autorizzativi, regole prudenziali, analisi delle situazioni aziendali, interventi, ispezioni e gestione delle crisi aziendali.

Il Testo unico della finanza attribuisce alla Banca d'Italia importanti compiti di supervisione, in particolare sui mercati all'ingrosso dei titoli di Stato e sugli scambi di fondi interbancari, nonché sulle strutture di supporto alle negoziazioni finanziarie, quali ad esempio quelle che si occupano di compensazione e regolamento definitivo delle transazioni, di gestione accentrata dei titoli, o di garanzie dei contratti e della loro liquidazione. Inoltre la Banca d'Italia è l'Autorità garante della concorrenza nel

settore del credito disponendo di strumenti specifici per evitare e sanzionare concentrazioni che costituiscano posizioni dominanti nei mercati nazionali e locali e interviene anche nei casi di collusione fra intermediari. Tra le altre funzioni della Banca d'Italia vi sono: la lotta al riciclaggio dei capitali attraverso il sistema bancario e finanziario (in cooperazione con l'Ufficio Italiano dei Cambi); la sorveglianza sul sistema dei pagamenti e la consulenza prestata al Parlamento, al Governo e ad altri organi costituzionali in materia di politica economica e finanziaria.

In linea con il processo di privatizzazione dei mercati finanziari, il servizio di gestione accentrata dei titoli di Stato, tradizionalmente svolto dalla Banca d'Italia, è ora effettuato dalla società Monte Titoli, chiamata a gestire, dal 2003, anche il servizio di compensazione e liquidazione delle operazioni in titoli, escluso il regolamento finale del contante assicurato da BI-REL.

Bibliografia

- Legge n. 281 del 4 giugno 1985 sulla riorganizzazione della Consob
- Testo unico delle Disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (Dlgs. 24 febbraio 1998, n.58)
- Testo unico bancario (Dlgs. 1° settembre 1993, n. 385)
- Statuto della Banca d'Italia, testo 2002 (Approvato con R. decreto 11 giugno 1936, n. 1067 e modificato con decreti del Presidente della Repubblica 19 aprile 1948, n. 482, 12 febbraio 1963, n. 369, 14 agosto 1969, n. 593, 20 luglio 1973, n. 607, 6 marzo 1992, 18 luglio 1992, e con delibera dell'Assemblea generale straordinaria dei partecipanti al capitale del 19 marzo 1998, approvata con D.P.R. 24 aprile 1998.)

CONSOB- BANCA D'ITALIA - BORSA ITALIANA



Microstruttura di mercato

Il processo di formazione dei prezzi in Borsa è influenzato dalla struttura del mercato, ovvero dal complesso di regole che governano il processo di negoziazione.

Regole che comprendono il modello di mercato, la tipologia di operatori ammessi alle negoziazioni e le loro funzioni, le tipologie di ordini che possono essere utilizzate dagli operatori, i meccanismi di interazione degli ordini (c.d. “microstruttura” del mercato).

Differenze tra i vari modelli di mercato

In particolare la struttura del mercato è definita da:

- eventuale separazione dei processi di immissione degli ordini e conclusione dei contratti, in base alla quale si distinguono mercati ad asta (che separano la fase di immissione, modifica e cancellazione degli ordini dalla fase di conclusione dei contratti ad un unico prezzo, il prezzo d'asta) e mercati a negoziazione continua (che invece consentono che l'immissione degli ordini e, se vi sono i presupposti, la conclusione dei contratti possano avvenire contestualmente);
- livello d'intermediazione fra investitori e il mercato: accesso diretto, intermediazione via *broker*, interposizione di *dealers*;
- livello di automazione, in base al quale si distingue tra mercati “alle grida”, nei quali l'esecuzione degli scambi avveniva tramite l'incontro degli operatori in un determinato luogo fisico (il *floor* della Borsa) e i mercati telematici, nei quali le negoziazioni avvengono in un luogo immateriale rappresentato da un complesso sistema tecnologico e gli scambi sono eseguiti automaticamente secondo algoritmi predefiniti.

In letteratura si distinguono due tipologie di mercati:

- mercati “*quote driven*”: in questi mercati un intermediario (*dealer*) espone su base continua o su richiesta, quotazioni denaro e lettera a cui è disposto, rispettivamente, ad acquistare e vendere i titoli per cui “fa mercato”. Per ogni titolo esistono più *dealers* specializzati - denominati *market makers* - che si impegnano a esporre continuamente quotazioni di acquisto e vendita sui titoli quotati, e a cui gli altri operatori devono necessariamente fare ricorso qualora intendano negoziare.
- mercati “*order driven*”: nei mercati *order driven* gli scambi si concludono attraverso l'interazione degli ordini immessi da tutti gli intermediari aderenti al mercato. In questo tipo di mercato la liquidità può essere supportata dall'attività di operatori che a seconda del mercato o delle funzioni svolte possono avere diversi denominazioni (specialisti/*liquidity providers*/*market makers*), ma che non godono dei privilegi precedentemente descritti per i *market makers* che operano sui mercati *quote driven* (es. non sono l'unica controparte possibile, non fruiscono di tipologie di ordini preferenziali).



Tutti i mercati di Borsa Italiana sono mercati ORDER DRIVEN e TELEMATICI. Quali sono i vantaggi?

- Riduzione dei costi di accesso alle informazioni;
- maggior trasparenza del mercato;
- incremento della liquidità del mercato;
- maggiore efficienza nei collegamenti tra le attività di *trading* e *post-trading*;
- riduzione nei costi di esecuzione degli ordini;
- più efficiente azione di monitoraggio dell'operatività del mercato da parte di organi di gestione e autorità di vigilanza.

La presenza degli operatori *market makers* a sostegno della liquidità all'interno di un mercato *order driven* risulta ancora più importante nei mercati derivati, in virtù della presenza di numerose serie e scadenze disponibili sull'*order book* per ogni singolo prodotto. Sul mercato IDEM i *market makers* garantiscono la presenza di proposte di negoziazione su tutti i contratti listati, attraverso l'esposizione sull'*order book* di ordini in acquisto e in vendita in via continuativa o in risposta a richieste di quotazione effettuate dagli altri intermediari, contribuendo in questo modo ad incrementare la liquidità del mercato.

I *market makers* utilizzano sistemi di quotazione automatici che opportunamente calibrati calcolano ed inviano automaticamente al mercato le quotazioni in acquisto e in vendita; tali sistemi consentono inoltre di aggiornare automaticamente e continuamente le quotazioni al variare del prezzo del titolo sottostante.



Le fasi e i periodi di mercato

La seduta di negoziazione è rappresentata dal succedersi di fasi operative (di asta e di negoziazione continua) e di fasi tecniche (es. collegamento degli utenti, chiusura del servizio). Ogni fase si articola in una sequenza standard di periodi, a ognuno dei quali è assegnato un orario di inizio e un insieme di regole di funzionamento o regole di periodo (es. limiti di variazione dei prezzi, tipologie di ordini ammissibili, le modalità di concatenazione con altri periodi ecc.).

A fronte di eventi straordinari di mercato, come le interruzioni della negoziazione continua a seguito di variazioni dei prezzi oltre i limiti impostati, i singoli strumenti finanziari possono seguire una sequenza non standard di periodi.

Le fasi di asta

Le modalità tecniche dell'asta consentono di convogliare tutto il flusso informativo creatosi durante le ore di chiusura del mercato, sul book di negoziazione in una fase in cui non avvengano scambi e di avere un prezzo iniziale che non dipenda da un singolo ordine di natura eccezionale ma dalla convergenza di più ordini immessi sul book, che trovano esecuzione ad un unico prezzo. Concettualmente l'asta di apertura corrisponde in buona sostanza al vecchio "mercato a chiamata" attuato però con mezzi elettronici. Gli ordini che affluiscono relativi a ciascun titolo vengono registrati e non hanno esecuzione

immediata (sebbene sia sempre disponibile un prezzo teorico di esecuzione); scaduto il termine per l'immissione delle proposte, il sistema elettronico di Borsa Italiana, come un moderno banditore elettronico, individua il prezzo a cui si concludono tutti i contratti. Tale meccanismo è in grado di garantire un prezzo di apertura che sia espressione del totale della domanda e dell'offerta presente nel mercato entro una determinata ora.

Le modalità di negoziazione tramite asta sono caratterizzate dalla presenza di due fasi principali:

1. la fase di raccolta delle proposte di negoziazione (o ordini), in cui gli ordini possono essere immessi, modificati o cancellati dagli operatori ammessi ai mercati, il sistema calcola un prezzo teorico di asta (prezzo unico che varia al variare degli ordini presenti sul book di negoziazione secondo un algoritmo di calcolo pre-definito), ma non viene concluso nessuno scambio;
2. la fase di conclusione dei contratti, in cui è inibita la possibilità di immettere, modificare, cancellare gli ordini e si concludono gli scambi ad un unico prezzo, il prezzo d'asta, sulla base delle proposte di acquisto e vendita presenti sul book di negoziazione al termine della fase di raccolta degli ordini.

Il meccanismo d'asta ha il vantaggio di consentire il consolidamento del book di negoziazione separando la fase di *price discovery*, legata all'esplicitazione delle volontà negoziali degli operatori attraverso l'immissione di proposte in acquisto e in vendita,

Tipologia di asta

Asta di apertura
Asta di chiusura
Asta di volatilità

Pre-asta di apertura
Pre-asta di chiusura
Pre-asta di volatilità

»
»
»

Sequenza di periodi

Validazione apertura
Validazione chiusura
Asta di volatilità

» Asta di apertura
» Asta di chiusura

Tre diverse tipologie di fasi di asta



dalla fase di conclusione dei contratti. Il prezzo d'asta, inoltre, risulta essere particolarmente significativo dato che tutti gli scambi avvengono ad un unico prezzo, al quale verranno negoziati ammontari particolarmente elevati.

Borsa Italiana al fine di garantire la formazione di un prezzo di inizio giornata (prezzo di apertura) per i titoli dei mercati *cash* il più possibile corrispondente a quanto il mercato nel suo complesso ritiene equo, ha inserito nel suo regolamento un sistema di norme per il funzionamento dell'asta di apertura.

Nel corso della seduta di negoziazione, compatibilmente con la microstruttura prevista per ogni settore di mercato, possono svolgersi tre diverse tipologie di fasi di asta, cioè di apertura, di chiusura e di volatilità, che si articolano nella sequenza di periodi illustrata nella tabella precedente.

Nei periodi di pre-asta di apertura e di chiusura gli operatori possono immettere, modificare o cancellare i propri ordini, che concorrono alla formazione del prezzo teorico di asta secondo le regole sotto riportate.

Determinazione del prezzo teorico di asta (PTA)

L'algoritmo di calcolo, valido in tutti i periodi di pre-asta, prevede che il prezzo teorico venga determinato come segue:

- il PTA è pari al valore che assicura la massimizzazione del numero di azioni scambiabili - fig. 3;
- se lo stesso quantitativo massimo scambiabile è raggiunto a più livelli di prezzo, il PTA è pari

al valore che minimizza il numero di strumenti in surplus (chiamato anche sbilancio, ovvero la sommatoria del numero di strumenti corrispondenti agli ordini senza limite di prezzo o a prezzi uguali o migliori rispetto al PTA che non trovano contropartita) - fig. 4;

- qualora anche lo stesso quantitativo in surplus (non scambiabile) sia raggiunto a più livelli di prezzo, il PTA coincide con il prezzo più alto se la maggiore pressione è sul lato acquisti o con il prezzo più basso se la maggiore pressione è sul lato vendite¹ - fig. 5;
- se la pressione di mercato sul lato degli acquisti è pari a quella del lato delle vendite, il PTA è quello più vicino al prezzo di riferimento - fig. 6;
- se non esiste un prezzo di riferimento, il PTA è il prezzo più basso tra quelli risultanti dal passo precedente - fig. 7.

Le attività di immissione, modifica o cancellazione degli ordini nei periodi di pre-asta terminano in un momento contenuto in un intervallo temporale della durata massima di 60 secondi. Dopo tale momento - determinato automaticamente dal sistema in modo casuale - e fino alla conclusione della fase di asta gli operatori possono utilizzare solamente le funzioni informative.

Alla fine del periodo di validazione di apertura - VLO (o di chiusura VLC) avviene il passaggio al relativo periodo di asta di apertura - EXO (o di chiusura EXC), nel quale il sistema verifica se gli ordini presenti sui book di negoziazione possono generare contratti.

¹ La pressione di mercato è determinata dai quantitativi degli ordini presenti sul book di negoziazione in un determinato momento e si suddivide in pressione in acquisto e pressione in vendita. A ogni livello di prezzo (*p*), la pressione di mercato in acquisto è pari alla somma dei quantitativi di tutti gli ordini di acquisto senza limite di prezzo e di quelli con limite di prezzo uguale o superiore al prezzo *p*.

Qtà	Acquisto Pressione cumulata	Surplus	Prezzo	Surplus	Vendita Pressione cumulata	Qtà	Quantità scambiabile
0	0	-	104	1.650	1.650	750	0
300	300	-	103	600	900	400	300
400	700	200	102	-	500	250	500
550	1.250	1000	101	-	250	200	250
700	1.950	1.900	100	-	50	50	50
900	2.850	2.850	99	-	0	0	0

■ Prezzo teorico d'asta

Figura 3

Qtà	Acquisto Pressione cumulata	Surplus	Prezzo	Surplus	Vendita Pressione cumulata	Qtà	Quantità scambiabile
0	0	-	MO	-	-	300	-
0	0	-	15	1.700	1.700	500	0
50	50	-	14	1.150	1.200	400	50
100	150	-	13	650	800	300	150
150	300	-	12	200	500	200	300
250	550	250	11	-	300	0	300
400	950	650	10	-	300	0	300
600	1.550	1.250	9	-	300	0	300
2.000	3.550	3.250	8	-	300	0	300

■ Prezzo teorico d'asta

Figura 4

Qtà	Acquisto Pressione cumulata	Surplus	Prezzo	Surplus	Vendita Pressione cumulata	Qtà	Quantità scambiabile
50	-	-	MO	-	-	100	0
-	50	-	16	1.150	1.200	350	50
150	200	-	15	650	850	250	200
150	350	-	14	250	600	250	350
200	550	200	13	-	350	0	350
0	550	200	12	-	350	100	350
150	700	450	11	-	250	150	250
200	900	800	10	-	100	0	100

■ Prezzo teorico d'asta

Figura 5

Qtà	Acquisto Pressione cumulata	Surplus	Prezzo	Surplus	Vendita Pressione cumulata	Qtà	Quantità scambiabile
50	-	-	MO	-	-	100	0
0	50	-	16	1.100	1.150	350	50
150	200	-	15	600	800	250	200
150	350	-	14	200	550	200	350
200	550	200	13	-	350	0	350
100	650	300	12	-	350	100	350
150	800	550	11	-	250	150	250
450	1.250	1.150	10	-	100	0	100

■ Prezzo teorico d'asta

Prezzo ultimo contratto = 15

Figura 6



L'esecuzione degli ordini ha luogo quando sono presenti:

- uno o più ordini in acquisto senza limite di prezzo e uno o più ordini in vendita di qualsiasi tipo; o
- uno o più ordini in acquisto di qualsiasi tipo e uno o più ordini in vendita senza limite di prezzo; o
- se non sono presenti sul book ordini senza limite di prezzo, uno o più ordini in acquisto a prezzi maggiori o uguali rispetto a quelli degli ordini in vendita e
- se il prezzo teorico di asta risulta valido, ovvero ricade all'interno dei limiti di variazione dei prezzi previsti in fase di asta.

Nel caso in cui il prezzo teorico di asta di apertura (EXO) o di chiusura (EXC) sia validato, i contratti sono conclusi nei primi istanti del periodo di asta ad un unico prezzo (prezzo di asta) mediante l'abbinamento degli ordini compatibili di segno contrario immessi durante i periodi di pre-asta. L'ordine di esecuzione degli ordini è basato sulla regola della priorità di prezzo e, a parità di prezzo, in ordine crescente di tempo di immissione (c.d. priorità di prezzo e di tempo).

La reiterazione delle fasi di asta di volatilità successivamente all'eventuale mancata validazione del prezzo teorico avviene in maniera diversa nel caso della fase di asta di apertura rispetto a quella di chiusura:

- Al termine dell'asta di apertura, la reiterazione delle fasi di asta di volatilità successive alla mancata validazione del prezzo è effettuata per un numero indefinito di volte, cioè per tutto il tempo in cui permangano le condizioni di non validità del prezzo teorico nel corso della seduta di negoziazione.
- Nel caso della mancata validazione del prezzo teorico di asta di chiusura, invece, è prevista una sola fase di asta di volatilità.
- Il prezzo teorico di asta è aggiornato e diffuso in tempo reale a ogni sua variazione conseguente l'immissione, la modifica o la cancellazione degli ordini.

Acquisto				Vendita			
Qtà	Pressione cumulata	Surplus	Prezzo	Surplus	Pressione cumulata	Qtà	Quantità scambiabile
50	-	-	MO	-	-	100	0
0	50	-	16	1.100	1.150	350	50
150	200	-	15	600	800	250	200
150	350	-	14	200	550	200	350
200	550	200	13	-	350	0	350
100	650	300	12	-	350	100	350
150	800	550	11	-	250	150	250
450	1.250	1.150	10	-	100	0	100

Prezzo teorico d'asta

Prezzo ultimo contratto = 12

Figura 7



La fase di negoziazione continua

Durante la fase di negoziazione continua, gli operatori possono:

- immettere, modificare o cancellare ordini;
- applicare ordini immessi dagli altri operatori;
- utilizzare le funzioni informative.

In questa fase, ogni ordine immesso è confrontato immediatamente con gli ordini già presenti sul book di negoziazione in modo da verificare se sussistono le condizioni per l'esecuzione. Per ciascuno strumento finanziario, l'esecuzione degli ordini ha luogo quando:

- il prezzo dell'ordine entrante in vendita è uguale o inferiore rispetto al prezzo più alto degli ordini di acquisto presenti sul book; oppure
- il prezzo dell'ordine entrante di acquisto è uguale o superiore rispetto al prezzo più basso degli ordini di vendita presenti sul book.

La successione temporale di esecuzione degli ordini è basata sulla regola della priorità di prezzo e di tempo di immissione. Il prezzo al quale ha luogo l'esecuzione degli ordini è determinato dal prezzo degli ordini già presenti sul book, in quanto hanno una priorità temporale superiore, ed è limitato dal prezzo dell'ordine entrante. In particolare per ogni strumento finanziario, il sistema abbina automaticamente gli ordini procedendo alla conclusione dei relativi contratti, genera ed invia automaticamente le conferme relative ai contratti conclusi. Gli ordini presenti sul book, modificati in modo da migliorare la loro priorità di prezzo, sono riverificati dal sistema, e sono confrontati con gli altri ordini presenti e possono dar luogo all'esecuzione di contratti.

La fase di negoziazione continua può essere interrotta con contestuale attivazione della fase di asta di volatilità in caso di eccessiva variazione nei prezzi dei contratti.

Le fasi tecniche

Nel corso della seduta di negoziazione sono previste alcune fasi tecniche durante le quali agli operatori non è consentita la gestione dei propri ordini, mentre sono disponibili le funzioni informative.

Di seguito si illustrano alcuni periodi che caratterizzano le fasi tecniche:

Periodo	Descrizione
INI	Apertura del servizio o pre-negoziazione
FRO	Periodo di inattività in fase di asta di apertura
FRC	Periodo di inattività in fase di asta di chiusura
CLOS	Chiusura del mercato
ADM	Fase di amministrazione servizio
EOA	Chiusura del servizio



Il controllo automatico dei prezzi

Al fine di monitorare il regolare svolgimento delle negoziazioni, su TradElect² sono implementati meccanismi di controllo automatico preventivo dei prezzi e di interruzione delle negoziazioni in caso di tentato superamento dei limiti di prezzo previsti. Questi meccanismi consistono in una verifica dei prezzi dei contratti in corso di esecuzione, che vengono confrontati con due livelli di prezzi base, chiamati prezzo statico e prezzo dinamico, definiti come segue:

Prezzo statico

- A inizio seduta, è pari al prezzo di riferimento del giorno precedente;
- dopo ogni fase di asta, viene aggiornato al prezzo di conclusione dei contratti di asta; se non vengono conclusi contratti in asta, il prezzo statico è aggiornato al prezzo del primo contratto concluso nella fase di negoziazione continua.

Prezzo dinamico

- È pari al prezzo dell'ultimo contratto concluso durante la seduta corrente (in asta o in negoziazione continua) oppure,
- in mancanza di contratti conclusi nella seduta corrente, è uguale al prezzo di riferimento del giorno precedente.

I limiti minimi e massimi ammissibili per i prezzi dei contratti in corso di esecuzione sono determinati applicando percentuali di scostamento a ciascuno dei due prezzi di cui sopra (tali percentuali sono indicate nel Regolamento di Borsa Italiana).

Ne derivano pertanto due tipologie di limiti alla variazione dei prezzi dei contratti:

Limiti di prezzo statici (LPS)

Questi limiti sono calcolati applicando una percentuale minima e massima di scostamento rispetto al prezzo statico. I limiti statici sono attivi durante le fasi di asta e di negoziazione continua.

Limiti di prezzo dinamici (LPD)

Sono calcolati applicando una percentuale minima e massima di scostamento rispetto al prezzo dinamico. I limiti dinamici sono attivi solo durante la fase di negoziazione continua.

Il tentativo di esecuzione di contratti a prezzi eccedenti i suddetti limiti statici o dinamici provoca l'interruzione delle negoziazioni e la contestuale attivazione di una fase di asta di volatilità, che si articola in:

- un periodo di pre-asta di volatilità, durante il quale gli operatori possono immettere, modificare o cancellare i propri ordini che concorrono alla formazione del prezzo teorico di asta di volatilità, e
- un periodo di asta di volatilità, durante il quale avviene l'eventuale abbinamento degli ordini inseriti nel precedente periodo di pre-asta di volatilità.

² Dal 10 novembre 2008 è la nuova piattaforma di negoziazione del mercato azionario (MTA ed Expandi).



Nella figura 8 e 9 si illustrano i casi di superamento dei limiti LPS e LPD.

Il prezzo statico e il prezzo dinamico possono essere modificati da Borsa Italiana per consentire la conclusione di contratti a prezzi eccedenti i limiti di prezzo impostati in via generale. I nuovi prezzi statici e dinamici impostati possono non essere diffusi sui canali informativi. In ogni caso, l'informazione circa la (non) validità dei prezzi teorici di asta viene diffusa al mercato in tempo reale.

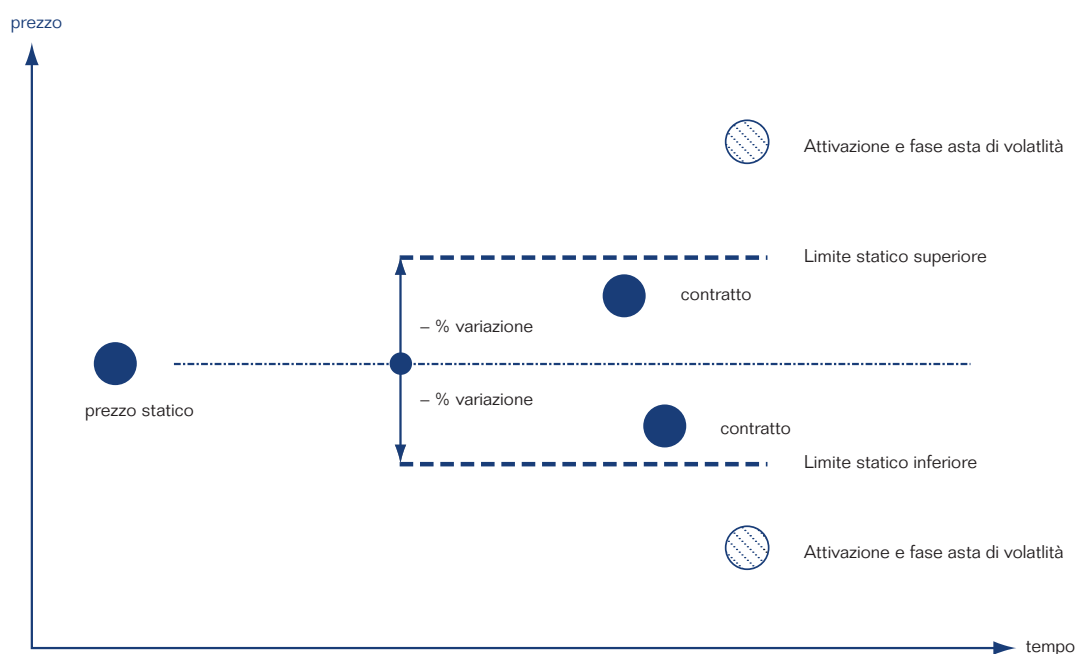
Tipologie di ordini

Un ordine rappresenta un impegno a negoziare sulla base di specifiche condizioni di prezzo e di quantità. Gli operatori possono immettere ordini su specifici titoli e utilizzare specifiche tipologie di ordini.

Il contenuto informativo degli ordini comprende tra l'altro:

- il quantitativo, che deve essere compreso tra un minimo e un massimo stabiliti da Borsa Italiana; nel caso degli ordini con quantità parzialmente visualizzata (*iceberg orders*), anche la dimensione minima della quantità visibile è definita a priori;

FIGURA 8 - CONTROLLO AUTOMATICO DEI PREZZI - LIMITE LPS.





- il prezzo, che deve essere multiplo del *tick* di negoziazione applicabile e che può non essere indicato (solo nel caso degli ordini senza limite di prezzo);
- il tipo di conto (conto proprio o conto terzi).

Ad ogni ordine vengono assegnati automaticamente due codici:

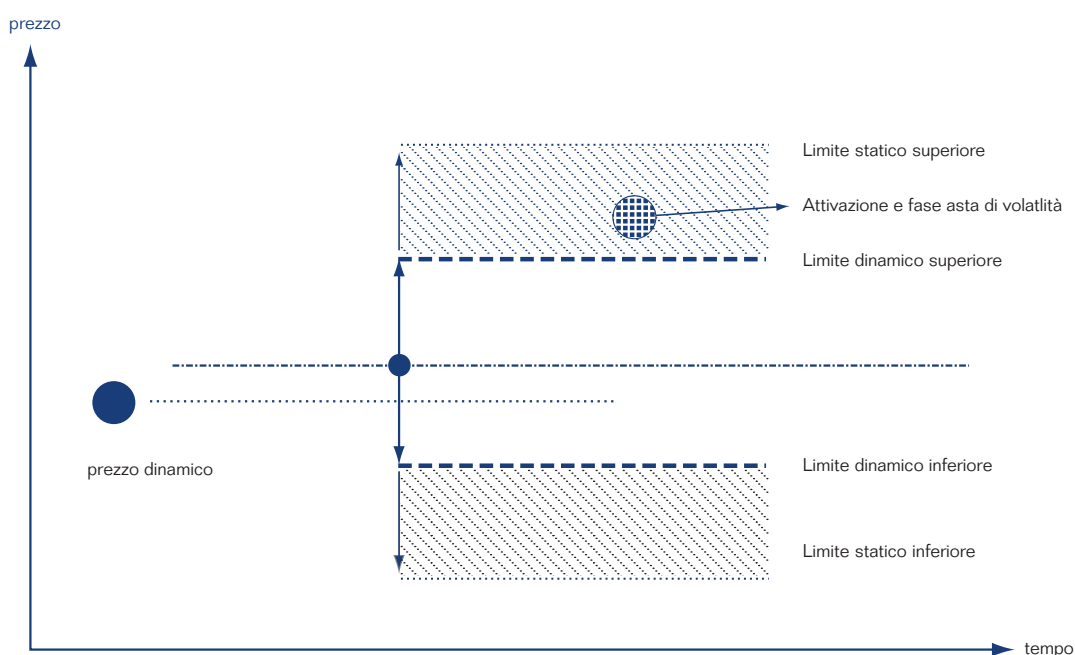
- un codice pubblico, che può essere visto da tutto il mercato e che cambia nel caso l'ordine venga modificato;
- un codice privato, conosciuto esclusivamente dall'operatore e dal gestore del mercato, che non cambia durante tutta la vita dell'ordine.

La tipologia di un ordine e il suo contenuto obbligatorio sono definiti dalla combinazione di due fattori: il tipo di meccanismo di mercato e il parametro di validità. Il meccanismo di mercato permette di distinguere tra ordini:

- con o senza limite di prezzo;
- anonimi o non anonimi;
- visibili per intero o parzialmente (ordini con quantità parzialmente visualizzata o *iceberg orders*).

Ordini senza limite di prezzo ("market orders"): gli ordini senza limite di prezzo possono essere immessi solo in fase di asta, sono eseguibili a qualsiasi prezzo e hanno una priorità sempre superiore rispetto agli ordini con limite di prezzo.

FIGURA 9 - CONTROLLO AUTOMATICO DEI PREZZI - LIMITE LPD





Ordini al meglio ("at best"): possono essere immessi solo in fase di negoziazione continua, sono eseguibili ai migliori livelli di prezzo presenti sul lato opposto del book e sono cancellati per la parte eventualmente ineseguita. Gli ordini *at best* sono immessi senza limite di prezzo e sono caratterizzati dai parametri di validità "Esegui e Cancella" o "Esegui o Cancella"

Ordini con quantità parzialmente visualizzata ("iceberg orders"): sono ordini con limite di prezzo che permettono la visualizzazione sul book solo di una parte della quantità totale. Il quantitativo parziale visibile deve essere superiore ai limiti minimi stabiliti da Borsa Italiana.

I **parametri di validità** definiscono le condizioni per cui un ordine viene immesso sul book e le condizioni per cui, se non completamente eseguito, viene cancellato automaticamente dal sistema. Esistono tre differenti categorie di parametri di validità:

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

Parametri di validità basata sull'esito dell'ordine

I parametri basati sull'esito dell'ordine, che definiscono il comportamento degli ordini non persistenti, sono:

- **"esegui o cancella"**, oppure **"tutto o niente"** (**FOK - Fill or Kill**): definisce un ordine che può essere eseguito immediatamente e solo per intero. Se sul lato opposto del book non esistono uno o più ordini compatibili per un quantitativo complessivo almeno uguale a quello dell'ordine FOK, allora l'ordine viene automaticamente cancellato;

- **"esegui e cancella"** (**ENE - Execute and Eliminate**): definisce un ordine che viene eseguito parzialmente o per intero, compatibilmente con le quantità disponibili sul lato opposto del book. La parte ineseguita dell'ordine viene cancellata automaticamente dal sistema.

Durante la negoziazione continua, l'utilizzo di uno dei parametri di cui sopra senza specificare un limite di prezzo determina l'immissione dei così detti ordini *"at best"*. Tali ordini sono eseguiti a qualunque livello di prezzo presente sul lato opposto del book, mentre la quantità non eseguita (che potrebbe corrispondere all'intera quantità nel caso di ordine FOK) viene cancellata automaticamente. Se invece un ordine rispettivamente del tipo FOK (o ENE) contiene un limite di prezzo, la sua immissione comporta l'esecuzione per intero (o parziale) dell'ordine a prezzi uguali o migliori rispetto al prezzo limite indicato, pena la sua cancellazione totale (o della parte non eseguita).

Parametri di validità basati sul tempo

I parametri basati sul tempo, che definiscono il comportamento degli ordini persistenti, sono:

- **"valido fino alla cancellazione"** (**GTC - Good Till Cancelled**): definisce un ordine che rimane sul mercato per il periodo massimo consentito dal sistema;
- **"valido fino a un determinato orario"** (**GTT - Good Till Time**): definisce un ordine che rimane sul mercato fino al giorno e all'ora specificata dall'operatore.



Parametri di validità basata sulla fase di mercato (ordini con attivazione differita)

I parametri basati sulla fase di mercato definiscono l'immissione o la cancellazione degli ordini in base all'inizio o al termine di uno specifico periodo della seduta di negoziazione.

Prima che l'ordine sia immesso sul book non è visibile agli altri operatori e non partecipa al processo di formazione dei prezzi. Al momento dell'attivazione l'ordine avrà una priorità di tempo inferiore agli ordini già presenti sul mercato, mentre in relazione agli altri ordini della stessa categoria avrà una priorità che dipende dal momento in cui è stato immesso dall'operatore nel sistema (fig. 10).

Messaggi multipli ("basket messages")

La piattaforma permette l'immissione, la cancellazione e la modifica di più ordini all'interno dello stesso segmento usando un unico messaggio, denominato

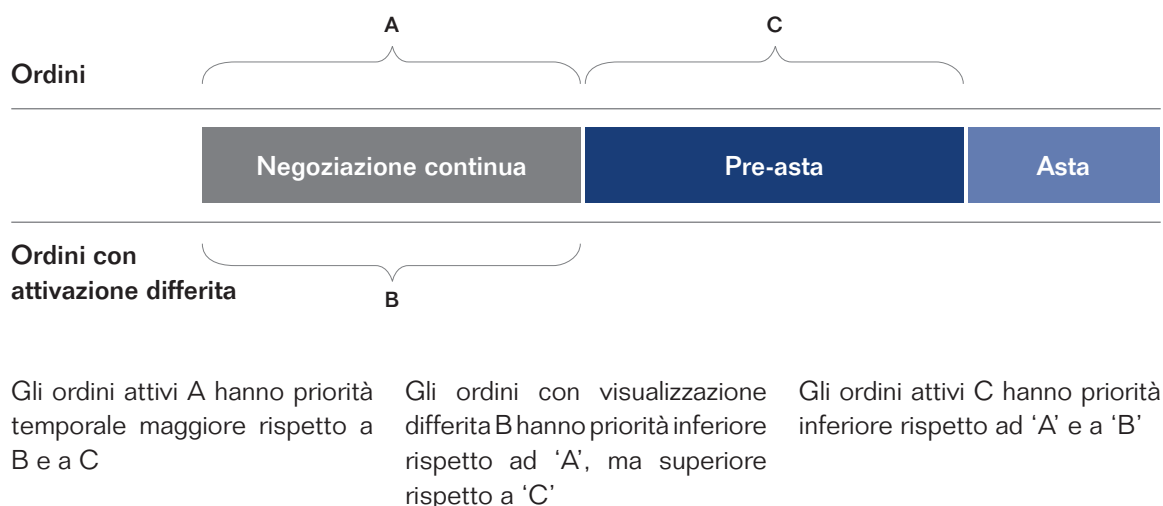
messaggi multipli. Tramite un messaggio multiplo possono essere gestiti più ordini dello stesso tipo (immissione, cancellazione o modifica) relativi a strumenti finanziari che appartengono allo stesso segmento.

La piattaforma elabora singolarmente e parallelamente le diverse istruzioni, senza peraltro garantire l'omogeneità degli esiti dei singoli ordini elaborati. I messaggi multipli sono privati, essendo utilizzati esclusivamente nelle comunicazioni tra operatore e gestore del sistema.

Gli ordini degli specialisti

Nello svolgimento della attività di sostegno alla liquidità gli operatori specialisti dovranno utilizzare una tipologia specifica di ordini, le quotazioni (*executable quotes*), costituite da coppie di ordini in conto proprio, persistenti e non anonimi. Tramite una quotazione è possibile immettere contemporaneamente un ordine

FIGURA 10 - REGOLE DI PRIORITÀ DEGLI ORDINI CON VALIDITÀ BASATA SULLA FASE DI MERCATO





in acquisto e uno in vendita sullo stesso strumento finanziario. I due ordini si comportano sul book come due ordini indipendenti. Le caratteristiche – dimensionali e di *spread* denaro lettera – delle quotazioni, come definite da Borsa Italiana per ogni strumento finanziario, vengono preventivamente controllate dal sistema. Più precisamente, le quotazioni che non rispettino i requisiti non sono accettate dal sistema. La funzionalità *basket message* descritta al paragrafo precedente è utilizzabile anche nel caso delle quotazioni.

La definizione dei prezzi di mercato

Prezzo di apertura

Il prezzo di apertura:

- è pari al prezzo di conclusione dei contratti nell'asta di apertura
- se il prezzo dell'asta di apertura non è determinato, è pari al prezzo del primo contratto concluso nella fase di negoziazione continua.

Prezzo di riferimento

Il prezzo di riferimento coincide con:

- il prezzo di asta di chiusura;
- se il prezzo di asta di chiusura non è determinato, il prezzo medio ponderato dei contratti conclusi negli ultimi minuti della fase di negoziazione continua (ad esempio, negli ultimi 10 minuti);
- se il prezzo dell'asta di chiusura non è determinato e non sono stati conclusi contratti durante l'intervallo della negoziazione continua sopra menzionato, il prezzo dell'ultimo contratto concluso nel corso della seduta;
- se non sono stati conclusi contratti nella seduta, il prezzo di riferimento della seduta precedente.

Prezzi base statico e dinamico

I prezzi base sono utilizzati per il controllo automatico dei prezzi dei contratti.

In particolare, il prezzo base statico è pari al prezzo di riferimento della seduta precedente fino alla conclusione dei contratti in asta di apertura. A inizio seduta e fino alla conclusione dei contratti in asta di apertura, pertanto, la variazione massima consentita del prezzo di asta è commisurata al prezzo di riferimento della seduta precedente.

Dopo ogni fase di asta, il prezzo base statico è pari al prezzo di conclusione dei contratti in asta. Se non vengono conclusi contratti in asta, il prezzo base statico è aggiornato al prezzo del primo contratto concluso nella fase di negoziazione continua.

Il prezzo base dinamico è pari al prezzo dell'ultimo contratto concluso durante la seduta corrente (in asta o in negoziazione continua) oppure, in mancanza di contratti conclusi nella seduta corrente, è uguale al prezzo di riferimento del giorno precedente.

Prezzo ufficiale

Il prezzo ufficiale di ciascuno strumento finanziario è pari al prezzo medio ponderato dell'intera quantità negoziata sullo stesso durante la seduta. Il prezzo medio ponderato è calcolato e diffuso nel corso della seduta ad ogni esecuzione di contratto.



Gli organi societari

Il Consiglio di Amministrazione

Il CdA è l'**organo esecutivo della società** a cui è affidato il compito di realizzare le decisioni prese dall'assemblea nel corso delle sue deliberazioni e lo svolgimento dell'attività di impresa. Il consiglio di amministrazione gioca un ruolo fondamentale nella *corporate governance*, ha infatti la responsabilità di approvare le strategie organizzative, di sviluppare una politica direzionale, di assumere, supervisionare e remunerare i senior manager, nonché assicurare la responsabilità giuridica dell'organizzazione di fronte alle autorità.

Composizione

Il CdA è composto dai consiglieri ed è guidato dal suo presidente. La definizione del numero degli amministratori (art. 2383 Codice Civile), se non è stabilita dall'atto costitutivo, spetta all'assemblea che ne stabilisce anche la retribuzione. Gli amministratori **restano in carica per tre anni**. Salvo che l'atto costitutivo non stabilisca diversamente gli amministratori sono rieleggibili e possono essere revocabili dall'assemblea in ogni momento per giusta causa. Se hanno la rappresentanza della società, essi possono compiere tutti gli atti che rientrano nell'oggetto sociale, salvo le limitazioni stabilite dalla legge o dall'atto costitutivo. Possono essere amministratori anche i soggetti non soci.

Amministratore delegato e comitato esecutivo

Il CdA può nominare uno o più **amministratori delegati** quando ciò è previsto dall'atto costitutivo o permesso dall'assemblea. Il consiglio delega all'A.D. il potere di prendere decisioni in nome e per conto della società, contraendo obbligazioni ed esercitando diritti che producono effetti in capo a quest'ultima. Il consiglio di amministrazione può stabilire dei limiti ai poteri dell'A.D.

La legge garantisce al CdA la facoltà di nominare un **comitato esecutivo** o uno o più amministratori delegati se previsto dall'atto costitutivo o permesso dall'assemblea. Il Comitato Esecutivo, con riguardo alla definizione annuale del piano industriale di gruppo, del budget, del progetto di bilancio d'esercizio ed alle proposte di nomina dei dirigenti di 1° livello, ha il compito di esprimere un parere preventivo alla presentazione al Consiglio di Amministrazione, nonché di deliberare, in relazione a definite fasce di importo, in ordine ai contratti e convenzioni inerenti l'oggetto sociale, a rapporti di consulenza con esperti professionisti esterni, all'adesione della società a organismi, associazioni, enti, a transazione di controversie e rinunce di crediti, ad atti modificativi e risolutivi di contratti per linee di credito e finanziamenti, alla stipula, modifica, risoluzione di contratti per investimenti.



Attività

Gli amministratori:

- deliberano sulla gestione della società;
- convocano l'assemblea e fissano l'ordine del giorno;
- curano e si preoccupano di tenere le scritture contabili;
- redigono il bilancio di esercizio da presentare all'assemblea per l'approvazione;
- danno esecuzione alla volontà assembleare;
- rappresentano la società di fronte a terzi e in giudizio.

Il conflitto di interessi

Singole persone possono essere membri di consigli di amministrazione in più società. Tuttavia l'articolo 2391 del Codice Civile stabilisce che "l'amministratore, che in una determinata operazione ha, per conto proprio o di terzi, interesse in conflitto con quello della società, deve darne notizia agli altri amministratori e al collegio sindacale, e deve astenersi dal partecipare alle deliberazioni riguardanti l'operazione stessa." Nel caso in cui l'amministratore non provveda agli obblighi di legge esso risponde delle perdite derivanti alla società in conseguenza del suo operare. Le deliberazioni del consiglio potenzialmente dannose per la società, possono essere impugnate dagli amministratori assenti o dissenzienti e dai sindaci se, senza il voto dell'amministratore che doveva astenersi, non si sarebbe raggiunta la maggioranza richiesta.

La responsabilità degli amministratori

Gli amministratori hanno l'obbligo di svolgere i loro compiti con la diligenza del mandatario (art. 2392) e sono responsabili solidalmente nei confronti della società per i danni provocati nell'inosservanza di tale dovere. Tuttavia l'amministratore che provvede a fare annotare senza ritardo il suo dissenso

nel libro delle adunanze e delle deliberazioni del consiglio è escluso dall'azione di responsabilità nei suoi confronti. L'azione di responsabilità contro gli amministratori (art. 2393) è promossa in seguito a deliberazione dell'assemblea, anche se la società è in liquidazione.

Il Collegio Sindacale

Il **Collegio Sindacale** rappresenta l'**organo di controllo** delle società e ha il compito di vigilare sull'attività degli amministratori e controllare che la gestione e l'amministrazione della società si svolgano nel rispetto della legge e dell'atto costitutivo.



Figura 11 - Il collegio sindacale

Composizione

Il collegio sindacale è composto di un numero variabile fra tre e cinque membri effettivi e due sindaci supplenti. Non è richiesto come requisito per diventare membro effettivo la condizione di socio. I sindaci devono essere scelti tra gli **iscritti nel registro dei revisori contabili**. Tuttavia non possono ricoprire la carica di sindaco coloro che



subiscono la cancellazione e la sospensione dal registro dei revisori, i parenti e gli affini entro il quarto grado degli amministratori o coloro che sono legati alla società da un rapporto di lavoro subordinato e continuato.

Il Codice Civile prevede che i sindaci vengano nominati per la prima volta nell'atto costitutivo e successivamente dall'assemblea e che restino in carica per tre anni. L'assemblea provvede alla nomina del presidente del collegio sindacale. Durante tale periodo i sindaci non possono essere revocati se non per giusta causa. In caso di morte, rinuncia o decadenza di un sindaco subentrano, in ordine di età i supplenti, i quali, rimangono in carica finché l'assemblea non provvede alla nomina dei nuovi sindaci in sostituzione di quelli usciti.

I sindaci sono retribuiti secondo quanto stabilito dall'assemblea.

I compiti

I compiti del collegio sindacale sono quelli previsti dall'art. 2403 del Codice civile, ovvero:

- controllare l'amministrazione della società;
- vigilare sull'osservanza della legge e dell'atto costitutivo;
- accertare la regolare tenuta della contabilità sociale, la corrispondenza del bilancio alle risultanze dei libri e delle scritture contabili e l'osservanza delle norme stabilite per la valutazione del patrimonio sociale;

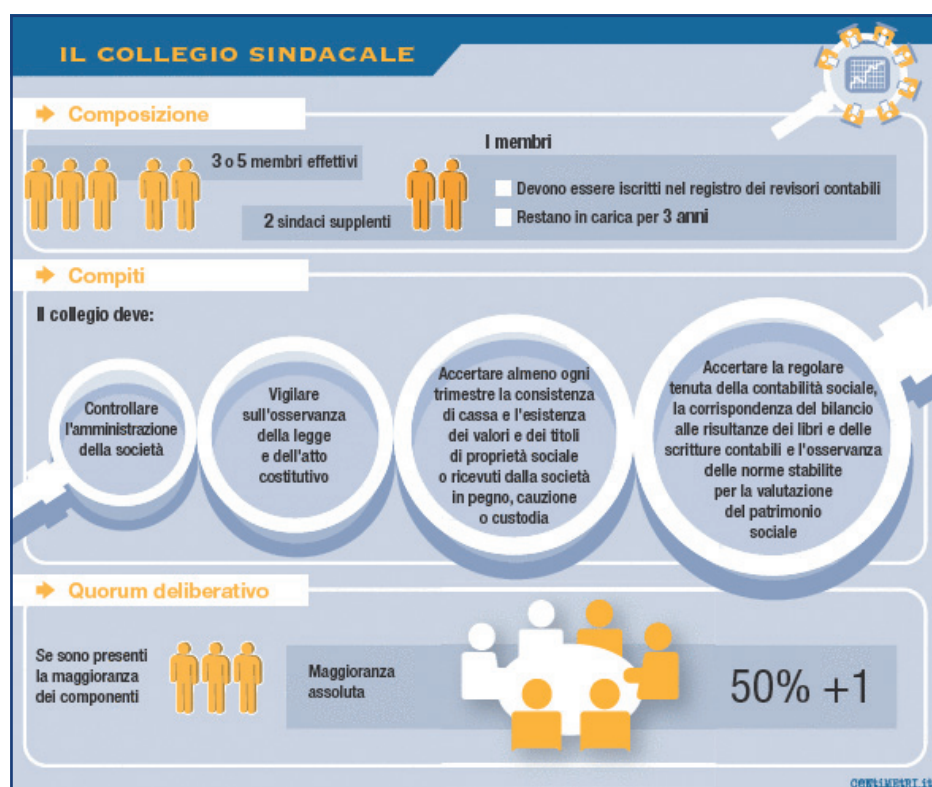


Figura 12 - Il collegio sindacale



- deve accertare almeno ogni trimestre la consistenza di cassa e l'esistenza dei valori e dei titoli di proprietà sociale o ricevuti dalla società in pegno, cauzione o custodia.

Il collegio sindacale deve riunirsi almeno ogni trimestre e può deliberare, con maggioranza assoluta, se sono presenti la maggioranza dei componenti. I sindaci dissenzienti possono far mettere a verbale i motivi del loro dissenso. I sindaci possono in qualsiasi momento procedere, anche individualmente, ad atti d'ispezione e di controllo e il collegio può chiedere agli amministratori notizie sull'andamento delle operazioni sociali o su determinati affari.

L'azione di responsabilità

Il Codice Civile prevede che i sindaci debbano adempiere i loro doveri con **la diligenza del mandatario** (art. 1710). Essi sono infatti responsabili della verità delle loro affermazioni e devono conservare il segreto sui fatti e sui documenti di cui hanno conoscenza. In caso di un danno derivante dalle omissioni degli amministratori, i sindaci sono responsabili solidalmente con questi ultimi. Ad ogni socio spetta il diritto di denunciare i fatti che ritiene "censurabili" al collegio sindacale, il quale deve tener conto della denuncia nella relazione all'assemblea. Se la denuncia è fatta però da tanti soci rappresentanti la ventesima parte del capitale sociale, il collegio sindacale deve indagare senza ritardo e presentare le sue conclusioni ed eventuali proposte all'assemblea, convocando immediatamente la stessa nei casi più urgenti. Se invece vi è fondato sospetto di gravi irregolarità nell'adempimento dei doveri degli amministratori e dei sindaci, i soci rappresentanti la decima parte del capitale sociale possono denunciare i fatti al tribunale che, sentiti in camera di consiglio gli amministratori e i sindaci, può ordinare l'ispezione dell'amministrazione della società a spese dei soci richiedenti.

Se sussistono le irregolarità denunciate, il tribunale può disporre gli opportuni provvedimenti cautelari e convocare l'assemblea per le conseguenti deliberazioni. Nei casi più gravi può arrivare fino alla revoca degli amministratori e dei sindaci e alla nomina di un amministratore giudiziario. L'amministratore giudiziario può proporre l'azione di responsabilità contro gli amministratori e i sindaci.

L'assemblea

L'assemblea è l'**organo deliberativo** delle società di capitali. Essa opera in base al principio di **maggioranza** e, le sue decisioni, quando è stata regolarmente convocata, vincolano anche i soci assenti o dissenzienti. In Italia l'assemblea è disciplinata dal libro quinto del Codice Civile, il quale (art. 2363) stabilisce che: "l'assemblea è convocata dagli amministratori nella sede della società, se l'atto costitutivo non dispone diversamente".

L'assemblea inoltre può essere **ordinaria** o **straordinaria** (art. 2363) a seconda dell'oggetto sul quale è chiamata a deliberare. La distinzione non deve però trarre in inganno. L'organo assembleare è unico e la distinzione tra assemblea ordinaria e straordinaria serve solo a riflettere diverse competenze, materie di interesse e regole di convocazione.

Assemblea ordinaria

Tra i compiti dell'assemblea ordinaria (art. 2364) troviamo l'**approvazione del bilancio**, la nomina degli amministratori, dei sindaci e del presidente del collegio sindacale. Tra i doveri dell'assemblea ordinaria, inoltre, vi è quello di determinare il **compenso degli amministratori e dei sindaci**, quando questo non sia stabilito nell'atto costitutivo. L'assemblea ordinaria delibera anche sugli altri oggetti attinenti alla gestione della società, riservati alla sua competenza dall'atto costitutivo, o sotto-

posti al suo esame dagli amministratori, nonché sulla responsabilità degli amministratori e dei sindaci.

La convocazione dell'assemblea ordinaria deve essere fatta almeno una volta all'anno, entro quattro mesi dalla chiusura dell'esercizio sociale o entro un termine maggiore, comunque non superiore a sei mesi, quando particolari esigenze lo richiedano. L'assemblea ordinaria si considera regolarmente costituita (art. 2368) con la presenza di un numero di soci rappresentanti almeno la metà del capitale sociale, escluse le azioni a voto limitato. Essa delibera a maggioranza assoluta se non è richiesta una maggioranza più elevata.

Assemblea straordinaria

L'art. 2365 stabilisce che l'assemblea straordinaria delibera su **modifiche dell'atto costitutivo** e sull'emissione di obbligazioni, sulla nomina e sui poteri dei liquidatori e sugli altri argomenti ad essa espressamente affidati dalla legge. L'assemblea straordinaria (art. 2368) delibera con il voto favorevole di un numero di soci rappresentanti più della metà del capitale sociale, se non è richiesta una maggioranza più elevata.

Assemblee speciali

Esistono anche **assemblee speciali** (art. 2376) previste per tutelare l'interesse dei soci possessori di una determinata categoria di azioni. Infatti stabilisce la legge: "Se esistono diverse categorie di azioni (art. 2348), le deliberazioni dell'assemblea, che pregiudicano i diritti di una di esse, devono essere approvate anche dall'assemblea speciale dei soci della categoria interessata".

Convocazione

"L'assemblea deve essere convocata dagli amministratori mediante avviso contenente l'indicazione del

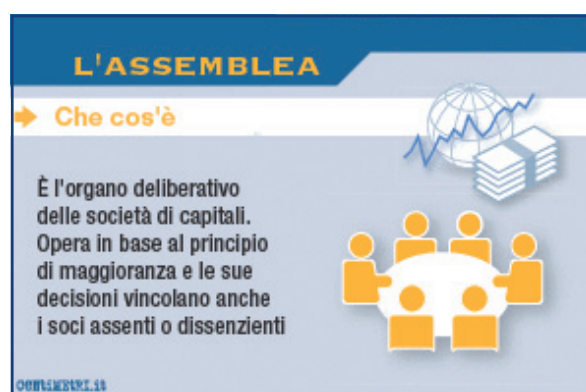


Figura 13 - L'assemblea

giorno, dell'ora e del luogo dell'adunanza e l'elenco delle materie da trattare" (art. 2366). L'avviso deve essere pubblicato nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica almeno quindici giorni prima di quello fissato per la riunione. Quando non vengono rispettate tutte le modalità previste, l'assemblea si considera regolarmente costituita, con l'intervento di tutti gli amministratori e i componenti del collegio sindacale e la rappresentanza della totalità del capitale sociale. In quest'ultimo caso ogni interessato che interviene può opporsi alla discussione di quegli argomenti sui quali non ritenga di essere stato sufficientemente informato.

Seconda convocazione e terza convocazione

La legge prevede una **seconda convocazione** (art. 2369) nel caso in cui i soci intervenuti non rappresentino complessivamente la **parte di capitale richiesta**. Spesso gli avvisi di convocazione delle assemblee contengono già il giorno fissato per la seconda convocazione. "In seconda convocazione – precisa l'art. 2369 - l'assemblea ordinaria delibera sugli oggetti che avrebbero dovuto essere trattati nella prima, qualunque sia la parte di capitale rappresentata dai soci intervenuti, e l'assemblea straordinaria delibera con il



voto favorevole di tanti soci che rappresentino più del terzo del capitale sociale, a meno che l'atto costitutivo richieda una maggioranza più elevata". Se i soci intervenuti in seconda convocazione non rappresentano la parte del capitale necessaria per deliberare, l'assemblea straordinaria può essere nuovamente convocata entro trenta giorni

(art. 2369-bis). Il termine di 15 giorni per la pubblicazione sulla Gazzetta ufficiale, stabilito dal secondo comma dell'art. 2366, è ridotto a otto giorni. In terza convocazione l'assemblea delibera con il voto favorevole di tanti soci che rappresentino più di un quinto del capitale sociale, a meno che l'atto costitutivo richieda una maggioranza più elevata.

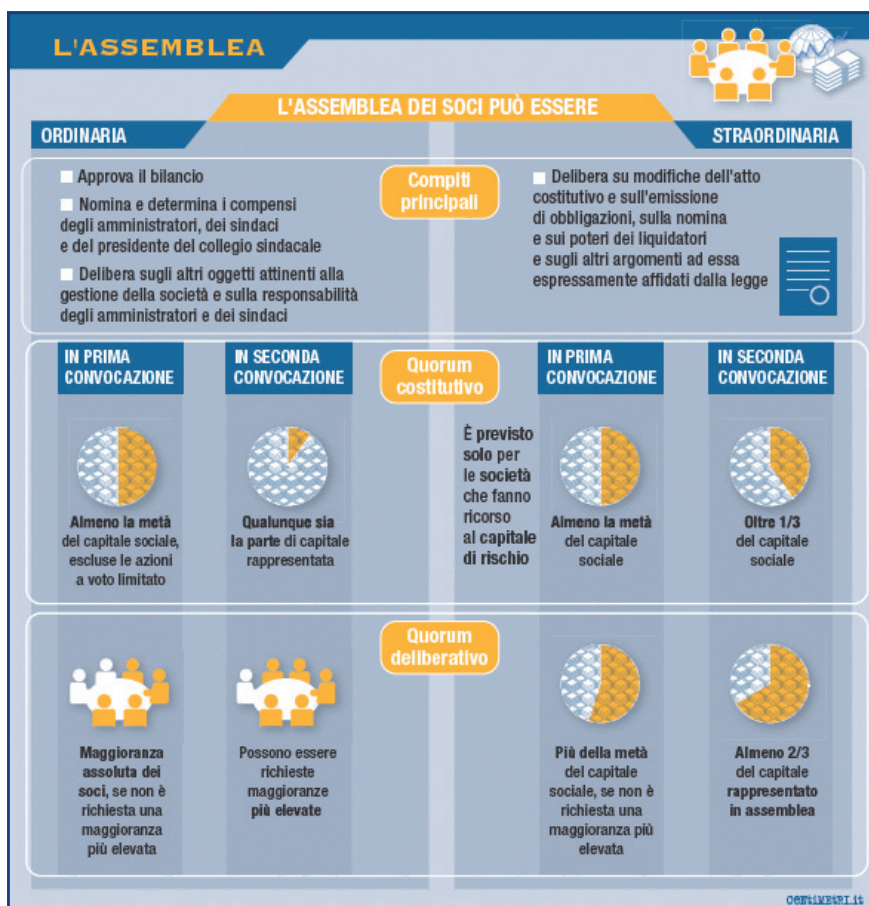


Figura 14 - L'assemblea

Le società quotate e il mercato

Capitale sociale e variazioni di capitale

Che cos'è?

Il capitale sociale rappresenta il valore delle somme e dei beni conferiti dai soci, a titolo di capitale di rischio, all'atto di costituzione della società. Esso è suddiviso in quote di pari valore che sono assegnate ai soci in proporzione alla parte di capitale da essi sottoscritta e versata. Nelle società per azioni il capitale sociale è suddiviso in un determinato numero di titoli (azioni), ognuno dei quali incorpora una determinata quota di partecipazione ed i diritti sociali ad essa relativi. Il capitale sociale è utilizzato anche come parametro per lo svolgimento di alcune attività delle società come la convocazione dell'assemblea che si costituisce quando è rappresentata almeno la metà del capitale sociale.

Nel bilancio

Il capitale sociale è una delle voci della sezione del passivo dello stato patrimoniale del bilancio e rappresenta un "debito" dell'impresa nei confronti dei propri soci. Nel bilancio vanno anche segnate le variazioni del capitale, come ad esempio: l'aumento in conseguenza di nuovi apporti dei soci o per l'utilizzo di riserve e fondi disponibili e la riduzione del capitale per perdite, acquisto e annullamento di azioni proprie o mancato pagamento delle quote dei soci morosi. La legge, ispirata dal principio di prudenza, si preoccupa di assicurare l'integrità del capitale sociale durante tutta la vita dell'impresa, in quanto, questo, rappresenta una garanzia per tutti coloro che intrattengono rapporti con la società (finanziatori, fornitori, clienti, ecc.). Ecco perché il capitale non deve mai scendere al di sotto di una soglia minima, fissata dal Codice Civile, il quale, prevede che, le società per azioni e le società in



Figura 15 - Il capitale sociale

accomandita per azioni, debbano costituirsi con un capitale minimo non inferiore a 100.000 euro, mentre per le società a responsabilità limitata il capitale iniziale è pari a 10.000 euro. Nell'attivo di bilancio invece, tra i crediti verso soci per versamenti ancora dovuti, sono iscritte le parti di capitale sociale non ancora versate alla data di bilancio, con la distinzione tra versamenti già richiamati e versamenti non ancora richiamati. Nella fase di costituzione della società il capitale sociale può essere identificato col patrimonio sociale (inteso come rapporto tra le attività e le passività della società).

Capitale sottoscritto e versato

La legge prevede, tra le condizioni per la costituzione della società (art. 2329 del Codice civile), l'intera sottoscrizione del capitale sociale. Occorre a tal proposito distinguere tra capitale sottoscritto (che i soci si sono assunti l'obbligo di versare) e capitale versato (parte di capitale sottoscritto già versata nelle casse della società). I soci possono versare il capitale dovuto in più momenti e non subito. In ogni caso, per le società di capitali è obbligatorio versare

IL CAPITALE SOCIALE

PER COSTITUIRE UNA SOCIETÀ È NECESSARIO UN CAPITALE SOCIALE...

Superiore a 100.000 euro



per le società per azioni
e in accomandita per azioni

Almeno di 10.000 euro



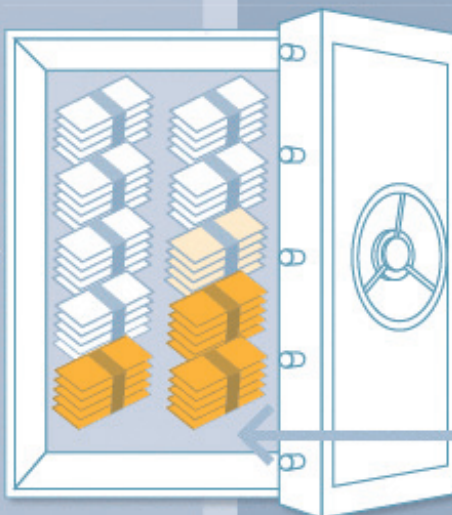
per le società
a responsabilità limitata



IL CAPITALE SOCIALE DEV'ESSERE INTERAMENTE SOTTOSCRITTO,
MA I SOCI POSSONO VERSARE IL CAPITALE DOVUTO IN PIÙ MOMENTI

Capitale sottoscritto non versato

Parte di capitale
che i soci si sono
assunti l'obbligo
di versare



Capitale sottoscritto versato

Parte di capitale
già versato nelle
casse della società



Al momento
della costituzione
della società
devono essere versati
almeno i 3/10

CAPITALE NOMINALE



Numero di azioni
sottoscritte dai soci



Valore nominale
di ogni azione



= CAPITALE
NOMINALE



CENTIMETRI.IT

Figura 16 - Il capitale sociale

almeno i 3/10 del capitale sociale al momento della costituzione della società. Nel caso in cui parte del capitale sociale non sia stato versato alla data di bilancio, i versamenti ancora dovuti, verranno iscritti nelle attività, tra i crediti verso soci per versamenti ancora da effettuare. La distinzione tra capitale sottoscritto e non versato e capitale sottoscritto e versato porta a definire il capitale nominale (o sottoscritto) come il capitale definito nell'atto costitutivo, pari al prodotto tra il numero di azioni (quote) sottoscritte dai soci ed il loro valore nominale.

Conferimenti in natura

Il codice civile, abbiamo detto, definisce il capitale sociale come il valore dei conferimenti dei soci. Nel caso di conferimenti in natura la legge (art. 2343 Codice civile) prevede che, chi conferisca beni in natura o crediti, debba presentare la relazione giurata di un esperto con "la descrizione dei beni o dei crediti conferiti, il valore a ciascuno di essi attribuito, i criteri di valutazione seguiti, nonché l'attestazione che il valore attribuito non è inferiore al valore nominale, aumentato dell'eventuale sopraprezzo, delle azioni emesse a fronte del conferimento". Entro sei mesi gli amministratori e i sindaci della società devono controllare le valutazioni contenute nella relazione e, se è il caso, procedere alla revisione della stima. Finché le valutazioni non sono definitive, le azioni corrispondenti ai conferimenti sono inalienabili e devono restare depositate presso la società. Quando risulta che il valore dei beni o dei crediti conferiti era inferiore di oltre un quinto a quello per cui avvenne il conferimento, la società deve proporzionalmente ridurre il capitale sociale, annullando le azioni che risultano scoperte. Tuttavia il socio conferente può versare la differenza in denaro o recedere dalla società.

Le variazioni del capitale sociale

La presenza del capitale sociale **limita**, nelle società di capitale, **la responsabilità dei soci** nei confronti dei creditori alla parte di capitale sottoscritto.

La legge si preoccupa di **assicurare l'integrità del capitale sociale** durante tutta la vita dell'impresa, in quanto, questo, rappresenta una garanzia per tutti coloro che intrattengono rapporti con la società. Tuttavia, nel corso della vita dell'impresa il capitale sociale è soggetto a variazioni.

Aumento di capitale



Figura 18 - Le variazioni del capitale sociale

Nelle società di persone il capitale sociale può essere aumentato quando non sia stabilito diversamente nell'atto costitutivo e con il consenso di tutti i soci. Nelle società di capitali invece, l'aumento del capitale sociale, ha come conseguenza la modifica dell'atto costitutivo e deve essere perciò deliberato dall'assemblea straordinaria della società.

L'aumento può avvenire in due modi:

- attraverso **nuovi apporti da parte dei soci** (aumento a pagamento o effettivo). In questo caso chi sottoscrive l'aumento deve versare alla società, al momento della sottoscrizione



almeno 3 decimi del valore nominale della quota sottoscritta. Se c'è un sovrapprezzo questo va versato tutto al momento della sottoscrizione

- attraverso l'**utilizzo di riserve e fondi disponibili** regolarmente iscritti nel documento di bilancio (aumento gratuito). In questo caso le azioni di nuova emissione vanno assegnate gratuitamente agli azionisti in proporzione a quelle già possedute.

In entrambe le modalità si possono emettere nuove azioni solo se, quelle già emesse, sono state interamente sottoscritte e versate. Le azioni di nuova emissione e le obbligazioni convertibili vanno offerte in opzione ai soci, in proporzione al numero delle azioni da essi possedute, e ai possessori di obbligazioni convertibili sulla base del rapporto di cambio. Il diritto di opzione garantisce ai soci anche la prelazione nell'acquisto di azioni e obbligazioni convertibili rimaste inoperte. Il diritto di opzione può essere escluso o limitato durante la deliberazione di aumento di capitale da parte dell'assemblea.

Riduzione di capitale

Il capitale sociale può essere ridotto con il **consenso di tutti i soci** e, nelle società di capitali, la riduzione deve essere deliberata dall'assemblea straordinaria. La riduzione può essere disposta su decisione dell'assemblea o per legge.

È disposta dall'assemblea nei seguenti casi:

- quando il capitale risulta **esuberante** ai fini del conseguimento dell'oggetto sociale. In questo caso la società ha due scelte: liberare i soci dai versamenti dovuti oppure rimborsarli
- **acquisto e successivo annullamento** di azioni proprie. Se il prezzo di acquisto risulta superiore al valore nominale delle azioni, la società, dovrà diminuire le riserve utilizzate di una misura pari alla differenza tra il valore di acquisto e quello nominale. In caso contrario invece le riserve andranno incrementate.

È disposta dalla legge nei seguenti casi:

- conferimento di beni in natura e crediti per un valore inferiore di oltre un quinto a quanto indicato all'atto del conferimento. In questo caso la società deve proporzionalmente ridurre il capitale annullando le azioni che risultano scoperte. Il socio che ha conferito i beni in natura o i crediti ha due possibilità: saldare la differenza in denaro o recedere dalla società
- mancato pagamento delle quote sottoscritte da parte del socio le cui azioni, se non possono essere rimesse in circolazione, devono essere estinte e il capitale conseguentemente ridotto
- diritto di recesso. Possono esercitarlo i soci che non si trovino d'accordo con le decisioni inerenti il cambiamento dell'oggetto, la sede e la denominazione della società. In questo caso i soci possono recedere e ottenere il rimborso del capitale versato che di conseguenza dovrà essere ridotto.



Figura 18 - Le variazioni del capitale sociale



Quando risulti che il capitale è diminuito di oltre un terzo in conseguenza di perdite, gli amministratori devono convocare l'assemblea. Se entro l'esercizio successivo la perdita non risulta diminuita a meno di un terzo, l'assemblea che approva il bilancio di tale esercizio deve ridurre il capitale in proporzione delle perdite accertate. In mancanza gli amministratori e i sindaci devono chiedere al tribunale che venga disposta la riduzione del capitale in ragione delle perdite risultanti dal bilancio.

Se, per la perdita di oltre un terzo del capitale, questo si riduce al di sotto del minimo stabilito dalla legge, gli amministratori devono convocare l'assemblea per deliberare la riduzione del capitale ed il contemporaneo aumento del medesimo ad una cifra non inferiore al minimo di legge, oppure la trasformazione della società.

Aumento di capitale con diritto di opzione

La decisione dipende dal “costo effettivo” dell'operazione

L'azionista di una società coinvolta in un **aumento di capitale con diritto di opzione** si trova nella posizione di dover decidere se ed in che modo aderire all'operazione. La decisione dipende dal “**costo effettivo**” dell'operazione ossia dalla convenienza dell'esercizio del diritto che viene assegnato proporzionalmente a ciascun azionista.

Infatti a seconda del prezzo a cui la cessione può essere conclusa il titolare del diritto può decidere se:

- esercitare il diritto (nel caso in cui il prezzo di mercato sia inferiore al valore teorico)
- vendere il diritto (nel caso in cui il prezzo di mercato sia superiore al valore teorico).

Il calcolo del valore teorico del diritto quindi assume un ruolo fondamentale per la **corretta interpretazione** e gestione di un aumento di capitale. Il valore teorico del diritto non è altro che l'esatto ammontare che compensa l'azionista dalla **riduzione di prezzo** che le azioni subiscono in conseguenza della ricapitalizzazione. Il valore teorico del diritto è dato da numero di azioni presenti sul mercato ante aumento di capitale moltiplicate per il prezzo di mercato ante

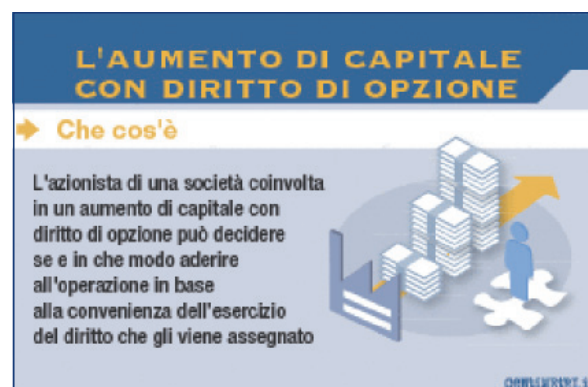


Figura 19 - Aumento di capitale

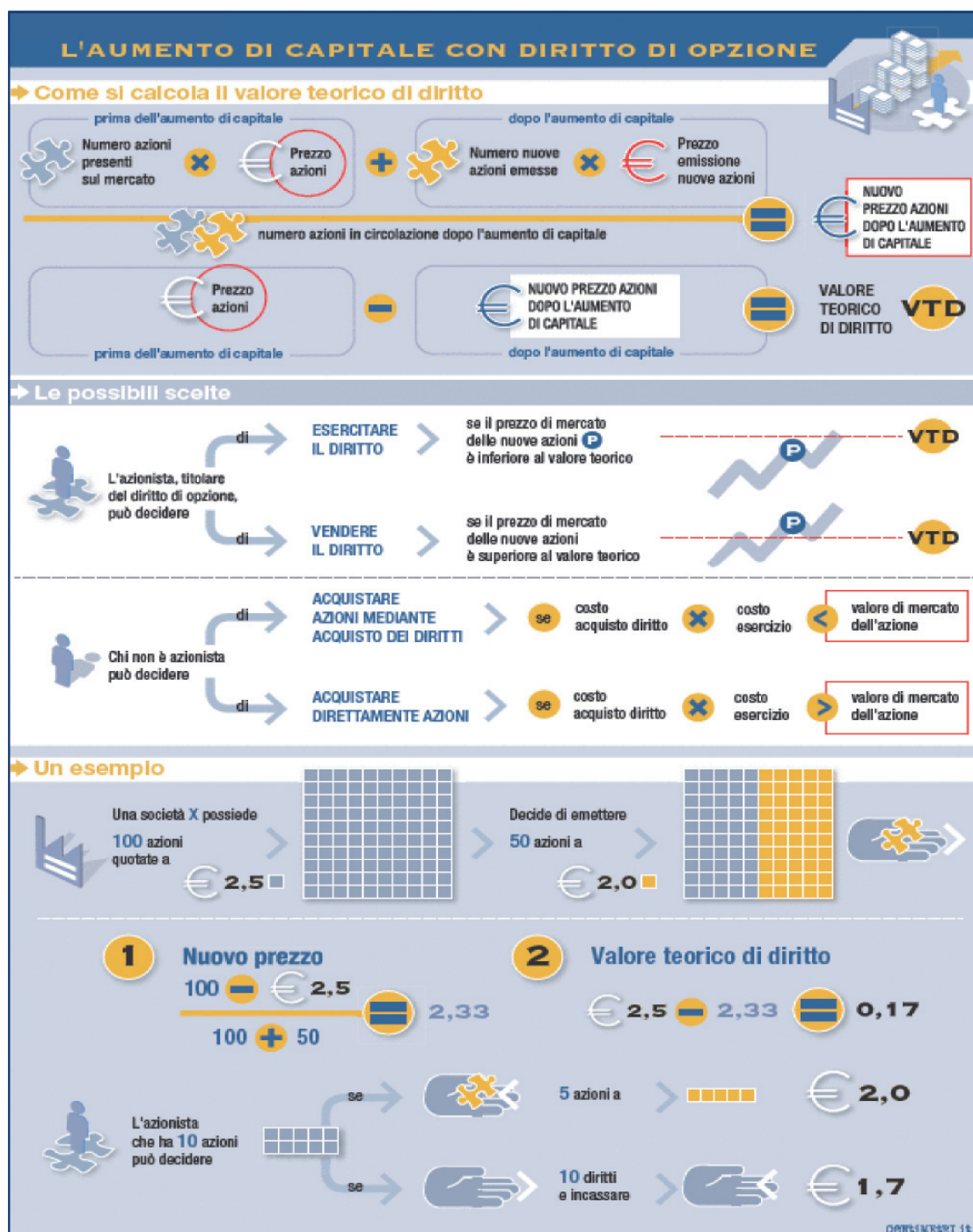


Figura 20 - Aumento di capitale



aumento di capitale, sommate alle nuove azioni emesse moltiplicate per il prezzo di emissione delle nuove azioni. Tutto rapportato al numero di azioni totali in circolazione post aumento di capitale. Va precisato comunque che il valore teorico del diritto, il coefficiente di rettifica del prezzo dell'azione ed il relativo prezzo rettificato vengono comunicati da Borsa Italiana il giorno antecedente all'inizio dell'aumento di capitale a mercati chiusi (normalmente alle ore 18,00).

Se ad esempio una società ha 100 azioni quotate al prezzo di 2,5 euro decide di emettere 50 nuove azioni ad un prezzo di 2 euro il nuovo prezzo a mercato delle azioni sarà dato dal seguente calcolo.

Nuovo prezzo: $100 \times 2,5 + 50 \times 2 / 100 + 50 = 2,33$

Il valore teorico del diritto quindi sarà dato da $2,5 - 2,33 = 0,17$

L'azionista che possiede 10 azioni potrà decidere se aderire all'operazione acquistando 5 nuove azioni al prezzo di 2 euro oppure vendere i 10 diritti ed incassare 1,7 euro.

Mediante il diritto rimane quotato 14 sedute e la quotazione sul mercato riflette o almeno dovrebbe il prezzo dell'azione.

Per chi non fosse azionista e volesse acquistare titoli della società oggetto dell'aumento di capitale potrebbe optare due strade:

- la prima, di acquistare azioni mediante acquisto dei diritti: questo è conveniente quando il costo di acquisto del diritto moltiplicato per il costo di esercizio è inferiore al valore di mercato dell'azione.
- Viceversa è meglio acquistare direttamente azioni quando il diritto è sopravvalutato ossia quando l'acquisto e l'esercizio del diritto è superiore al costo dell'azione sul mercato.

Il dividendo

La Remunerazione del Capitale Investito

Il dividendo è quella parte di **utile** che una società decide di **distribuire ai suoi azionisti** alla fine di ogni esercizio contabile come **remunerazione del capitale investito**.

È l'**assemblea ordinaria dei soci** che, dopo aver approvato il bilancio, definisce tempi, modi e quantità degli utili da distribuire. L'assemblea decide l'ammontare di utili da distribuire sotto forma di dividendo dopo aver accantonato una quota da destinare a riserva legale e dopo aver trattenuto un'eventuale ulteriore somma da impiegare per reinvestimenti o finalità aziendali.

L'assemblea può anche decidere di **non distribuire il dividendo** per poter **reinvestire** gli utili oppure per coprire perdite e debiti accumulati nelle gestioni precedenti.



Figura 21 - Dividendi



La più diffusa forma di erogazione dei dividendi è quella in **contanti**. Essi possono essere distribuiti anche sotto forma di azioni ("stock dividend"): ove si tratti di azioni di nuova emissione la distribuzione avverrà tramite un aumento gratuito di capitale.

Matura il diritto ad incassare il dividendo l'azionista che possiede l'azione all'apertura nel giorno in cui il titolo stacca la cedola. Il dividendo è riconosciuto all'azionista che possiede titoli presso la Monte Titoli nel giorno precedente la data di stacco.

Essendo la quotazione di un'azione di tipo "tel quel", il prezzo dell'azione comprende anche gli utili; pertanto, nel giorno di stacco, il prezzo dell'azione verrà decurtato di un importo pari al dividendo (il titolo quoterà ex-dividendo). Anche gli indici verranno corretti per lo stacco del dividendo.

Qualora l'azionista decidesse di mettere in vendita, tra la data di stacco e la data di pagamento i titoli posseduti, egli conserverebbe comunque il diritto ad incassare il dividendo. Nel giorno di pagamento poi, egli riceverà materialmente l'importo corrispondente al dividendo staccato. L'assemblea della società che approva il bilancio stabilisce, nel caso di distribuzione di dividendi, anche la data di pagamento che generalmente segue di tre giorni lavorativi la data dello stacco.

Le date di stacco e di pagamento del dividendo sono comunque regolate in base al **Calendario di Borsa Italiana**.

I possessori di azioni di risparmio devono ricevere dividendi maggiorati rispetto agli azionisti ordinari. Per i possessori di azioni privilegiate questa è invece solo una possibilità.

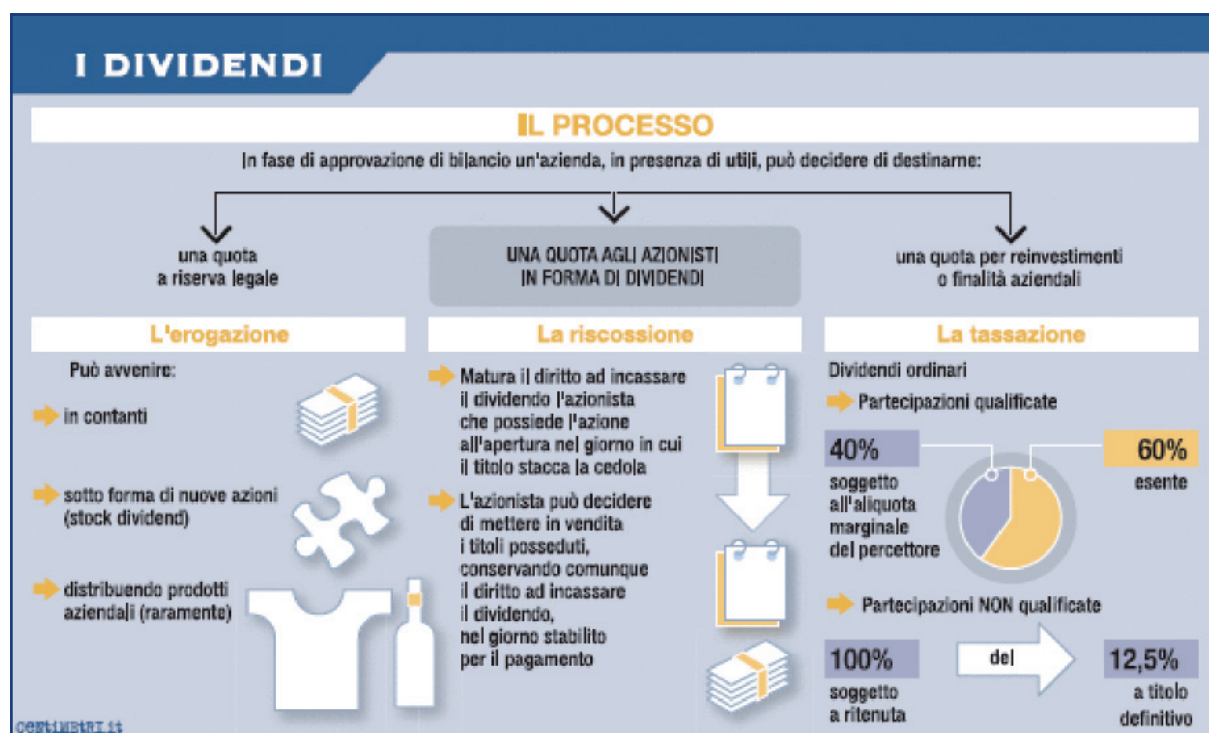


Figura 22 - Dividendi



Il dividendo può essere **ordinario** o **straordinario**. Da un punto di vista aziendale per dividendo ordinario s'intende quello derivante da utili. In caso di dividendo straordinario, invece, all'azionista viene distribuita non tanto una quota degli utili realizzati durante l'esercizio, quanto una parte delle riserve di liquidità della società. Questa può derivare da accantonamenti effettuati negli esercizi precedenti, dalla vendita di rami d'azienda o essere riconducibile ad altre strategie societarie.

Da un punto di vista **fiscale** i dividendi straordinari derivanti da distribuzione di riserve da sovrapprezzo azioni o da interessi di conguaglio non sono soggetti ad imposizione.

Per quanto riguarda invece la tassazione dei dividendi ordinari, bisogna distinguere tra partecipazioni qualificate e non qualificate. Nel primo caso, il 60% del dividendo percepito è esente da imposta mentre il 40% è soggetto all'aliquota marginale del singolo percettore. In caso di partecipazioni non qualificate i dividendi percepiti dagli azionisti sono tassati integralmente con una ritenuta a titolo definitivo del **12,5%**.

Analogamente a quelli di società italiane, i dividendi di provenienza estera sono soggetti a ritenuta definitiva del 12,5%.

Se i dividendi provengono da imprese residenti o domiciliate in Stati o Territori aventi un regime fiscale privilegiato (quelli appartenenti alla cosiddetta *Black list*), l'imposta viene applicata sulla totalità della somma degli utili e degli altri proventi percepiti, a meno che il percipiente dimostri che fin dall'inizio la partecipazione non era stata acquisita al fine di localizzare il reddito in un Paese a tassazione ridotta.

Per quanto riguarda la tassazione dei dividendi in capo a società, vi sono differenze a seconda che si tratti di società di persone o società di capitali. Nel primo caso, i dividendi concorrono alla forma-

zione del reddito d'impresa nella misura del 40% del loro ammontare, a prescindere dal fatto che si tratti di partecipazione qualificata o meno. Nel caso di società di capitali, esse non godono di credito d'imposta ma di un'esenzione pari al 95%: i dividendi percepiti quindi concorrono alla formazione del reddito imponibile per un ammontare pari al 5%. Se la società erogante il dividendo ha sede in un paradiso fiscale, l'esenzione del 95% è riconosciuta solo se l'Agenzia delle Entrate stabilisce che i redditi percepiti sono stati oggetto di tassazione in un paese a "fiscalità ordinaria".

La fusione di società

La fusione rappresenta una delle principali modalità di concentrazione delle imprese societarie, il cui fine oltre a essere quello di ampliarne le dimensioni è anche quello di accrescerne la competitività sul mercato.

Nella pratica troviamo due forme attraverso le quali è possibile attuare tale operazione: una mediante la costituzione di una nuova società (*NewCo*) e la contemporanea estinzione dei soggetti giuridici precedenti (in questo caso si parla di fusione in senso stretto o pura), l'altra mediante incorporazione in una società di una o più altre, con il risultato



Figura 23 - La fusione di società

LA FUSIONE DI SOCIETÀ

Le due forme

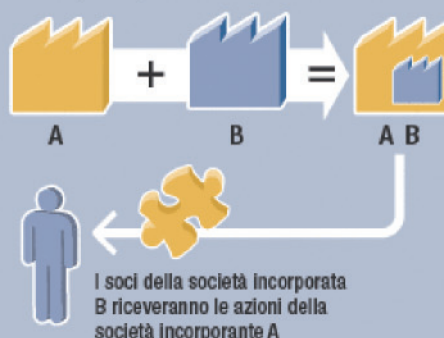
FUSIONE IN SENSO STRETTO

Due o più società si uniscono formando una nuova società (NewCo) e estinguendo i soggetti giuridici precedenti



FUSIONE PER INCORPORAZIONE

Una o più società sono incorporate in una società già esistente, mantenendo l'individualità della società partecipante



In entrambi i casi lo scambio tra vecchie e nuove azioni è effettuato in base a un rapporto di cambio calcolato attraverso la determinazione del capitale sociale, del capitale economico, del peso economico relativo e del valore unitario delle azioni

Un esempio: come si calcola il rapporto di cambio

(valori in euro)

	Capitale sociale	Valore nominale azioni	Numero azioni	Capitale economico
Società A (incorporante)	5.000.000	10	500.000	6.000.000
Società B (incorporata)	1.000.000	10	100.000	2.000.000

A questo punto è possibile calcolare il valore unitario delle azioni

$$\frac{\text{Capitale economico Società A}}{\text{Numero azioni Società A}} = \frac{6.000.000}{500.000} = 12$$

Il RAPPORTO DI CAMBIO è dato dal rapporto tra i due valori unitari delle azioni delle due società

Capitale economico società

numero azioni società

$$\frac{\text{Capitale economico Società B}}{\text{Numero azioni Società B}} = \frac{2.000.000}{100.000} = 20$$

$$\frac{\text{Rapporto Società B}}{\text{Rapporto Società A}} = \frac{20}{12} = \frac{5}{3}$$

In definitiva, ai soci della società B saranno attribuite 5 azioni di nuova emissione della incorporante società A ogni 3 quote possedute

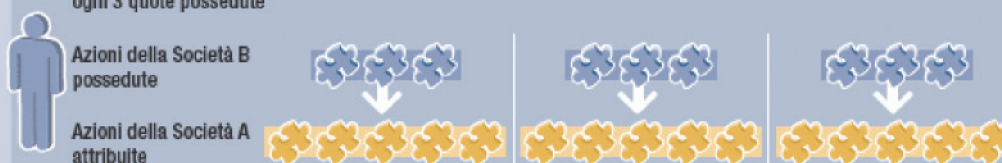


Figura 24 - La fusione di società



di mantenere l'individualità della società partecipante (fusione per incorporazione). Il procedimento attraverso il quale si arriva al risultato finale consta di tre fasi distinte, ovvero il progetto, la delibera e l'atto.

Nel progetto, che deve essere redatto in comune dagli amministratori delle diverse società, devono essere specificati con chiarezza i tempi, le condizioni e le modalità dell'operazione, come ad esempio (aspetto rilevante per le società quotate in Borsa) il rapporto di cambio, ovvero il criterio in base al quale verranno assegnate le azioni della nuova società ai soci degli enti che si estinguono.

Una volta completata la prima fase si passa alla delibera, che deve essere effettuata da ciascuna società interessata e in alcuni casi pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale. Questa seconda fase è resa necessaria in particolare per tutelare gli eventuali creditori dei singoli enti, infatti la fusione può essere attuata solo due mesi dopo l'iscrizione nel caso in cui non vi sia stata alcuna opposizione da parte dei creditori.

La fase conclusiva, in cui viene stipulato l'atto di fusione, richiede un atto pubblico da depositare e iscrivere nel registro delle imprese e pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale nel caso in cui si tratti di società di capitali. Dal momento in cui è stata effettuata l'ultima iscrizione il procedimento può definirsi completato, e non potrà esser più pronunciata l'invalidità dell'atto.

Riguardo alle società quotate in Borsa è da rilevare come solitamente i mercati apprezzino questo tipo di operazioni, soprattutto per quelle società che vengono incorporate in enti di dimensioni maggiori. Naturalmente in questi casi un fattore determinante per gli investitori è rappresentato dal rapporto di cambio, ottenuto attraverso la determinazione del Capitale Sociale, Capitale Economico, Peso Economico Relativo (in relazione alla stima del valore aziendale) e infine alla determinazione del

valore unitario delle azioni, tutte fasi in cui rivestono un ruolo fondamentale le società di revisione che sono chiamate a certificare i bilanci.

OPA

Offerta Pubblica di Acquisto

Per **Offerta Pubblica di Acquisto** (di seguito OPA) si intende ogni offerta, invito ad offrire o messaggio promozionale finalizzato all'acquisto in denaro di prodotti finanziari. Qualora l'acquisto venga realizzato consegnando, a titolo di corrispettivo, altri prodotti finanziari, l'offerta pubblica viene definita di scambio.

Il soggetto che lancia un'offerta pubblica di acquisto o di scambio deve effettuare preventivamente un'apposita comunicazione alla Consob (l'Autorità indipendente che vigila sui mercati italiani) allegando un documento, destinato alla successiva pubblicazione, contenente le informazioni necessarie per consentire al pubblico di formarsi un giudizio sull'OPA stessa.

Tale comunicazione viene immediatamente diffusa al mercato e trasmessa alla società oggetto di OPA; essa contiene l'indicazione degli elementi essenziali dell'offerta, delle finalità dell'operazione, delle garanzie e delle eventuali modalità di finanziamento previste. Il documento di offerta potrà essere diffuso al pubblico solo a seguito del controllo effettuato dalla Consob e sarà trasmesso senza indugio alla società i cui titoli sono oggetto dell'offerta.

La società oggetto dell'OPA è infatti tenuta a diffondere al pubblico un comunicato contenente ogni dato utile per la valutazione dell'offerta nonché il proprio giudizio in merito all'operazione. Tale comunicato fornisce inoltre informazioni su eventuali patti parasociali, sull'andamento recente e le prospettive dell'emittente (ove non riportate nel documento d'offerta), sui fatti di rilievo non indicati nell'ultimo



bilancio o nell'ultima situazione infrannuale pubblicata. Inoltre il comunicato rende nota l'eventuale decisione di convocare l'assemblea per l'autorizzazione di misure difensive (ossia il compimento di atti o di operazioni che possano contrastare l'offerta).

L'offerta pubblica è irrevocabile e si rivolge a parità di condizioni a tutti i possessori degli strumenti finanziari che sono oggetto dell'OPA stessa. Il principio della irrevocabilità dell'offerta non impedisce che l'offerta sia sottoposta a talune condizioni purché le stesse siano specificate nel documento di offerta e non si tratti di condizioni meramente potestative (ossia il cui verificarsi dipende esclusivamente da una scelta dell'offerente). Ad esempio l'offerta può essere condizionata al raggiungimento di un quantitativo minimo di titoli.

L'offerta pubblica di acquisto è **obbligatoria** quando un soggetto (anche in concerto con altri) venga a detenere a seguito di acquisti a titolo oneroso una partecipazione nel capitale ordinario della società superiore al 30%. In tale caso, il legislatore impone di offrirsi come acquirente per l'intera quantità delle azioni residue (OPA obbligatoria totalitaria). L'OPA obbligatoria è uno strumento offerto dal legislatore per consentire agli azionisti di minoranza che non gradiscono il cambio di controllo di vendere le proprie azioni.

Un'altra tipologia di OPA è la cosiddetta OPA **preventiva** che rappresenta un caso di esclusione dall'obbligo di lanciare un'OPA totalitaria.

Questo caso si verifica quando la partecipazione superiore al 30% di una società viene ad essere detenuta a seguito di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio avente ad oggetto almeno il 60% delle azioni ordinarie a condizione che l'offerente e i soggetti a esso legati non abbiano acquistato partecipazioni in misura superiore all'1% nei dodici mesi precedenti la comunicazione a Consob e che l'efficacia dell'offerta sia stata condizionata all'approvazione di tanti soci che possiedano la maggioranza delle azioni ordinarie.

La disciplina dell'OPA preventiva può individuarsi nell'esigenza di evitare il lancio dell'OPA totalitaria assicurando comunque il cambio di controllo e la tutela delle minoranze. Infatti allo scopo di evitare elusioni è previsto che l'offerente sia comunque tenuto a promuovere l'offerta pubblica totalitaria qualora, nei dodici mesi successivi alla chiusura dell'offerta preventiva effettui acquisti di partecipazioni in misura superiore all'1% o la società emittente abbia deliberato operazioni di fusione o di scissione.

Gli strumenti e i mercati

L'azione è un titolo rappresentativo di una quota della proprietà di una società. Il possesso di (almeno) una azione è la condizione necessaria per essere soci di una società per azioni o in accomandita per azioni.

Le azioni

In generale ad ogni azione spetta un voto, tuttavia, sebbene esista il divieto di emettere azioni a voto plurimo, e quindi di assegnare più di un voto a ogni azione, esiste la possibilità di emettere categorie speciali di azioni con differenti contenuti in termini di diritti amministrativi e patrimoniali.

Per esempio, la Riforma del Diritto Societario italiano del 2003, stabilisce che tutte le società possono emettere azioni che prevedano l'esclusione del diritto di voto o una sua limitazione, mentre in passato questa opzione era consentita alle sole società quotate, attraverso l'emissione di azioni di risparmio.

Azioni ordinarie

L'azione ordinaria rappresenta l'unità minima di partecipazione al capitale di una società. Le caratteristiche distintive delle azioni ordinarie riguardano i pagamenti discrezionali di dividendi, i diritti residuali sul capitale della società, la responsabilità limitata e il diritto di voto nelle assemblee societarie.

I profitti derivanti dal possesso di azioni ordinarie sono rappresentati dai dividendi e dai guadagni in conto capitale (*capital gain*).

Il pagamento e l'ammontare dei dividendi sono determinati dal Consiglio di Amministrazione (CdA) della società emittente (eletto dagli azionisti ordinari) e approvati dall'assemblea ordinaria. Tuttavia il diritto degli azionisti a ricevere il dividendo non è assoluto; nel caso in cui, pur in presenza di utili positivi, il CdA e l'assemblea ordinaria decidano di non distribuire gli utili gli azionisti non riceveranno nulla. In generale, però, quando gli utili non vengono distribuiti sono automaticamente reinvestiti nella società stessa contribuendo ad incrementare i profitti dell'esercizio successivo.



La principale componente di remunerazione delle azioni ordinarie è comunque rappresentata dal *capital gain*, ossia dalla differenza tra il prezzo di acquisto ed il prezzo di vendita dell'azione stessa.

In caso di fallimento o di scioglimento della società, gli azionisti ordinari possono vantare soltanto un diritto residuale. Ciò significa che essi avranno diritto a suddividersi pro quota ciò che residua dopo il soddisfacimento di tutte le altre categorie di **stakeholders**: i creditori, i lavoratori dipendenti, gli obbligazionisti, l'amministrazione tributaria e gli azionisti privilegiati. Tale caratteristica rende le azioni ordinarie più rischiose dei titoli di debito e delle azioni privilegiate.

Una delle principali caratteristiche associate alle azioni ordinarie è costituita dal beneficio della responsabilità limitata. Essa implica che le eventuali perdite degli azionisti siano limitate all'ammontare dei conferimenti inizialmente apportati nell'impresa a titolo di capitale, anche qualora il valore delle attività dell'impresa scenda al di sotto di quello dei debiti dovuti. In altre parole, il patrimonio personale dell'azionista resta estraneo rispetto ai diritti vantati dai creditori della società in caso di fallimento.

Un'altra caratteristica delle azioni ordinarie è la titolarità di un diritto di voto pieno che fa sì che gli azionisti possano partecipare, pro-quota, ai fatti sociali e alla formazione della volontà assembleare.

Azione nominativa

Azione intestata a una persona fisica o giuridica, con il nome del titolare riportato sul certificato azionario e risultante dal libro dei soci della società emittente.

L'azione nominativa può essere trasferita secondo due diverse modalità. La prima, detta *transfert*, comporta l'annotazione del nome dell'acquirente sia sul titolo che sul libro dei soci ad opera della

società. Con la conclusione di questa procedura l'acquirente assume la qualifica di socio e può quindi esercitare i diritti relativi.

Il *transfert* richiede l'intervento della società per ogni passaggio di proprietà delle azioni e ciò può comportare notevoli disagi. Per risolvere questo problema si utilizza in genere un'altra modalità di trasferimento: il trasferimento mediante girata. In questo caso, l'annotazione sul titolo (girata) è a carico dell'alienante, mentre quella sul libro dei soci è effettuata dalla società ed è necessaria solo per l'esercizio dei diritti sociali.

Attraverso la girata l'acquirente acquista la titolarità dell'azione e potrà, ad esempio, rivenderla mediante una girata successiva, oppure esercitare i diritti spettanti. Nel nostro ordinamento vige il principio della nominatività obbligatoria, ad eccezione delle azioni di risparmio e delle azioni delle SICAV, che possono essere al portatore.

Azione privilegiata

L'azione privilegiata, al pari dell'azione ordinaria, rappresenta l'unità minima di partecipazione al capitale di una società, ed attribuisce sia diritti amministrativi, sia diritti patrimoniali. Tuttavia il contenuto dei diritti patrimoniali può essere liberamente stabilito dalla società e, di norma, prevede alcuni vantaggi rispetto alle azioni ordinarie. Generalmente le società riconoscono un rendimento addizionale (e una prelazione) rispetto al dividendo delle azioni ordinarie. Inoltre gli azionisti privilegiati godono di una prelazione nel riparto del patrimonio a seguito del fallimento o dello scioglimento della società rispetto ai soli azionisti ordinari.

A fronte di questi vantaggi patrimoniali vi sono, in genere, alcune restrizioni dei diritti amministrativi, infatti gli azionisti privilegiati possono votare soltanto nelle assemblee straordinarie, ma non ordinarie.



Con l'entrata in vigore della Riforma del Diritto Societario, il legislatore ha ampliato l'autonomia statutaria delle società che ora possono emettere liberamente diverse categorie di azioni con differente contenuto in materia di diritto di voto e non è più necessario che l'assenza del diritto di voto si accompagni a privilegi di natura patrimoniale. Questo limite è infatti rimasto in vigore soltanto per le società con azioni quotate su un mercato regolamentato, le quali possono emettere azioni a voto limitato soltanto nella forma di azioni di risparmio.

Rimane in vigore per tutte le società il limite, previsto anche nella vecchia disciplina, che stabilisce che il complesso delle azioni con voto limitato non può superare la metà del capitale sociale.

Azione quotata

In base a quanto stabilito dal Regolamento di Borsa, possono essere ammesse alla quotazione le azioni rappresentative del capitale di emittenti che abbiano pubblicato e depositato, conformemente al diritto nazionale, i bilanci anche consolidati degli ultimi tre esercizi annuali, di cui almeno l'ultimo corredato di un giudizio (positivo) della società di revisione.

L'emittente deve esercitare, direttamente o attraverso le proprie controllate e in condizioni di autonomia gestionale, una attività capace di generare ricavi. L'attivo di bilancio ovvero i ricavi dell'emittente non devono essere 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.

Inoltre, ai fini dell'ammissione a quotazione, le azioni devono possedere i seguenti requisiti:

- capitalizzazione di mercato prevedibile pari almeno a 20 milioni di euro;
- sufficiente diffusione, che si presume realizzata quando le azioni siano ripartite tra il pubblico per almeno il 25% del capitale rappresentato dalla categoria di appartenenza (questo limite non vale per le azioni di risparmio).

Inoltre, le azioni quotate possono ottenere la qualifica di Star, ossia essere negoziate sul segmento del MTA denominato Star, se possiedono un flottante minimo del 35% e se la società soddisfa determinati requisiti di corporate governance dettati da Borsa Italiana.



Il Mercato Telematico Azionario - MTA

Le azioni quotate sul Mercato Telematico Azionario (MTA) di Borsa Italiana si suddividono in Blue Chip, Star e Standard, a seconda delle dimensioni e dei requisiti specifici soddisfatti da ciascuna di esse:

- Il segmento Blue Chip, dedicato alle società con capitalizzazione superiore a 1 miliardo di euro.
- Star, (Segmento con Titoli ad Alti Requisiti) per le medie imprese con capitalizzazione compresa tra 40 milioni di euro e 1 miliardo, che hanno requisiti di eccellenza: tali imprese s'impegnano a rispettare impegni particolari in termini di liquidità, trasparenza e corporate governance.
- Segmento Standard - per le altre società con capitalizzazione tra € 40 milioni e € 1 miliardo di euro.

Blue Chip

Il segmento Blue Chip del MTA di Borsa Italiana è dedicato alle società appartenenti agli indici FTSE MIB* e Midex** e alle altre società che hanno una struttura economico/finanziaria particolarmente solida e una capitalizzazione superiore ad un miliardo di euro.

Al 31 ottobre 2008, le società quotate sul segmento Blue Chip sono 75, per una capitalizzazione complessiva pari a 364,6 miliardi di euro (90,70% della capitalizzazione totale di Borsa Italiana). Ci sono inoltre 4 società Blue Chip estere quotate in *dual listing* su Borsa Italiana.

Star

Il segmento Star del MTA di Borsa Italiana è dedicato alle medie imprese con capitalizzazione compresa tra 40 milioni di euro e 1 miliardo, che si impegnano a rispettare requisiti di eccellenza in termini di:

- alta trasparenza ed alta vocazione comunicativa
- alta liquidità
- corporate governance (l'insieme delle regole che determinano la gestione dell'azienda) allineata agli standard internazionali.

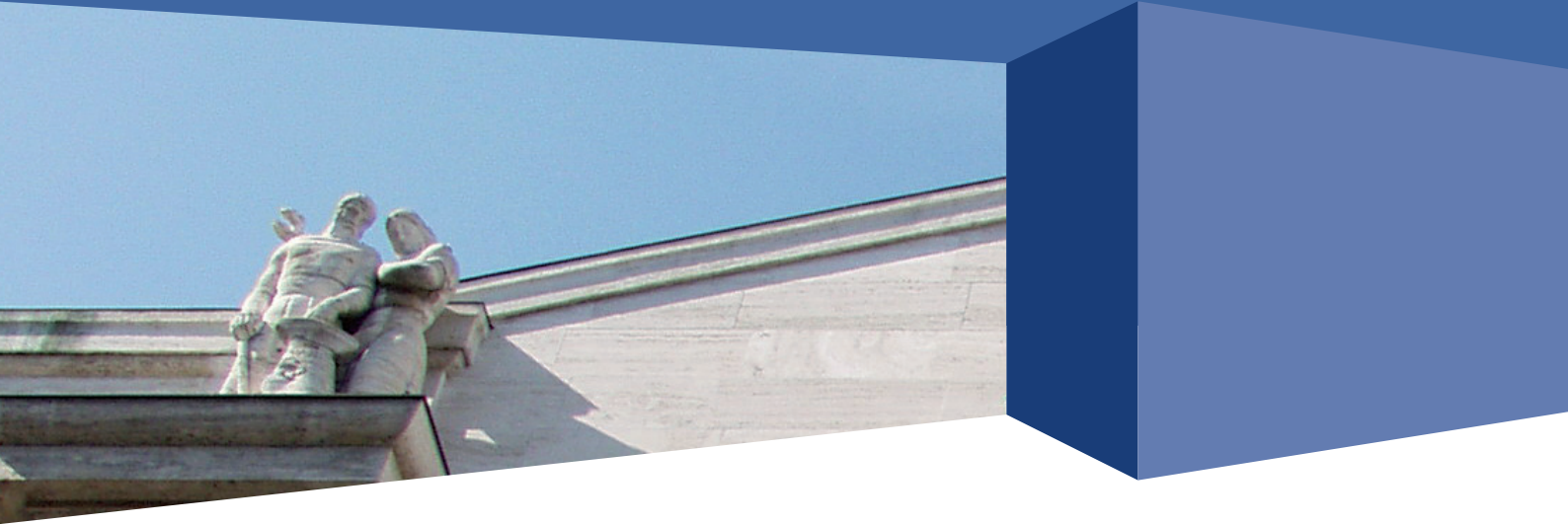
Gli Investitori Istituzionali italiani e esteri, come anche i piccoli risparmiatori, apprezzano la qualità del segmento Star e delle 77 Società quotate che al 31 ottobre 2008 rappresentano il 25% dell'intero listino milanese per una capitalizzazione aggregata pari a 13 miliardi di euro.

Standard

Il Segmento Standard del Mercato MTA di Borsa Italiana accoglie le società di piccola e media dimensione con capitalizzazione tra 40 milioni e un miliardo di Euro.

* Nuovo indice che dal 30 di marzo 2009 sostituirà l'attuale indice S&P/MIB.

** Il nome e la metodologia di calcolo saranno oggetto di modifica a seguito dell'introduzione di FTSE.



Il mercato AIM Italia

AIM Italia è il mercato di Borsa Italiana dedicato alle piccole e medie imprese italiane leader di domani.

AIM Italia si rivolge alle PMI più dinamiche e competitive del Paese, con una formula che soddisfa le specifiche esigenze del sistema imprenditoriale italiano, facendo leva sul *know how* ottenuto in 14 anni di esperienza dell'AIM inglese, il mercato dedicato alle *small caps*, leader mondiale con oltre 1.600 società quotate provenienti da 40 diverse nazioni.

AIM Italia offre alle imprese di piccola e media dimensione la possibilità di accedere in modo flessibile ed efficiente alla più selezionata platea di investitori internazionali. È concepito per offrire un percorso semplice e flessibile alla quotazione, per tutelare gli investitori - grazie ad un efficiente impianto regolamentare che risponde ai bisogni delle piccole imprese e dei loro investitori - e per consentire alle PMI italiane di avere accesso ai flussi di capitali specializzati delle più importanti piazze finanziarie europee.

Le caratteristiche di AIM Italia

AIM Italia è un MTF (*Multilateral Trading Facility*), cioè un mercato regolamentato da Borsa Italiana e per questo non sottoposto alla vigilanza dell'Autorità di Controllo.

In fase di ammissione non è richiesta la pubblicazione

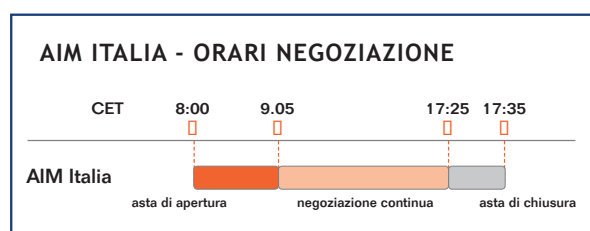
di un prospetto informativo ai sensi della direttiva prospetti e successivamente non è richiesta la pubblicazione dei resoconti trimestrali di gestione. Il mercato si basa sulla presenza di una figura chiave: il *Nominated Adviser (Nomad)*, soggetto responsabile nei confronti di Borsa Italiana, incaricato di valutare l'appropriatezza della società ai fini dell'ammissione e in seguito di assisterla, guidarla e accompagnarla per tutto il periodo di permanenza sul mercato.

AIM Italia offre alle imprese una combinazione unica di vantaggi:

- **Visibilità internazionale.** AIM Italia si propone a un sistema di **investitori** internazionali evoluto e unico in Europa per vastità e specializzazione. Londra ospita infatti una delle comunità finanziarie più importanti al mondo nel comparto delle *Small&Medium Caps*, grazie a fondi specializzati e dedicati alle PMI per circa 10 miliardi di euro. AIM Italia può essere considerata la porta d'accesso al sistema finanziario europeo.
- **Flessibilità regolamentare.** AIM Italia si basa su un regolamento flessibile, ideato per consentire anche alle imprese di minori dimensioni di accedere al mercato dei capitali in modo rapido e a costi contenuti.
- **Orizzonte globale.** Attraverso AIM Italia le imprese potranno accedere a un mercato realmente globale, beneficiando di visibilità internazionale e godendo della credibilità conquistata dall'AIM inglese in 14 anni di successi.

Il market model di AIM Italia

I regolamenti dell'AIM Italia rispecchiano le principali caratteristiche dell'AIM inglese, con alcuni adattamenti appositamente studiati per rispondere alle peculiarità della realtà economica e imprenditoriale italiana.



L'impianto regolamentare dell'AIM Italia si basa su due regolamenti principali: il Regolamento Emittenti e il Regolamento Nomad.

Gli attori del mercato

Le imprese - AIM Italia si rivolge alle piccole e medie imprese italiane offrendo loro un mercato semplice ed efficace per finanziare la propria crescita. Il mercato di Borsa Italiana dedicato alle PMI ad alto potenziale di crescita rappresenta infatti un mezzo flessibile, efficiente ed innovativo per investire nel proprio sviluppo.

Gli advisor - La scelta del team di consulenti che accompagnerà la società in quotazione è un passaggio fondamentale per il successo dell'operazione di collocamento sul mercato. L'identificazione del Nomad (*Nominated Adviser*) - che stabilisce l'adeguatezza della società per l'ammissione su AIM Italia e ha il compito di seguirla anche nella fase post-ammissione - è una decisione molto importante per la società. È opportuno che la scelta sia accurata e ben ponderata perché impresa e consulenti lavoreranno insieme nella fase di preparazione alla quotazione e per tutta la permanenza della società su AIM Italia.

Gli investitori - AIM Italia si propone a un sistema di investitori internazionali evoluto ed unico in Europa per vastità e specializzazione. Investitori istituzionali, investitori privati e fondi di *Private Equity* possono trovare in AIM Italia un nuovo canale per ampliare le loro opportunità di investimento.

Il Mercato MTA International

Il segmento di mercato dedicato ai Titoli dell'Area Euro

A partire da luglio 2006, Borsa Italiana ha attivato un nuovo segmento di negoziazione, l'*MTA International* (in breve *MTAi*) che permette di negoziare sull' MTA alcuni dei **titoli** più liquidi **dell'area Euro** utilizzando modalità e costi del mercato italiano.

Si tratta di un servizio sostanzialmente rivolto alla



Figura 25 - MTAi

clientela privata, ma anche gli operatori professionisti possono trovare interessanti opportunità di *trading* in questo segmento.

Il *trader* italiano, sul mercato domestico, riesce ad avere accesso diretto al book degli ordini, all'elevata liquidità dei titoli scambiati e soprattutto ad un livello commissionario contenuto. Operare sui mercati internazionali spesso è più costoso in termini di commissioni richieste dagli intermediari e non tutte le banche e le SIM offrono servizi di compra-vendita sui mercati internazionali.



Attualmente sull'MTAi sono negoziate azioni ordinarie relative a 36 grandi aziende europee (area Euro). I titoli sono quotati nella valuta comunitaria e sono i medesimi trattati sul mercato principale dell'emittente: è quindi possibile acquistare un titolo sul mercato estero e rivenderlo sull'MTAi e viceversa.

L'**ammissione** alle negoziazioni sull'MTA *International* può essere richiesta dalla società emittente, oppure la richiesta può essere avanzata da un intermediario o da Borsa Italiana stessa.

Il principale requisito è che le azioni inserite in questo segmento siano già quotate su un altro mercato regolamentato europeo da più di 18 mesi: in questo modo non è necessario predisporre un nuovo prospetto di quotazione (perché questo è stato già presentato alle rispettive Borse su cui è avvenuta la prima quotazione) ma solo un breve "documento di sintesi" che viene pubblicato sul sito di Borsa Italiana.

La **liquidazione** dei contratti viene effettuata da Monte Titoli, del Gruppo Borsa Italiana, che lavora in coordinamento con gli istituti di regolamento e custodia locali, mentre la Cassa di Compensazione e Garanzia, sempre del Gruppo Borsa Italiana, gestisce il processo di *clearing* e

garanzia dei contratti. Un punto da sottolineare è che il **regolamento** dei titoli avviene con la stessa tempistica del mercato d'origine: questo significa che possono esserci delle differenze rispetto a quanto solitamente avviene nel mercato italiano. In particolare, mentre il regolamento *standard* di Borsa Italiana è T+3 (ovvero liquidazione tre giorni dopo l'operazione) sul mercato tedesco – e quindi per i titoli relativi a questo mercato – la liquidazione è a T+2 (liquidazione a due giorni).

Le **modalità di negoziazione** degli strumenti quotati sull'MTA *International* sono le stesse previste per il segmento *blue-chip*, ovvero le modalità di asta e negoziazione continua.

Gli orari sono: dalle 08.00 alle 09.05 asta di apertura; dalle 09.05 alle 17.25 negoziazione continua; dalle 17.25 alle 17.35 asta di chiusura. L'unica differenza è che non c'è l'*After Hour*.

Su MTAi è previsto operino fino a due **specialisti** su ogni titolo, per garantire la liquidità degli strumenti. Si rileva che lo *spread* con cui operano gli specialisti è spontaneamente molto inferiore al limite regolamentare e i prezzi solitamente in linea con quelli rilevati sui mercati originari.

La compressione dello *spread*, l'allineamento dei prezzi, l'assenza di vincoli tecnici e normativi, la velocità di esecuzione e i costi dell'operatività contenuti rendono la **negoziazione su MTAi particolarmente attraente** e possono permettere anche la realizzazione di **arbitraggi**, nel caso in cui vi sia una differenza di valore tra i prezzi rilevati sul MTAi e sui mercati di origine, superiore ai costi totali di negoziazione.

MTA INTERNATIONAL			
AZIENDE EUROPEE i cui titoli possono essere scambiati nel segmento		IL REQUISITO aziende già quotate su un altro mercato regolamentato europeo da più di 18 mesi	
LA PROVENIENZA			
	Francia	t+3	LA LIQUIDAZIONE viene effettuata attraverso Monte Titoli del Gruppo Borsa Italiana
	Germania	t+2	
	Olanda	t+3	IL REGOLAMENTO avviene con la stessa tempistica del mercato d'origine
	Spagna	t+3	
	Finlandia	t+3	LE MODALITÀ DI NEGOZIAZIONE le stesse previste per il segmento blue-chip , ovvero asta e negoziazione continua

Figura 26 - MTAi lista



Le Obbligazioni

Le conoscenze base sulle Obbligazioni

L'obbligazione è un **titolo di credito** che rappresenta una parte di debito acceso da una società o da un ente pubblico per finanziarsi. Garantisce all'acquirente il rimborso del capitale più una remunerazione sotto forma di tasso di interesse.

Le obbligazioni sono emesse allo scopo di reperire, direttamente tra i risparmiatori e a **condizioni più vantaggiose** rispetto a quelle dei prestiti bancari, capitali da investire. Il vantaggio per l'emittente deriva, infatti, dalla possibilità di pagare tassi di interesse solitamente inferiori rispetto a quelli che sarebbe costretto a pagare a fronte di un finanziamento bancario di eguale scadenza. L'investitore, a sua volta, beneficia di un rendimento maggiore rispetto a quello di un investimento in liquidità e con la possibilità, laddove quotati, di smobilizzare il proprio investimento sul mercato secondario.

Il detentore di obbligazioni di una società, pur non essendo immune dal rischio d'impresa, a differenza dell'azionista non partecipa all'attività gestionale dell'emittente, non avendo diritto di voto nelle assemblee. In compenso, la remunerazione del capitale di rischio azionario è subordinata al preventivo pagamento di interessi e rimborsi agli obbligazionisti.

Esistono, tuttavia, delle obbligazioni (**obbligazioni convertibili**) che possono essere convertite in azioni della società emittente, o di una società appartenente allo stesso gruppo. A seguito della conversione si cessa di essere obbligazionista diventando azionista ed acquistando, quindi, tutti i diritti relativi.

Le obbligazioni possono essere classificate in due macrocategorie: le obbligazioni semplici (*plain vanilla*) e quelle strutturate, ovvero costruite utilizzando un titolo semplice (di solito zero coupon) ed una o più opzioni sull'andamento di un prodotto sottostante.

Fanno parte della prima i titoli a Tasso Fisso, quelli a Tasso Variabile e le obbligazioni Zero Coupon. Tra le strutturate ricordiamo, a titolo esemplificativo ma non esaustivo, le *equity linked*, le *index linked*, gli strutturati su tassi e quelli su *commodities*. La cedola rappresenta l'interesse pagato durante la vita del titolo: può avere periodicità trimestrale, semestrale, o annuale. Può essere anche corrisposta esclusivamente a scadenza se, come nel caso delle obbligazioni strutturate, la performance dell'attività sottostante rispetta quanto stabilito nel regolamento del prestito obbligazionario.

L'interesse può essere fisso (stabilito a priori) o variabile (solitamente indicizzato al **Libor** o all'**Euribor** maggiorato di uno *spread* o ad altri tassi ufficiali e di norma aggiustato semestralmente) o, come già anticipato, legato all'andamento di un'attività sottostante. Spesso, per incentivarne la sottoscrizione, l'emissione avviene sotto la pari, cioè il valore nominale (ovverosia il valore che verrà rimborsato a scadenza) è maggiore rispetto al prezzo di sottoscrizione (che è quello che si paga per acquistare il titolo): in questo modo aumenta il rendimento.

I titoli detti "**zero coupon**", invece, non pagano interessi sotto forma di cedole durante la loro vita ed il rendimento è dato unicamente dalla differenza tra il valore nominale ed il prezzo di sottoscrizione. Per garantire i sottoscrittori dal rischio di insolvenza dell'emittente, la legge prevede che le obbligazioni non possano essere emesse per un importo superiore al capitale sociale della società emittente, versato ed esistente secondo l'ultimo bilancio approvato; si può derogare a questo principio generale solamente se l'emissione è accompagnata da garanzie reali.



Obbligazioni ibride

Le differenze con le Obbligazioni Senior

Il 2006 è stato l'anno che ha portato alla ribalta i bond ibridi, soprattutto per il mercato italiano. Da gennaio 2006, infatti, queste particolari obbligazioni sono state inserite nell'indice iBoxx³ (cosa che ha comportato un massiccio aumento di liquidità di questi titoli da parte dei gestori di fondi comuni); inoltre a maggio dello stesso anno si è avuta la prima emissione di un'obbligazione ibrida italiana.

Solitamente le caratteristiche ricorrenti riguardano:

Subordinazione – il titolo ha una *seniority* superiore solo agli strumenti di equity ed è subordinato a tutte le altre emissioni obbligazionarie della società. Questo significa che in caso di bancarotta i possessori di questi strumenti verranno rimborsati solo se tutti gli altri obbligazionisti avranno già ricevuto ciò che spettava loro, ma prima degli azionisti.

Durata – solitamente è molto elevata, ultradecennale ed in alcuni casi può coincidere con la vita dell'azienda; in tale caso si tratta di bond perpetui e sono estremamente simili alle azioni.

Clausola call – l'emittente ha la possibilità di rimborsare in anticipo il prestito. Solitamente se non viene esercitato questo diritto è previsto un aumento della cedola (**clausola step-up**).

Interest deferral – l'emittente può rinviare il pagamento di una o più cedole al verificarsi di determinati accadimenti. Questi possono riguardare la mancanza di distribuzione di dividendi da parte della società, oppure utili di esercizio negativi, o un Ebit inferiore a un certo livello. I pagamenti sospesi possono in taluni casi essere onorati grazie ai proventi derivanti dal collocamento di nuove azioni o di nuovi ibridi anche simili a quelli già sul mercato. Talune emissioni danno addirittura la possibilità di saltare completamente il pagamento di una cedola se i conti della società non sono buoni.

Il titolo in questione è quello emesso da Lottomatica per un valore nominale di 750 milioni di euro. Tra l'altro si tratta del primo ibrido al mondo con un *rating*⁴ solo di due *notches* inferiore al debito *senior*⁵ corrispondente.

Tali peculiarità – in particolare la dipendenza della cedola dai risultati economici delle aziende emittenti e la perpetuità – avvicinano molto gli ibridi agli strumenti di *equity*. Le differenze, comunque, sono sostanziali. In primo luogo gli ibridi devono corrispondere un flusso cedolare prefissato contrattualmente e non può essere prevista la distribuzione di una parte degli utili: la cedola non può mai essere incrementata. Inoltre, cosa ben più importante, i detentori di debito ibrido, pur partecipando ai rischi societari in maniera molto maggiore rispetto ai comuni obbligazionisti, non hanno alcun controllo sulle politiche dell'azienda né alcun diritto di voto in Assemblea.

³ Gli indici iBoxx sono uno dei più importanti *benchmark* per i fondi comuni che investono in obbligazioni. Questi includono titoli *investment grade* (cioè con *rating* pari o superiore alla tripla B) dell'area Euro e della Sterlina britannica. Rappresentano anche la base per alcuni strumenti derivati.

⁴ Il *rating* è la valutazione del merito di credito, cioè della solvibilità, attribuita agli emittenti di prestiti obbligazionari. Le tre più importanti agenzie di *rating* sono Standard & Poor's, Moody's e Fitch. A esempio per S&P e Fitch la tripla A (AAA) indica il massimo grado di affidabilità, mentre il giudizio D è quello proprio delle società già in bancarotta.

⁵ Il debito *senior* è quello rappresentato dalle obbligazioni più "classiche"; in caso di fallimento o di problemi della società i detentori di titoli *senior* saranno rimborsati prima di tutti gli altri titolari di crediti nei confronti dell'emittente e degli azionisti. La *seniority* è la precedenza con cui gli investitori verranno rimborsati.



Tra l'altro è il caso di sottolineare che essendo tali strumenti riservati al mercato degli istituzionali, i sottoscrittori sono grossi finanziatori della società che spesso investono nelle aziende capitali anche superiori a quelli degli azionisti più importanti.

I vantaggi per gli Emittenti e per gli Investitori

Le obbligazioni ibride hanno incontrato molti **problemi di natura legale** prima di poter essere incluse a diritto tra gli strumenti che una società può emettere per finanziarsi. Il legislatore italiano, infatti, faticava a ricomprendere nell'ambito dei titoli debitori, quelli che, come spesso accade per gli ibridi, non hanno una scadenza.

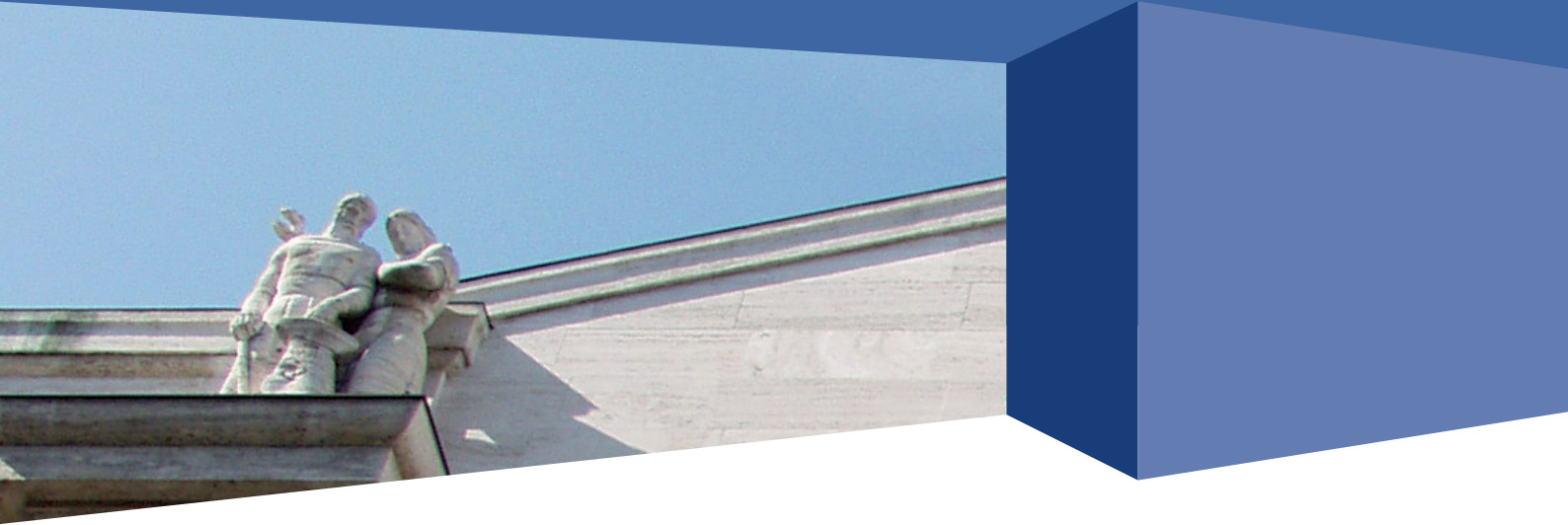
In un primo tempo si è cercato di risolvere il problema con un "escamotage": tali emissioni avevano una durata definita coincidente con la vita dell'impresa che li emetteva e quindi – teoricamente – limitata. Solo a partire dal 1998 i bond ibridi si sono affermati nel settore bancario, per effetto di una specifica normativa di settore, e comunque solo con complesse strutture di emissione indiretta. I titoli, infatti, erano piazzati solitamente da *holding* con sede in Lussemburgo e non dalle banche stesse. Con la recente **riforma** del Codice Civile (articoli 2410 e seguenti) si è aperta la possibilità di collocare debito ibrido direttamente sul mercato anche per le compagnie di assicurazione e le società industriali. Il bond Lottomatica è stato il primo (e finora unico) *corporate hybrid bond* italiano.

Tali forme di finanziamento atipiche presentano una serie di **vantaggi** sia per gli emittenti sia **per gli investitori**. Questi ultimi dovrebbero essere solo investitori istituzionali, cioè dei professionisti che possono ben comprendere la specificità di titoli obbligazionari assolutamente particolari perché comportano la partecipazione al rischio dell'impresa al di là della mera esposizione al rischio di credito. Il maggiore beneficio deriva da una superiore remunera-

zione dell'investimento effettuato rispetto a quello dei titoli *senior*: in un portafoglio obbligazionario, questi strumenti finanziari possono essere inseriti per aumentare il rendimento in maniera significativa (ma con esso anche il rischio).

Ma cosa è esattamente un bond ibrido e quali sono le sue differenze rispetto ai bond *senior*? Una definizione assolutamente univoca è piuttosto difficile, dal momento che tale categoria include una serie di strumenti innovativi che a seconda delle emissioni possono avere caratteristiche molto differenti tra di loro. La maggior flessibilità dei bond ibridi pone questo gruppo di strumenti quasi a metà strada tra il debito puro e il capitale di rischio (azionario). I **vantaggi per gli emittenti** sono molteplici e rappresentano una modalità di raccolta di fondi molto interessante in confronto all'emissione di azioni o di debito *senior*.

Se le aziende reperissero capitali con debito *senior* peggiorerebbero il proprio **merito di credito**: più debito significa più rischio di insolvenza per i creditori. Gli ibridi, in quanto emissioni con *seniority* inferiore, hanno un rischio e quindi un *rating* differente che non peggiora quello dei titoli *senior*. La *tranche* ibrida, infatti, potrebbe non essere rimborsata od andare in *default* senza che gli interessi dei *bondholder senior* siano intaccati. Tale caratteristica è molto utile soprattutto per ottenere le risorse finanziarie necessarie in caso di acquisizioni importanti, legando i rischi di *interes deferral* al buon andamento dell'integrazione con la società preda: Lottomatica ha emesso obbligazioni ibride per 750 milioni di euro per l'acquisto dell'americana GTech. Ancora maggiori sono i vantaggi garantiti dagli ibridi rispetto agli aumenti di capitale. In primo luogo non vengono **diluite le quote** di proprietà degli azionisti; si evita che i soci di maggioranza o i consorzi debbano acquistare nuove azioni per mantenere il controllo.



Gli azionisti, inoltre, non subiscono riduzioni del profitto che, con più titoli in circolazione, verrebbe diviso tra più soci.

Per l'azienda, inoltre, il **costo di finanziamento** dovrebbe teoricamente essere inferiore: gli azionisti - che sopportano più rischi - desiderano dividendi più alti rispetto alle cedole di un'obbligazione, seppure *junior*.

Infine, i più importanti multipli borsistici usati per valutare la società, tra cui *Roe*⁶ e *price/earnings*⁷ in particolare, non peggiorano come nel caso degli aumenti di capitale.

BOT - Buoni Ordinari del Tesoro

I BOT, Buoni Ordinari del Tesoro, sono titoli di credito emessi dal Tesoro al fine di finanziare il debito pubblico nel breve termine. Tali strumenti presentano quindi una vita di 3, 6 o 12 mesi. Alla scadenza l'investitore riceverà una somma di denaro pari al valore nominale dei titoli posseduti.

I BOT rientrano nella tipologia di titoli "zero coupon" (senza cedola). La remunerazione dell'investimento è data dalla differenza tra il valore nominale del titolo (il prezzo di rimborso) ed il prezzo di acquisto: la somma che l'investitore paga in sede di sottoscrizione (o di successivo acquisto sul mercato secondario) è, infatti, inferiore a quanto incasserà a scadenza.

Da un punto di vista tecnico l'interesse, di tipo implicito, è considerato anticipato: a conferma vi è il fatto che la ritenuta fiscale sugli interessi viene applicata già al momento della sottoscrizione.

L'emissione dei BOT avviene tramite asta telematica competitiva, gestita dalla Banca d'Italia, a cui partecipano gli intermediari autorizzati; in questa fase si determina il prezzo di assegnazione dei titoli ai sottoscrittori. Generalmente si ha un'emissione a metà e alla fine di ogni mese.

Una volta emessi, il MOT (Mercato Telematico delle Obbligazioni di Borsa Italiana) permette la successiva compravendita dei titoli sul mercato secondario: data la massiccia diffusione dei BOT e la presenza di parecchi investitori professionali, il mercato regolamentato MOT si presenta molto liquido, sia in termini di proposte di negoziazione che di volumi scambiati.

All'investitore viene offerta, quindi, la possibilità di vendere il titolo prima della sua scadenza ad un prezzo trasparente e tendenzialmente coerente con i tassi di interesse di mercato.

Il rendimento a scadenza del titolo, come detto, deriva dalla differenza tra il prezzo di rimborso ed il prezzo di acquisto o di emissione e dalla vita residua del titolo. Ad esempio, nel caso di un BOT



Figura 27 - BOT

⁶ Il Roe è una Misura del rendimento contabile di un'azienda. È data dal rapporto tra il reddito netto e il patrimonio netto di una società risultanti dal bilancio di esercizio. È detta anche *Return on Equity* (ROE).

⁷ Rapporto tra la quotazione (prezzo di mercato) dell'azione di una società e gli utili per azione. Si esprime anche come rapporto tra la capitalizzazione di borsa dell'emittente e gli utili conseguiti. È noto sia come *Price/Earnings* (P/E) sia come Prezzo/Utile per Azione (P/U).

a dodici mesi con prezzo di emissione pari a 97, il rendimento a scadenza è pari al 3.09% annuo.

Di seguito, si riporta la formula per calcolare il tasso di rendimento effettivo a scadenza, da applicarsi nel caso di vita residua del titolo inferiore a 12 mesi:

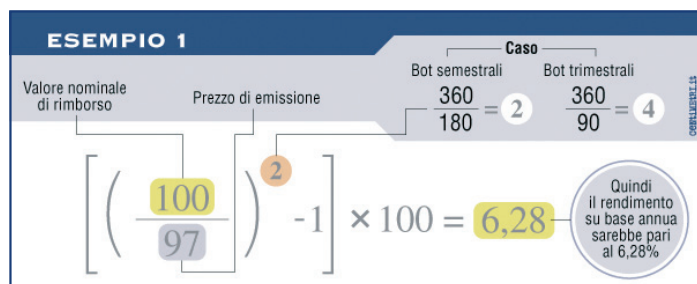


Figura 28 - BOT esempio 1

Il valore percentuale così determinato corrisponde al rendimento annuo lordo, cioè il rendimento che si otterrebbe nell'arco temporale di un anno reinvestendo i proventi ottenuti dall'investimento originario alle medesime condizioni di mercato iniziali (c.d. regime di capitalizzazione composta).

Stessa operazione matematica va effettuata nel caso in cui si acquisti il titolo sul mercato secondario: l'unica differenza è che ovviamente il denominatore è rappresentato dal prezzo di acquisto e non dal prezzo di emissione.

Nell'ipotesi in cui l'investitore decidesse di vendere il titolo sul MOT prima della scadenza il calcolo del tasso di rendimento è il seguente:

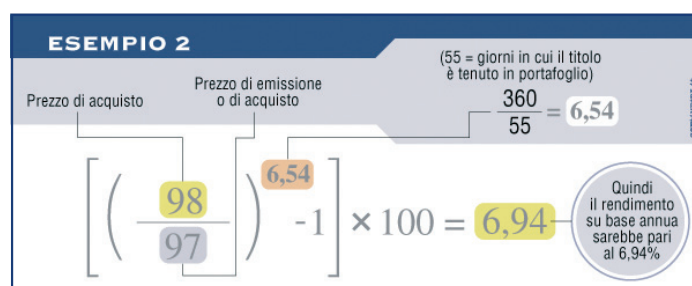


Figura 29 - BOT esempio 2

Il rendimento annuo lordo a scadenza è già noto in fase di sottoscrizione del titolo, sempre che lo stesso venga mantenuto in portafoglio fino a scadenza. Nel caso di vendita prima della stessa, invece, ci si espone al rischio che tale rendimento possa essere inferiore a quello originariamente previsto.

L'asta competitiva

Il collocamento dei Buoni Ordinari del Tesoro avviene normalmente tramite asta competitiva cui possono partecipare operatori professionali, tra cui le Banche che poi potranno rivenderli ai loro clienti. Infatti la tranche minima che ogni soggetto ammesso a partecipare all'asta può richiedere deve ammontare ad almeno 1.5 milioni di euro, un importo decisamente elevato per i piccoli risparmiatori italiani.



Tale strumento di aggiudicazione prevede (a differenza dell'asta marginale) che ogni richiesta rimanga aggiudicataria al prezzo proposto. Ogni operatore può presentare al massimo 3 domande differenziate nel prezzo di almeno un millesimo di punto percentuale. La richiesta massima presentabile è pari al quantitativo offerto dal Tesoro in asta, mentre la minima, come si diceva è di un milione e mezzo di euro. Le domande rimangono segrete fino alla fase di aggiudicazione.

Nel caso – così frequente da essere considerato ormai la norma – che la domanda superi l'offerta, vengono soddisfatte in primo luogo le richieste a prezzi più alti e poi in maniera decrescente le altre, fino al completo esaurimento della quantità offerta.

Al fine di disincentivare la presentazione di offerte a prezzi eccessivamente bassi, viene calcolato un prezzo di esclusione (PE) al di sotto del quale le domande di sottoscrizione non sono considerate. Per evitare che i titoli abbiano rendimenti troppo bassi e quindi siano sconsigliati per i risparmiatori viene posto anche un limite superiore al prezzo, detto prezzo massimo accoglibile (PMA).

Per ottenere il Prezzo di Esclusione viene calcolato il rendimento corrispondente al prezzo medio ponderato delle richieste che coprono la prima metà dell'ammontare offerto e viene aumentato di 100 *basis point* (cioè di un punto percentuale). Il prezzo corrispondente a questo rendimento è il prezzo di esclusione.

Il PMA è calcolato sul prezzo medio ponderato della seconda metà dell'importo nominale emesso. Al rendimento corrispondente a tale prezzo medio ponderato si sottraggono 25 punti base (0,25 %) e il prezzo relativo a tale rendimento sarà il PMA.

Nel caso in cui un operatore invii una richiesta con un prezzo superiore a 100 il prezzo sarà considerato pari a 100.

Un decreto del Ministro del Tesoro obbliga l'intermediario a garantire ai sottoscrittori privati il prezzo medio ponderato risultante dall'asta; ne consegue che l'eventuale maggior/minor prezzo pagato dall'operatore, rispetto a quello medio ponderato, costituisca una perdita/utile per il medesimo.

1,5 MILIONI DI EURO

- La tranche minima che ogni soggetto ammesso a partecipare all'asta può richiedere
- La richiesta massima presentabile è pari al quantitativo offerto dal Tesoro
- Le domande rimangono segrete fino alla fase di aggiudicazione
- Ogni richiesta rimane aggiudicataria al prezzo proposto

3 PROPOSTE

- Le domande che ogni operatore può presentare, differenziate nel prezzo di almeno 1/100 di punto

DOMANDA/OFFERTA

- Se la domanda supera l'offerta, caso così frequente da essere considerato la norma, le richieste vengono soddisfatte in ordine decrescente, a partire dal prezzo più alto

Figura 30 - BOT asta

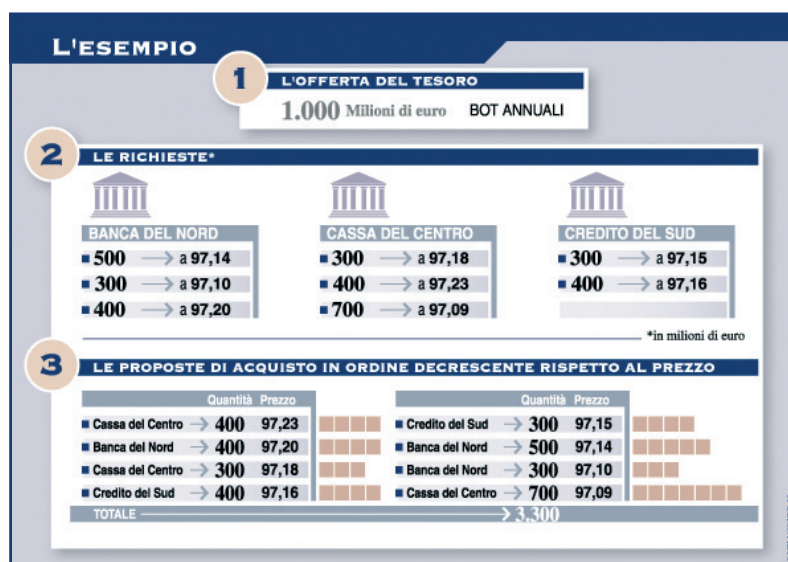


Figura 31 - BOT asta esempio

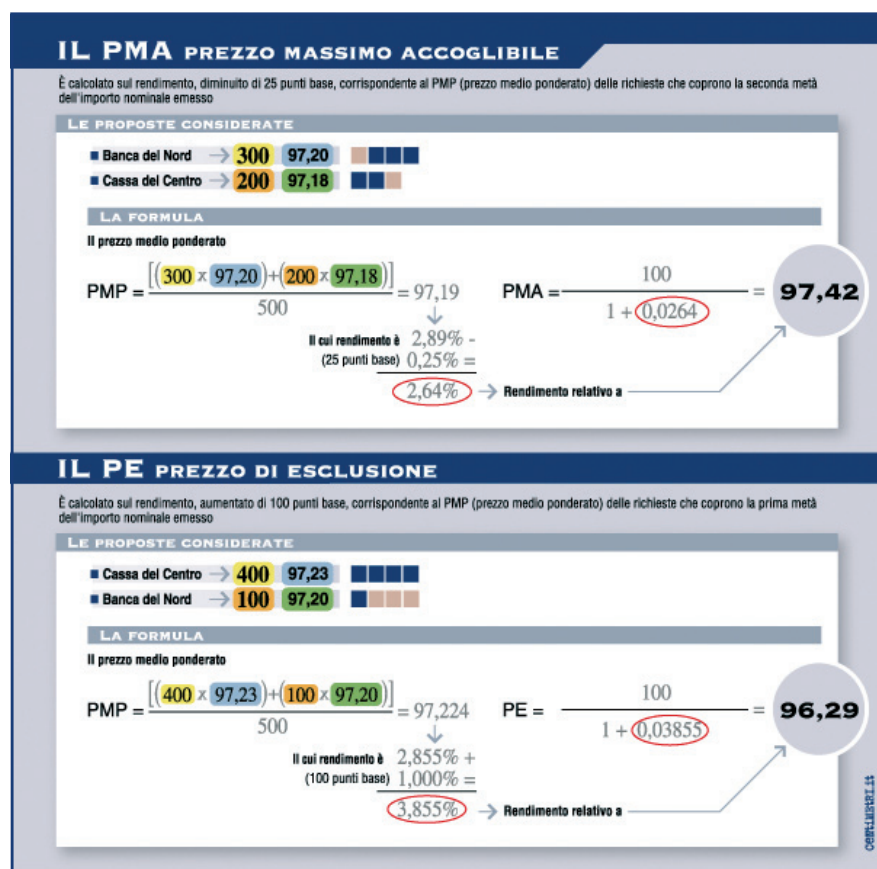
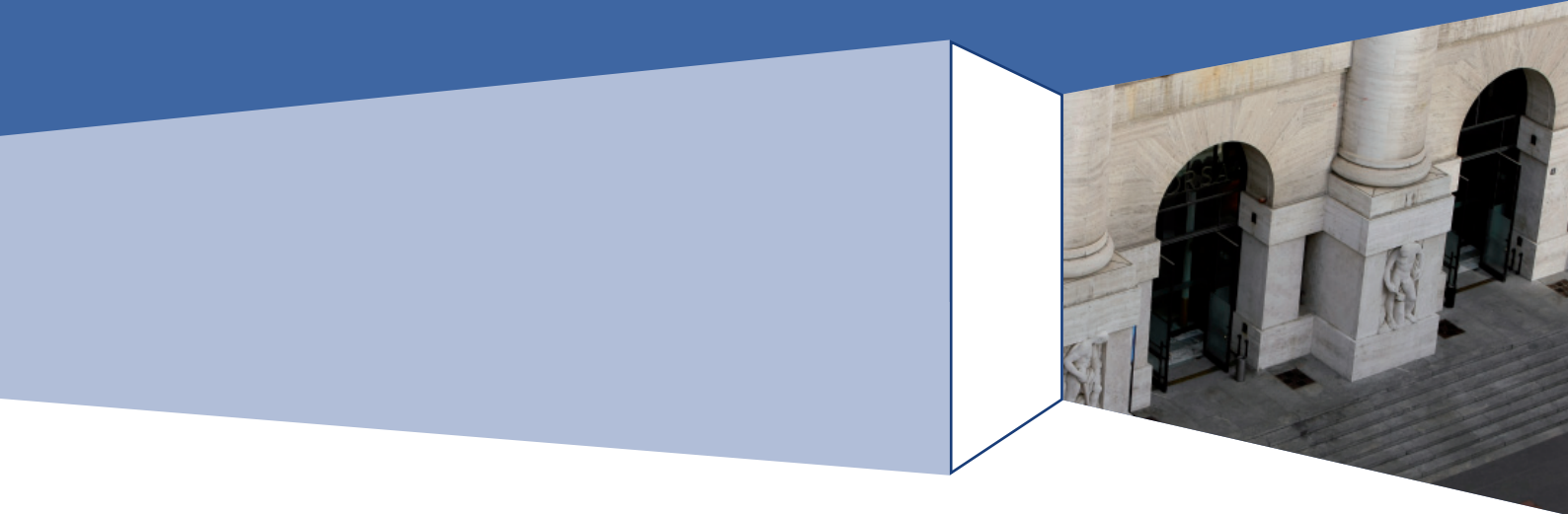


Figura 32 - BOT pma



Figura 33 - BOT assegnazione

Il tutto può essere chiarito con un esempio. Ipotizziamo che vi siano solo tre operatori partecipanti ad un'asta per 1000 milioni di euro di BOT annuali: la Banca del Nord, la Cassa del Centro e il Credito del Sud. I tre partecipanti presentano le seguenti richieste espresse in milioni di euro ai prezzi indicati: vedi fig. 31. Le proposte di acquisto vengono ordinate in maniera decrescente: vedi fig. 31.

Il PMA viene calcolato sulla seconda metà dell'importo nominale emesso che è 500. Si considerano quindi le proposte Banca del Nord 300 a 97.20 e Cassa del Centro 200 a 97.18. Il prezzo medio ponderato utile ai fini del calcolo è $((300 \times 97,20) + (200 \times 97,18)) / 500 = 97,19$, pari ad un rendimento del 2.89%. Sottraendo a questo i 25 bps otteniamo 2.64% che è il rendimento relativo al prezzo massimo accoglibile: $100 / (1 + 2,64\%) = 97,42$. Il prezzo di esclusione è invece calcolato sui 400 milioni richiesti da Cassa del Centro a 97.23 e sui 100 milioni di Banca del Nord a 97.20. Il prezzo medio ponderato necessario per il calcolo è di 2.855%; aggiungendo a questo 100 bps otteniamo il rendimento relativo al prezzo di esclusione (3.855%). Il prezzo di esclusione è 96.29.

Tutte le offerte sono comprese tra PMA e PE e quindi risultano tutte valide e vengono inserite nel sistema. I titoli verranno così assegnati: l'offerta più alta è quella di Cassa del Centro (97,23), che per tale prezzo otterrà i 400 milioni di euro in titoli richiesti. I titoli assegnabili rimasti sono 600 milioni: il secondo miglior prezzo è quello di Banca del Nord (97,20), che per tale prezzo otterrà i 400 milioni di euro in titoli richiesti.

Rimangono quindi 200 milioni: se li aggiudicherà Cassa del Centro, con la sua offerta di 97,18; in realtà la quantità richiesta era di 300 milioni ma essa supera i 1000 milioni di euro di quantità massima. In sintesi: Banca del Nord sottoscrive 400 milioni, Cassa del Centro sottoscrive 600 milioni, mentre Credito del Sud non sottoscrive nessun titolo.

Il prezzo medio ponderato d'asta, che il sottoscrittore pagherà, è invece pari a 97,208.

BTP - Buoni del Tesoro Poliennali

I Buoni del Tesoro Poliennali (BTP) sono titoli di credito a **medio-lungo** termine emessi dal Tesoro con scadenza pari a 3, 5, 7, 10, 15 e 30 anni. L'investitore riceve, durante la vita dell'obbligazione, un **flusso cedolare** periodico oltre al rimborso a scadenza del valore nominale dei titoli posseduti. Le cedole sono determinate applicando al valore nominale del titolo un tasso di interesse fisso, predeterminato al momento dell'emissione del prestito. Il pagamento è, a differenza dei Bund tedeschi e degli Oat francesi, semestrale. Anche nel caso di questi strumenti di debito pubblico, l'emissione avviene tramite asta; solitamente si ha un'emissione al mese. Si tratta di aste marginali in cui non viene definito un prezzo base d'asta. Anche per i BTP il MOT, il mercato telematico delle obbligazioni, rappresenta il **mercato secondario regolamentato** di riferimento sia per la clientela retail che per gli investitori istituzionali: si tratta di un mercato molto liquido, di tipo *order driven*, dove operano oltre 50 aderenti (sia SIM che banche italiane ed estere). Gli investitori istituzionali possono, inoltre,

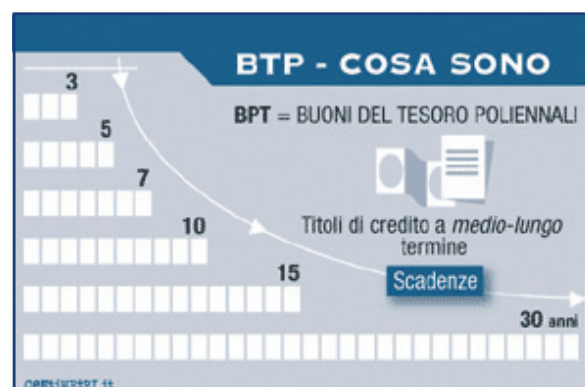


Figura 34 - BTP



comprare o vendere i BTP anche sul mercato elettronico regolamentato MTS, per operazioni non inferiori a 2,5 milioni di Euro.

I BTP possono essere sottoscritti per un valore nominale minimo di 1000 Euro o un multiplo di esso. I Buoni Poliennali sono titoli a reddito fisso particolarmente adatti per quegli investitori che richiedono flussi di pagamenti costanti. Le varie scadenze esistenti sul mercato consentono di programmare flussi di cassa regolari durante tutto l'arco dell'anno. Inoltre i BTP sono particolarmente apprezzati per la loro **liquidità**. Il principale rischio che l'investitore corre acquistando i BTP è quello di mercato. I BTP, in quanto strumenti a tasso fisso, sono molto sensibili alle variazioni che intervengono sui tassi di mercato. La volatilità, in altri termini, è tanto maggiore quanto più lunga è la vita residua del titolo. Un aumento dei tassi di mercato comporterà una diminuzione

del prezzo del BTP: per eguagliare il rendimento di mercato, date le cedole fisse, la quotazione dovrà decrescere, in modo che l'investitore recuperi con un "*capital gain*" la differenza tra il rendimento cedolare e quello di mercato. Al contrario, nel caso di diminuzione dei tassi di mercato, il prezzo del BTP si alzerà.

I BTP a più lunga scadenza (15 e 30 anni) sono più rischiosi di quelli a media scadenza (3 e 5 anni). Inoltre, poiché la cedola è fissa, a parità di vita residua essi sono più rischiosi dei titoli a tasso variabile (CCT). Questi ultimi, infatti, mantengono un prezzo sostanzialmente costante, perché è la cedola stessa che si modifica in ragione dei rendimenti di mercato.

In ogni caso, mantenendo i titoli in portafoglio fino a scadenza, l'investitore si vedrà rimborsato un importo pari al valore nominale.

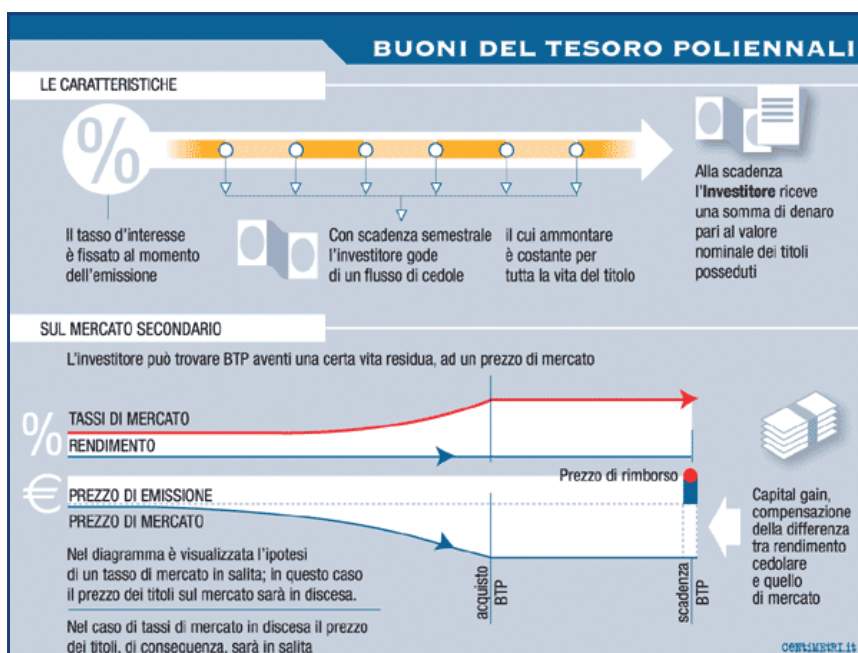
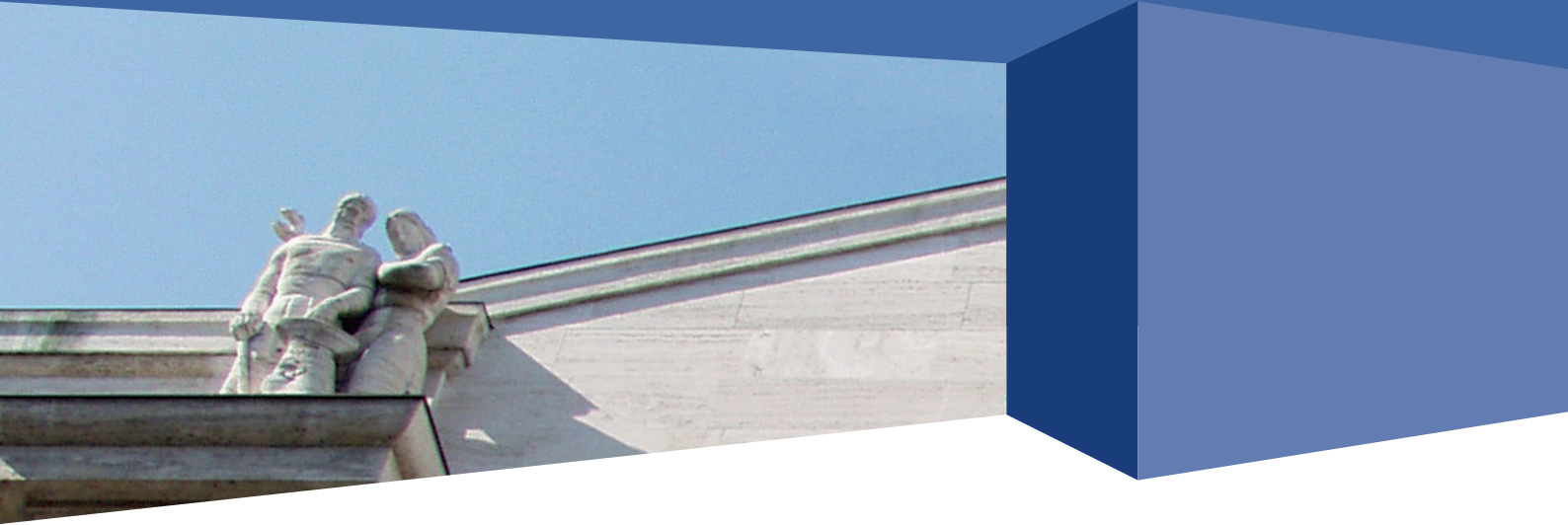


Figura 35 - BTP caratteristiche



CTZ - Certificati del Tesoro Zero Coupon

Con l'introduzione dei CTZ (Certificati del Tesoro Zero Coupon), nel 1995, il Tesoro ha uno strumento zero-coupon di medio termine. Si tratta, infatti, di un titolo, della durata di 24 mesi, che non prevede il pagamento di cedole periodiche a favore dei sottoscrittori ed il cui rendimento viene determinato sulla base della differenza tra valore nominale e prezzo di emissione (sotto la pari). Dal rendimento lordo così determinato deve essere sottratta la ritenuta fiscale, attualmente pari al 12.5%. L'emissione dei CTZ avviene mediante asta marginale mensile, che si tiene in coincidenza con l'asta dei BOT. All'asta possono partecipare solo gli intermediari abilitati, ovvero banche e SIM; gli investitori intenzionati a sottoscrivere CTZ dovranno prenotare la quantità desiderata presso un intermediario autorizzato non oltre il giorno precedente l'asta: l'importo di sottoscrizione è pari a nominali Euro 1.000 (lotto minimo) e relativi multipli. La commissione di collocamento

dello 0.20% è retrocessa dal Tesoro agli intermediari, e quindi il sottoscrittore finale paga il prezzo d'asta, senza ulteriori aggravii.

Dopo l'emissione i CTZ sono negoziabili sul mercato regolamentato MOT, per importi pari o multipli di 1000 euro; scambi "all'ingrosso" dei titoli si realizzano su MTS, dove si eseguono scambi non inferiori a 2.5 milioni di euro.

CCT - Certificati di Credito del Tesoro

Una ulteriore tipologia di titoli emessi dallo Stato è rappresentata dai Certificati di Credito del Tesoro (CCT). Si tratta di titoli a tasso variabile della durata di 7 anni. Sono caratterizzati dal pagamento di cedole semestrali indicizzate al rendimento dei BOT a 6 mesi, maggiorato di uno *spread*. I CCT hanno la peculiarità di adeguare la cedola ai tassi correnti di mercato, permettendo all'investitore la possibilità, in caso di smobilizzo dell'investimento prima della scadenza, di recuperare, grosso modo, il capitale inizialmente investito. Ai fini della determinazione della cedola semestrale, si moltiplica per 0.5 il rendimento lordo semplice del BOT semestrale registrato nell'ultima asta che precede il godimento della cedola del CCT; al risultato così ottenuto viene sommato uno *spread* dello 0.15%. La cedola netta incassata dall'investitore terrà conto della ritenuta fiscale attualmente del 12.50%. Sul rendimento lordo dell'investimento, oltre alle cedole incassate, incide anche lo scarto di emissione (ovvero la differenza tra valore nominale e prezzo di emissione).

Come per i CTZ, il collocamento avviene una volta al mese mediante asta marginale a cui partecipano gli intermediari abilitati. L'investitore dovrà quindi prenotare i titoli con almeno un giorno di anticipo rispetto alla data dell'asta. Il prezzo pagato è quello d'asta, dato che nessuna commissione è prevista a carico del sottoscrittore.



Figura 36 - CTZ, CCT, BOC

Per quanto concerne l'importo minimo di sottoscrizione e la negoziazione sui mercati secondari, si rimanda al paragrafo dedicato ai CTZ.

BOC

I cosiddetti BOC sono titoli obbligazionari emessi da enti territoriali, esclusivamente con finalità di copertura degli investimenti. È quindi fatto divieto di utilizzare tali strumenti per finanziare le spese correnti. La durata minima è fissata in 5 anni e l'emissione avviene alla pari, mentre le cedole possono essere trimestrali, semestrali o annuali, di importo fisso o variabile. Nel secondo caso l'indicizzazione deve essere basata sui tassi BOT o interbancari, eventualmente maggiorati di uno *spread* non superiore al punto percentuale. La tassazione sulle cedole è pari al 12.50%.

Il Mercato Telematico delle Obbligazioni - MOT

I segmenti del mercato MOT

Il mercato MOT è suddiviso in 2 segmenti:

DomesticMOT – vengono negoziati titoli di stato italiani e titoli di debito in euro o in altra valuta liquidate in Euro presso sistemi di liquidazione nazionali.

EuroMOT – vengono negoziati titoli di stato esteri, Euro-obbligazioni, titoli di emittenti sovranazionali, ABS liquidati nella valuta in cui sono denominate presso sistemi di liquidazione esteri (Euroclear, Clearstream).

Sul mercato MOT è possibile negoziare diversi prodotti:

DomesticMOT

Classe 1 - Titoli di Stato Italiani

- BOT e CTZ (titoli zero coupon), CCT (tasso variabile), BTP (tasso fisso) e BTPi (titoli a tasso fisso con cedola e rimborso del capitale legati all'indice dell'inflazione europea).

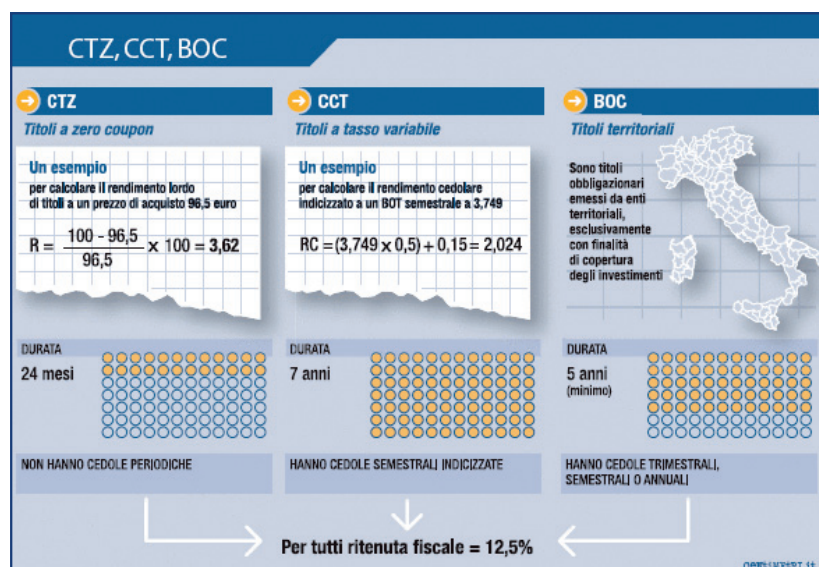


Figura 37 - CTZ, CCT, BOC summary

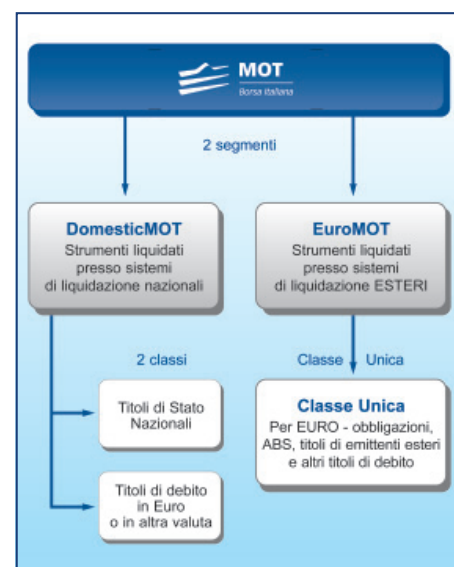


Figura 38 - Segmentazione MOT



Classe 2 – Titoli di debito in euro ed altre valute

- Obbligazioni *plain vanilla* a tasso fisso, variabile e zero coupon, denominate principalmente in Euro.
- Obbligazioni Strutturate su tassi, inflazione, azioni, fondi, *commodities* ed indici, a capitale garantito che consentono all'investitore di scommettere sull'andamento di un particolare sottostante

I principali emittenti sono banche (Mediobanca, Banca IMI, Unicredit, Banca MPS, Credem, Bnl, Intesa SanPaolo, Ubi Banca, Merrill Lynch, Barclays, Morgan Stanley, Abn Amro), enti sopranazionali e stati membri UE (Bei, Kfw, Bers, Birs, Council of Europe, Repubblica Austriaca), e corporate (Enel, Fiat, Deutsche Bahn)

EuroMOT

- **Euro-obbligazioni** della Repubblica Italiana, obbligazioni *plain vanilla* emesse in USD ed euro.
- **Titoli di stato Esteri**, curva di rendimento tedesca (Bund Bobl e Schatz) e francese (Oat e Btan), titoli emessi da Spagna, Grecia e Regno di Svezia (anche denominate in USD).
- **Titoli di emittenti garantiti da Stati Esteri**, obbligazioni KFW (anche denominate in USD).
- **Titoli Sovrannazionali** (Rating AAA) quali BEI, titoli a tasso fisso negoziati nelle valute GBP, USD ed euro.
- **Euro-obbligazioni Corporate & Bancarie**, quali Fiat, Telecom, Unicredit e Deutsche Bahn.
- **Asset Backed Securities** (ABS), obbligazioni emesse a seguito di cartolarizzazioni da parte del Tesoro (crediti INPS, INPDAP e MIUR-MAP).

Gli orari di negoziazione

Il mercato MOT apre in asta alle ore 8.00. L'orario di conclusione della fase di Asta di Apertura e di inizio della fase di Negoziazione dipendono dalla classe di appartenenza del titolo, ed in particolare:

- DomesticMOT - Titoli di Stato Italiani (*classe 1*)
09:30 – 09:40
- DomesticMOT - Titoli di debito in euro o in altra valuta (*classe 2*)
10:00 – 10:10
- EuroMOT
09:00 – 09:10

Ricordiamo che il mercato MOT è un mercato *order driven*, ovvero mercato in cui gli ordini vengono ordinati per prezzo e priorità temporale. È prevista la presenza volontaria di operatori specialisti.



I derivati

Le opzioni

Cosa sono?

Le opzioni sono contratti finanziari che danno al compratore – dietro il pagamento di un importo iniziale chiamato “premio” - il diritto, ma non l'obbligo, di acquistare o vendere una data quantità di una attività finanziaria sottostante (titoli, indici, valute,...) ad un determinato prezzo di esercizio chiamato “*strike*” ad una data specifica o entro tale data. Nel caso in cui l'opzione possa essere esercitata solo alla scadenza avremo le cosiddette opzioni “europee”, mentre le opzioni “americane” danno al possessore la possibilità di esercizio in qualunque momento entro la data di scadenza.

Opzione Call

Garantisce al possessore il diritto di ricevere a scadenza (o entro la scadenza) e ad un prezzo prefissato il sottostante, oppure, quando non possibile (ad esempio per opzioni su indici), il corrispettivo in denaro. Ovviamente l'esercizio avrà senso solo se il prezzo del sottostante sarà superiore allo *strike* poiché il possessore della call avrà il diritto di acquistare il sottostante ad un prezzo *strike* “X” quando sul mercato tale sottostante ha un valore pari a “Y” (dove $X < Y$) ed il profitto realizzato sarà pari alla differenza tra il prezzo di mercato e lo *strike*.

Il grafico (fig. 39) sintetizza il profilo di profitti e perdite connesso all'uso di opzioni call. L'asse orizzontale indica il prezzo del sottostante; l'asse verticale indica invece i profitti (o le perdite) dell'acquirente dell'opzione. Come già detto, l'opzione acquisirà valore solo se il prezzo di mercato del sottostante sarà maggiore del prezzo di esercizio. Dal momento che l'acquisto della call ha un costo (ovvero il premio che si deve riconoscere alla controparte che vende l'opzione, a chi cioè accetta di garantire all'acquirente il diritto di acquistare il sottostante al prezzo

prefissato), il grafico del *payoff* della call origina nel quadrante negativo. In caso di ribasso dei prezzi, il valore della call tenderà a zero e la massima perdita che l'investitore sosterrà sarà il premio pagato.

Si consideri il seguente caso: acquisto di una call al prezzo di 1€ e *strike price* del titolo sottostante pari a 10€. A seconda del livello dei prezzi sul mercato al momento dell'esercizio, si possono riconoscere tre differenti scenari:

- per prezzi del sottostante inferiori a 10€ l'opzione verrà abbandonata poiché il compratore potrà acquistare il sottostante direttamente sul mercato a condizioni migliori rispetto all'esercizio della opzione;
- per prezzi compresi tra 10 e 11€ si realizzerà un recupero parziale del prezzo della call. In quel caso al compratore converrà esercitare

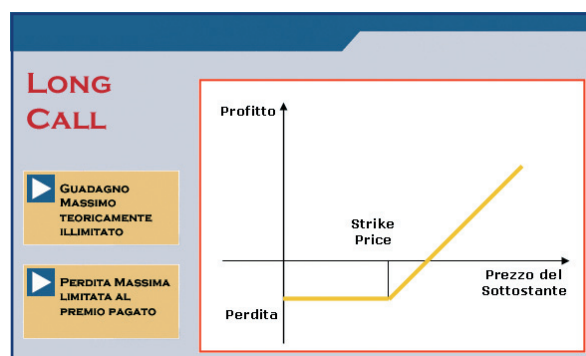


Figura 39 - Long call

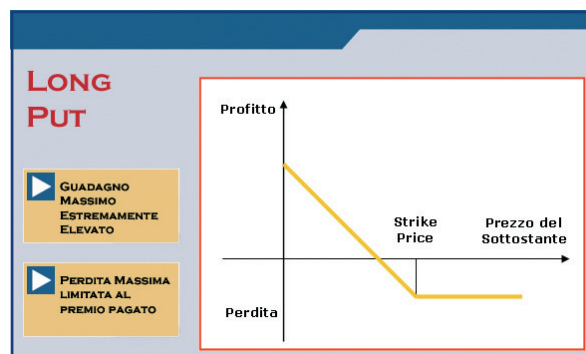


Figura 40 - Long put

l'opzione ma il vantaggio economico dell'esercizio sarà negativo a causa del costo iniziale di acquisto dell'opzione;

- per prezzi superiori a 11€ il compratore eserciterà la facoltà e registrerà un utile pari alla differenza tra il prezzo di mercato e lo *strike price*, meno il costo della call⁸.

Questo strumento risulta ottimo per coloro i quali vogliono scommettere sul rialzo del mercato senza correre il rischio, in caso di ribasso, di subire le perdite in conto capitale connesse al possesso diretto del sottostante. È utile anche per gli investitori che desiderano acquistare il titolo sottostante, ma vogliono differire nel tempo le uscite finanziarie che l'acquisto diretto del titolo comporterebbe.

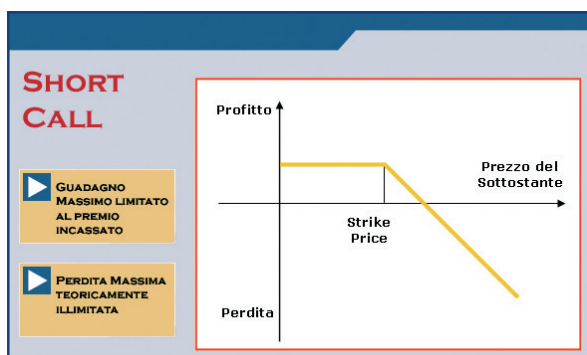


Figura 41 - Short call

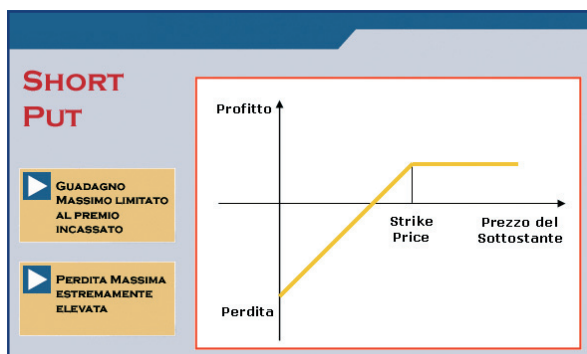


Figura 42 - Short put

Opzione Put

Garantisce al possessore il diritto di vendere a scadenza il sottostante ad un prezzo prefissato. In questo caso, l'esercizio avrà senso solo se il prezzo del sottostante sarà inferiore allo *strike*; il profitto realizzato ammonterà alla differenza tra lo *strike* e il prezzo di mercato.

Prendendo spunto dall'esempio precedente:

- per prezzi del sottostante superiori a 10€ l'opzione verrà abbandonata poiché il compratore potrà vendere il sottostante direttamente sul mercato a condizioni migliori rispetto all'esercizio della opzione;
- per prezzi compresi tra 9 e 10€ si realizzerà un recupero parziale del prezzo della put. In quel caso al compratore converrà esercitare l'opzione ma il vantaggio economico dell'esercizio sarà negativo a causa del costo iniziale di acquisto dell'opzione;
- per prezzi inferiori a 10€ il compratore eserciterà la facoltà e registrerà un utile pari alla differenza tra lo *strike price* e il prezzo di mercato, meno il costo della put.

La put è uno strumento che permette di guadagnare se il mercato scende. Il compratore di opzioni put vuole scommettere sul ribasso del mercato senza i costi connessi con lo "*short selling*" (vendita allo scoperto, cioè di titoli che non si possiedono) né le perdite subite se il mercato va in direzione opposta a quella prevista.

Inoltre, la put è spesso utilizzata da chi desidera proteggere il proprio portafoglio dai ribassi del mercato. Acquistare un titolo e la relativa put permette di ottenere i guadagni in conto capitale sul titolo in caso di mercato crescente e al tempo stesso di evitare di perdere qualora scendesse.

Infatti, in questo secondo caso, le perdite sul titolo verrebbero bilanciate dall'apprezzamento dell'opzione; la perdita massima verrebbe comunque

⁸ In questo e nei successivi esempi non vengono considerati i costi di transazione



limitata al valore dello *strike*, ovvero al valore a cui il detentore della put ha il diritto di vendere i suoi titoli.

Questa strategia, chiamata “*put protective strategy*”, è utilizzata per evitare che il portafoglio scenda sotto una soglia minima ed è una sorta di assicurazione contro il ribasso con un costo pari al premio pagato per l'acquisto della put. Da notare che lo stesso profilo profitti/perdite di ritorni si avrebbe con l'acquisto di un'opzione call con sottostante, *strike* e scadenza uguali.

In sintesi, le posizioni “lunghe” sulle opzioni consentono di prendere posizione scommettendo sul rialzo o sul ribasso del mercato con la possibilità di guadagno illimitato ed il rischio di una perdita limitata al prezzo del premio pagato.

Ma qual è il profilo di perdite e profitti per il venditore delle opzioni?

Bisogna sottolineare che, mentre l'acquirente di opzioni a scadenza (o entro la scadenza per le opzioni americane) ha la facoltà di non esercitare il diritto (e da qui deriva il limite alle perdite che si possono subire), il venditore ha sempre l'obbligo di onorare l'impegno che l'opzione che ha venduto prevede.

Nel caso del venditore di una call, il *payoff* sarà quello riportato in fig. 41. Il profitto fisso iniziale (il premio incassato) va diminuendo all'aumentare del prezzo del sottostante: il venditore dell'opzione si attende dunque che il mercato resti fermo o cali. È da sottolineare che a fronte di un profitto immediato limitato, la perdita è potenzialmente illimitata.

Nel caso della put: in questo caso, invece, l'erosione del premio iniziale incassato si ha se il prezzo del sottostante diminuisce: il massimo profitto si avrà se il prezzo resterà costante o salirà. Anche per il venditore della put il profitto sarà limitato e pari al premio incassato, mentre la perdita massima si realizzerà quando il sottostante dovesse perdere completamente di valore.

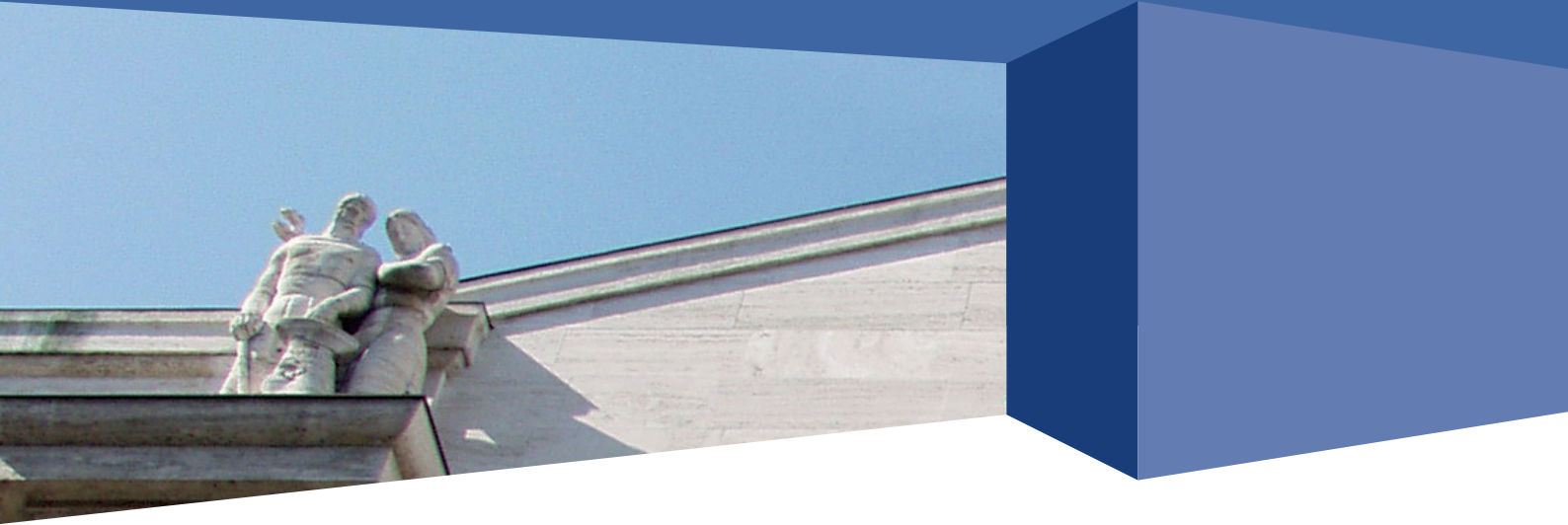
L'assunzione di una posizione corta in opzioni ha un profilo di rischio superiore all'equivalente posizione lunga. Per questo motivo, molto spesso la vendita di questi strumenti viene associata alla compravendita di altre attività finanziarie (ad esempio azioni, ETF, future e opzioni su indici e su azioni) al fine di realizzare strategie di investimento più articolate le quali possono perseguire finalità differenti come, ad esempio, la copertura della posizione in azioni e in derivati e l'incremento della performance del proprio portafoglio.

La “Danarosità” delle Opzioni

Come appena illustrato, il profitto o la perdita a scadenza connessi all'utilizzo delle opzioni dipendono dal superamento al rialzo (per la call) o al ribasso (per la put) del prezzo di esercizio da parte delle quotazioni del sottostante. L'opzione call a scadenza, ad esempio, non avrà alcun valore se il prezzo del sottostante sarà inferiore allo *strike*: il suo possessore avrà più convenienza ad acquistare il sottostante sul mercato e, di conseguenza, l'opzione non verrà esercitata.

- Per opzione “*at the money*” (ATM) si intende quella per cui il prezzo di esercizio è uguale al prezzo corrente dell'attività sottostante.
- Per opzione “*in the money*” (ITM) si intende quella per cui il prezzo di esercizio è inferiore (call) / superiore (put) al prezzo corrente dell'attività sottostante.
- Per opzione “*out of the money*” (OTM) si intende quella per cui il prezzo di esercizio è superiore (call) / inferiore (put) al prezzo dell'attività sottostante.

Utilizziamo un esempio grafico; consideriamo il caso di una posizione lunga su un'opzione put con *strike* corrispondente al valore indicato dalla linea gialla del grafico di seguito riportato.



Valori del sottostante inferiori al prezzo di esercizio (put ITM) comporteranno un profitto e quindi l'esercizio del diritto da parte del possessore dell'opzione a vendere ad un prezzo superiore a quello di mercato; se il sottostante avrà un prezzo di mercato superiore allo *strike*, invece, (put OTM) l'opzione non sarà esercitata. Nel caso della call avviene l'esatto contrario: un prezzo del sottostante maggiore dello *strike* comporterà profitto e quindi l'esercizio del diritto ad acquistare (call ITM); viceversa, per valori del sottostante inferiori allo *strike*, la call (OTM) non sarà esercitata.

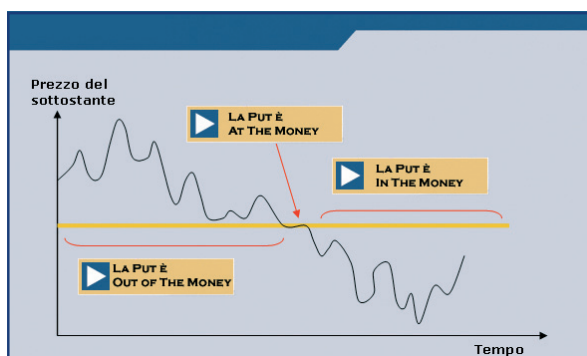


Figura 43 - ATM, ITM, OTM

Alla scadenza, un'opzione ITM è dunque quella che riconosce un profitto se esercitata: il valore di questo profitto è il cosiddetto valore intrinseco dell'opzione il quale rappresenta la componente più importante del prezzo di un'opzione *in the money* prossima alla scadenza.

Ma quali sono le altre componenti del prezzo di un'opzione?

Nell'approcciarsi al mercato dei derivati, una delle prime domande che ci si deve porre concerne la comprensione dei meccanismi che soggiacciono alla formazione del loro prezzo nonché dei rischi che si assumono al fine di una corretta gestione della propria posizione.

La letteratura accademica nel corso degli anni ha elaborato numerosi modelli di *pricing* delle opzioni variamente complessi che tengono in considerazione i principali fattori che influenzano il prezzo di un'opzione⁹, tra i quali in particolare:

- Il prezzo corrente dell'attività sottostante o *underlying* (S)
- Il prezzo di esercizio o *strike price* (K)
- La vita residua ($T-t$)
- La volatilità del prezzo dell'attività sottostante (σ)
- Il tasso d'interesse privo di rischio (r)
- I dividendi attesi durante la vita dell'opzione (d)

Esistono, tuttavia, ulteriori fattori che possono essere presi in considerazione, alcuni dei quali facilmente stimabili e legati alla natura dell'*underlying* del contratto d'opzione (si veda ad esempio il tasso di cambio EUR/USD nel caso di un sottostante espresso in dollari US), altri invece di difficile quantificazione e tipicamente raggruppati nella categoria "*Market Psychology*".

⁹ Per dovere di cronaca, si riporta di seguito la formula di *pricing* più comunemente utilizzata la quale deve il suo nome ai due premi Nobel che l'hanno elaborata: formula di Black & Scholes:

$$\text{Prezzo call: } C(S,t) = S_1 N(d_1) - Ke^{-r(T-t)} N(d_2)$$

$$\text{Prezzo put: } P(S,t) = Ke^{-r(T-t)} N(-d_2) - S_1 N(-d_1)$$

$$\text{Dove: } d_1 = \frac{\ln \frac{S_1}{K} + \left(r + \frac{1}{2}\sigma^2\right)(T-t)}{\sigma\sqrt{T-t}}; \quad d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T-t}$$

Prezzo dell'attività sottostante (S) e prezzo di esercizio (K)

Il valore a scadenza di un'opzione *call* è dato dal maggiore tra 0 e la differenza tra il prezzo dell'*underlying* e lo *strike price* ($\text{Max}[0; S - K]$); di conseguenza, le *call* valgono tanto più (meno) quanto maggiore (minore) è S ovvero quanto minore (maggiore) è K .

Per un'opzione *put* esercitata alla scadenza, il valore è pari al maggiore tra 0 e la differenza tra il prezzo di esercizio e il prezzo dell'attività sottostante ($\text{Max}[0; K - S]$), per cui le *put* valgono tanto più (meno) quanto maggiore (minore) è K ovvero quanto minore (maggiore) è S .

Vita residua ($T-t$)

Per comprendere intuitivamente l'effetto della data di scadenza, si consideri due opzioni americane¹⁰ che differiscano tra loro per la sola scadenza. Il possessore dell'opzione più lunga ha tutte le opportunità di esercizio di cui dispone colui che detiene l'equivalente opzione più corta, più altre ancora. Di conseguenza, l'opzione più lunga deve valere almeno quanto quella più corta; da ciò consegue che il trascorrere del tempo ha un impatto negativo sul valore dell'opzione sia essa *call* che *put*.

Anche per le opzioni di tipo europeo il valore aumenta al crescere della vita residua; tuttavia, a differenza delle americane, questa relazione può non essere rispettata laddove il titolo sottostante



Figura 44 - Le opzioni

¹⁰ Le opzioni *americane* danno al possessore la facoltà di esercitare il diritto di acquisto o vendita in qualsiasi momento prima della scadenza; le opzioni *europee*, invece, possono essere esercitate solo alla scadenza.



dovesse staccare un dividendo nell'arco temporale compreso tra la prima e la seconda scadenza considerata.

Volatilità del prezzo dell'attività sottostante (σ)

L'incremento della volatilità ha un effetto positivo sul prezzo dell'opzione (sia essa call che put) poiché riconosce al sottoscrittore la possibilità di approfittare di più ampi movimenti di prezzo nella direzione favorevole (ad es., rialzi per la *long* call e ribassi per la *long* put) garantendo comunque la protezione dall'evento sfavorevole (*down side risk*) posto che la perdita massima è limitata al solo premio pagato. Un aspetto importante da sottolineare ai fini del ragionamento sopra esposto è che la volatilità da considerare è quella implicita e non la storica¹¹.

Tasso di interesse privo di rischio (r)

Il tasso d'interesse *risk-free* influenza il prezzo delle opzioni in modo meno intuitivo rispetto agli altri fattori sino ad ora considerati; il suo effetto principale si manifesta in una modifica del tasso di crescita atteso del prezzo del sottostante. Di conseguenza, risulta essere correlato positivamente al valore della call e negativamente a quello della put.

Il concetto che il possesso delle opzioni è molto

simile, ma non equivalente, alla detenzione del sottostante ci aiuta a capire l'impatto del tasso di interesse sul prezzo delle opzioni. Il detentore di una call beneficia dei rialzi del sottostante come se lo possedesse, ma ha rimandato nel tempo l'esborso necessario per l'acquisto del titolo. La leva finanziaria di questi strumenti fa in modo che il premio delle opzioni sia solo una piccola frazione del valore del sottostante equivalente. Il "prezzo" della possibilità di differire nel tempo l'esborso è il tasso di interesse monetario. Il tasso di cui stiamo parlando riguarda attività prive di rischio e molto liquide: per il mercato italiano possiamo pensare al titolo di stato a breve scadenza. Più alti saranno gli interessi, maggiore sarà la convenienza a rimandare le uscite (o a lasciare il denaro investito sul mercato monetario) e quindi più elevato dovrà essere il premio della call, cioè del diritto a rimandare l'uscita.

Nel caso della put avviene l'inverso: all'aumento dei tassi corrisponde il calo del valore della put. Il possessore del diritto a vendere - se non è uno speculatore puro - ha acquistato una sorta di "assicurazione" contro i ribassi del titolo che è già presente nel suo portafoglio. Più i tassi sono alti, maggiore è la convenienza a liquidare tutta la posizione per garantirsi una rendita priva di rischio sul mercato monetario, minore quindi sarà il premio che si è disposti a pagare per la put.

¹¹ Mediante un procedimento iterativo, è possibile ricavare dal prezzo di mercato di un'opzione il dato di volatilità implicita in esso incorporato, ovvero quel valore della volatilità implicita che posto all'interno del modello di *pricing* prescelto fornisce un prezzo dell'opzione equivalente a quello osservato sul mercato. La volatilità implicita varia generalmente a seconda della scadenza e dello *strike price*.



Fattore	Call Europea	Put Europea	Call Americana	Put Americana
Prezzo dell'attività sottostante	+	-	+	-
Strike price	-	+	-	+
Tempo mancante alla scadenza	?	?	+	+
Volatilità	+	+	+	+
Tasso d'interesse privo di rischio	+	-	+	-
Dividendi attesi	-	+	-	+

I dividendi attesi durante la vita dell'opzione (d)

Il pagamento di un dividendo ha l'effetto di ridurre il prezzo ex-dividend del titolo sottostante; ne consegue che lo stacco avrà un impatto negativo sulle call e positivo sulle put.

La tabella sopra riportata sintetizza gli effetti sul valore dell'opzione delle possibili variazioni nei fattori di rischio fin qui esposti a seconda della tipologia (call o put) e della modalità di esercizio (europea vs americana) considerate.

I futures

Cosa sono i futures?

Nei principali testi di finanza i futures vengono definiti come dei contratti a termine in cui la controparte assume l'obbligo di comprare (*posizione lunga*) o vendere (*posizione corta*) un dato quantitativo di una specifica attività sottostante (*underlying*) ad una certa data futura e ad un prezzo prestabilito (prezzo a *termine* o prezzo future).

Da un punto di vista teorico, la derivazione del prezzo di un generico future si basa sul principio di non arbitraggio in base al quale il prezzo del future è determinato correttamente se non è possibile ricavare un profitto da operazioni sul mercato a pronti (ovvero il mercato sul quale è quotata l'azione sottostante)

e su quello a termine (nella realtà, le operazioni possibili sono il *cash and carry* e il *reverse cash and carry*). Se si considera il caso di un future su un'azione che non paga dividendi, l'equazione che definisce il prezzo di equilibrio del future è:

$$F_{t,T} = S_t \cdot e^{r \cdot (T-t)}$$

dove:

$F_{t,T}$ è il prezzo al tempo t del future con scadenza al tempo T

S_t è il prezzo dell'azione al tempo t

r è il tasso di interesse annuo privo di rischio composto continuamente sul periodo (t,T)

Nel caso di un'azione che paga dividendi secondo un tasso di dividendo medio annuo composto continuamente q (*dividend yield*), l'equazione sarà:

$$F_{t,T} = S_t \cdot e^{(r-q) \cdot (T-t)}$$

Una delle caratteristiche peculiari dei contratti futures - e che li rendono un interessante strumento di *trading* - è il cosiddetto "effetto leva", ma per capire bene di cosa si tratta è necessario introdurre il concetto dei margini di garanzia.



Il sistema di margini e l'effetto leva

Il rischio di credito è uno dei rischi a cui si è esposti quando si stipula un contratto ed è riconducibile alla possibilità che la controparte sia inadempiente ai propri obblighi contrattuali. Tale rischio è praticamente inesistente nei mercati regolamentati di futures data la presenza della Cassa di Compensazione e Garanzia (CC&G) che agisce da controparte di tutte le operazioni su futures, garantendo la solvibilità delle parti coinvolte in ogni transazione.

Al fine di garantire la solvibilità delle transazioni, CC&G richiede a tutti i partecipanti al mercato il versamento di determinati margini di garanzia per ogni operazione in derivati.

Tre tipi di margini possono essere richiesti sul mercato IDEM e in particolare sui futures sono presenti:

- il margine iniziale
- il margine di variazione
- il margine aggiuntivo infragiornaliero.

Il margine iniziale costituisce l'ammontare di denaro che il *broker* deve versare a CC&G (e di conseguenza l'ammontare minimo che l'investitore privato deposita al proprio *broker*) per potere aprire una posizione in future. Tale margine costituisce la garanzia sufficiente a coprire i costi teorici di liquidazione della posizione in caso di insolvenza e viene restituito alla chiusura della posizione.

Per le posizioni in futures con sottostante azionario, il margine richiesto, stabilito dalla CC&G, equivale ad una percentuale del valore del contratto ed è differente a seconda dell'azione sottostante (i singoli *broker* devono richiedere ai propri clienti diretti un margine non inferiore a quanto richiesto da CC&G poiché la rischiosità del singolo *trader* è superiore a quella dell'operatore istituzionale). Dal punto di vista operativo, ciò si traduce nel fatto che

l'investitore che apre una posizione in future non deve pagare il totale controvalore del contratto ma solo una parte, mentre gli utili/perdite vengono ovviamente calcolati sul controvalore complessivo della posizione. La possibilità di effettuare un investimento che riguarda un elevato ammontare di risorse finanziarie, con un basso tasso di capitale effettivamente impiegato in ambito accademico viene definito "**Effetto Leva**".

Il principale vantaggio economico della leva finanziaria è la moltiplicazione della performance dell'investimento, e più piccolo è il margine iniziale rispetto al controvalore del future, maggiore sarà l'effetto leva.

Un esempio può illustrare molto chiaramente quanto appena evidenziato. Ipotizziamo che un investitore compri un futures sul titolo XY a 32 €. Ipotizziamo che il prezzo di chiusura giornaliero del derivato sia pari a 33 €. A fine giornata viene calcolato un margine iniziale pari a 272,25 Euro ($33 \times 100 \times 8,25\%$). L'investitore detiene una posizione con un controvalore complessivo pari a 3.300 Euro (33×100) mediante il versamento di soli 272,25 Euro; in questo caso, l'effetto leva è pari a 12 ($\text{Leva} = \text{Controvalore} / \text{Margine} = 3.300 / 272,25 = 12,12$), il che significa che il trader ha la possibilità di gestire una posizione 12 volte superiore al capitale versato.

La presenza della leva amplifica gli effetti derivanti dall'investimento, posto che anche una minima variazione del valore del future si traduce in ampi profitti o perdite. Riprendendo il precedente esempio, alla chiusura della giornata di negoziazione l'investitore vedrà accreditato sul suo conto un guadagno derivante dalla posizione in future pari a 100 Euro [$(33-32) \times 100$], che equivale ad un profitto pari al 36,73% del margine iniziale versato. Qualora di fosse detenuta semplicemente l'azione sottostante, la performance sarebbe stata pari



solamente al 3,125% (100 € di utile su 3.200 € di investimento per acquistare 100 azioni XY).

Ovviamente la moltiplicazione del risultato economico si riflette tanto sugli utili che sulle perdite, per cui una variazione negativa del prezzo del sottostante produce perdite del capitale versato più che proporzionali. Si consiglia quindi la massima cautela e un continuo monitoraggio della posizione quando si opera sui mercati derivati.

Nei futures, grazie a questo sistema di margini, i profitti e le perdite si realizzano giorno per giorno, grazie alla procedura di liquidazione giornaliera delle posizioni. A fine giornata, la CC&G procede a calcolare i profitti e le perdite generati dalle posizioni in futures sulla base del prezzo di chiusura giornaliero e ad accreditarli o addebitarli sul relativo conto dell'intermediario presso la CC&G (**margini di variazione giornaliero**). Si tratta del principio del *marking to market* in base al quale i futures vengono regolati giornalmente piuttosto che alla scadenza così da poter meglio valutare l'opportunità di chiudere anticipatamente la posizione. Infine, i **margini aggiuntivi infragiornalieri** possono essere richiesti a discrezione della CC&G ai propri aderenti qualora durante la giornata di negoziazione si registrassero ampie variazioni dei prezzi rispetto alla chiusura del giorno precedente.

Il mercato IDEM

I segmenti del mercato IDEM

Il mercato IDEM (Italian Derivatives Market) è suddiviso in 2 segmenti:

- IDEM Equity
- IDEX

IDEM Equity

Prodotti e scadenze

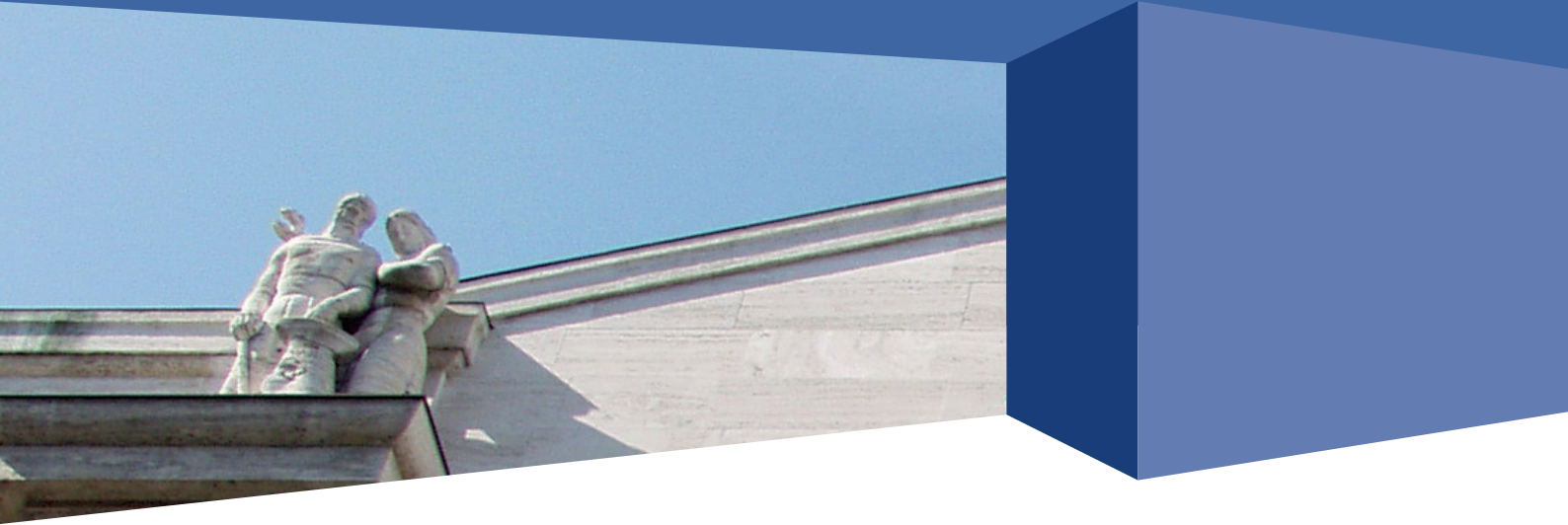
- 1 tipologia di opzione sull'indice FTSE MIB* (Mibo)
- 2 tipologie di futures sull'indice FTSE MIB* (FIB e MiniFIB)
- 47 contratti di opzione e 48 contratti futures listati su azioni liquide e ad elevata capitalizzazione e caratterizzati da un controvalore accessibile anche all'investitore retail.

Per ogni prodotto è possibile negoziare le seguenti scadenze:

- 2 scadenze mensili più vicine
- 4 scadenze trimestrali del ciclo Mar/Giu/Sett/Dic
- 4 scadenze semestrali del ciclo Giu/Dic dei due anni successivi a quello in corso
- 2 scadenze annuali di Dic del terzo e quarto anno successivo a quello in corso (solo per le Mibo).

A partire dal 23 ottobre 2006 Borsa Italiana ha ampliato la gamma di prodotti offerti sul mercato IDEM con il lancio delle *long stock options*, i contratti di opzione con scadenza fino a 3 anni, e con il lancio delle *extra long option* sull'indice FTSE MIB* del 21 luglio 2008, completando in tal modo l'iter iniziato nel 2005 con l'introduzione delle opzioni lunghe su indice FTSE MIB*. Nel luglio del 2005 sono state

* Nuovo indice che dal 30 di marzo 2009 sostituirà l'attuale indice S&P/MIB.



infatti introdotte le opzioni Mibo con scadenza fino a tre anni. L'introduzione di questa novità fu dettata dal crescente interesse per questi strumenti e dalla volontà di dare agli operatori la possibilità di aumentare o diminuire rapidamente le esposizioni in derivati per un periodo superiore rispetto a quello possibile in precedenza. Altri vantaggi erano connessi alla possibilità di progettare operazioni di copertura su prodotti strutturati per un periodo maggiore di un anno. È infatti da considerare che molti investitori istituzionali utilizzano le opzioni sugli indici per finalità di *hedging*.

Con le *long stock option* si è previsto di allungare anche le scadenze delle opzioni su azioni introducendo, oltre alle 2 scadenze mensili e alle 4 trimestrali del ciclo marzo/giugno/settembre/dicembre, 4 nuove scadenze semestrali del ciclo giugno/dicembre per i due anni successivi a quello in corso, per un totale di 10 scadenze. L'introduzione delle scadenze lunghe non coinvolge, però, tutte le opzioni attualmente listate sul mercato IDEM. Sono infatti 8 i contratti di opzione aventi scadenze lunghe: Assicurazioni Generali, Enel, Eni, Fiat, Intesa Sanpaolo, STMicroelectronic, Telecom Italia, Unicredit.

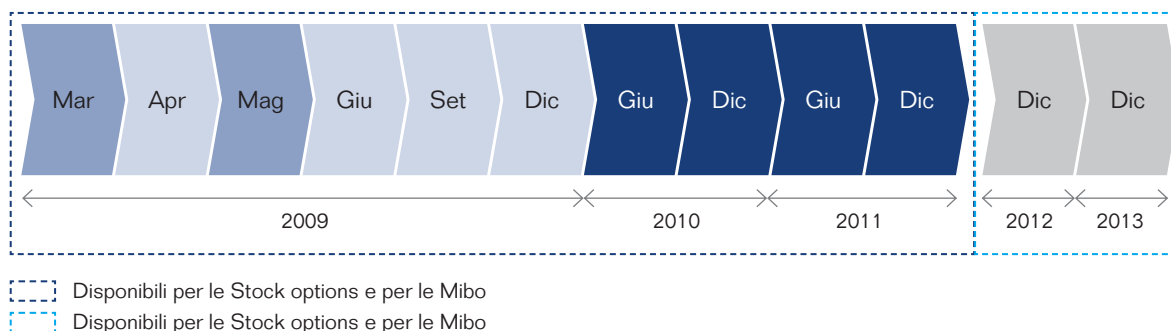
Le opzioni con scadenze lunghe permettono:

- di aumentare o diminuire velocemente l'esposizione in derivati su un arco temporale maggiore rispetto a quello attuale;
- di incrementare il *trading* di volatilità su scadenze oltre l'orizzonte annuale;
- di impostare operazioni di copertura su prodotti strutturati su un periodo superiore rispetto a quello attuale pari a 12 mesi;
- una opportunità alternativa al trading OTC (*over the counter*).

IDEX

Il 3 Novembre 2008 è stato lanciato il nuovo segmento del IDEM dedicato alla negoziazione degli strumenti finanziari derivati aventi come attività sottostante merci e relativi indici (IDEX). Sono negoziati contratti futures sull'energia elettrica, liquidati con modalità *cash settled* per incentivare la partecipazione degli operatori puramente finanziari ed incrementare, così, la liquidità del mercato. La "Cassa di Compensazione e Garanzia" (CC&G) è controparte centrale di tutti i contratti eseguiti sull'IDEX.

FIGURA 45 - SCADENZE MERCATO IDEM





Prodotti e scadenze

- Futures mensili su energia elettrica
- Futures trimestrali su energia elettrica
- Futures annuali su energia elettrica.

Solo il contratto con periodo di consegna più breve (il mese) va in *cash settlement*. Al termine del quarto giorno di borsa aperta precedente l'inizio del periodo di consegna, i contratti trimestrali vengono spezzati in tre contratti mensili (di cui uno rimane in negoziazione per tre giorni e poi entra nel periodo di *settlement*) e quelli annuali in tre trimestrali e tre mensili.

Gli orari di negoziazione del Mercato IDEM

Sul mercato IDEM è possibile negoziare esclusivamente in continuativa; il mercato apre alle ore 9.00 e chiude alle ore 17.40.

I market maker

Sul mercato IDEM esistono degli operatori chiamati *market maker* che svolgono un ruolo rilevante, contribuendo all'**incremento della liquidità del mercato** e migliorando l'efficienza del processo di *price discovery* grazie ad un'**intensa attività di quotazione**.

I *market maker* hanno obblighi di quotazione relativi a serie e scadenze, quantità minima (di contratti oggetto della quotazione), *spread* massimo consentito (determinato come differenza massima ammissibile tra il prezzo della proposta in acquisto e il prezzo della proposta in vendita) e tempo (per il ripristino delle quotazioni dopo la conclusione di un contratto).

Gli obblighi dei *market maker* iniziano alle ore 9.30 e terminano alle ore 17.20. Ad oggi sono presenti sul mercato **24 market maker** (23 su Idem *Equity* e 1 su IDEX) che quotano su base continuativa o rispondono alle richieste di quotazione su tutti i contratti listati sul mercato IDEM.

Subordinatamente al possesso di requisiti professionali e tecnologici necessari per l'adempimento dell'attività di *market making*, ogni partecipante al mercato IDEM può fare domanda di ammissione come *market maker* scegliendo tra tre differenti *status* di *market making*:

- **Primary Market Maker (PMM)**: obbligo di quotazione su base continuativa, disponibile per opzioni e futures
- **Market Maker (MM)**: obbligo di rispondere alle richieste di quotazione, disponibile per le opzioni
- **Liquidity Provider (LP)**: obbligo di quotazione su base continuativa, disponibile per le opzioni.



Gli strumenti del Mercato IDEM

Mibo - Opzioni su indice

Le opzioni Mibo, ovvero le opzioni sull'indice FTSE MIB* sono state introdotte nel 1995 sul mercato IDEM di Borsa Italiana. Come ogni opzione, le Mibo sono dei contratti derivati che attribuiscono al compratore il diritto di comprare (opzione *call*) o vendere (opzione *put*) un'attività sottostante entro una certa scadenza e a un certo prezzo. Inizialmente il sottostante delle Mibo era costituito dall'indice Mib30 (il termine Mibo deriva, infatti, da *Mib option*), successivamente sostituito dall'indice FTSE MIB*; oggi, infatti, si parla più comunemente di opzioni sull'indice FTSE MIB*.

L'indice FTSE MIB*, sottostante delle Mibo, è un paniere di titoli che comprende le 40 maggiori società italiane ed estere quotate sui listini di Borsa Italiana. La selezione di queste società si basa su requisiti di liquidità e capitalizzazione. Le componenti dell'indice sono revisionate a marzo e settembre e il loro peso viene ricalcolato a marzo, giugno, settembre e dicembre. Oltre alle revisioni ordinarie ci sono dei ribilanciamenti straordinari che intervengono sull'indice in caso di operazioni sul capitale, in caso di variazioni importanti del flottante della società, a operazioni di *spin off* (lo scorporo di rami di azienda), a fusioni, al *delisting* (il ritiro delle azioni dal mercato) o all'ingresso di nuove società sul mercato nel caso in cui queste superino per capitalizzazione il 3% dell'intero mercato. Il metodo usato per questi calcoli è quello del *value weighted* che pondera il peso delle singole società in base, appunto, alla loro capitalizzazione e al loro peso sull'intero mercato.

L'indice FTSE MIB* è indicato in punti, per le opzioni su indice ogni punto vale 2,5 euro (moltiplicatore). Le dimensioni di un contratto di opzioni su indice risultano pari al prodotto tra il valore al quale l'opzione



Figura 46 - MIBO

può essere esercitata (*strike*) e il moltiplicatore. L'acquisto di un'opzione implica, infatti, che venga fissato uno *strike price* (o prezzo di esercizio) che rappresenta il valore al quale l'opzione può essere esercitata. Ad esempio se un investitore possiede due opzioni call sull'indice FTSE MIB* con uno *strike price* a 20.000 punti e l'indice quota 22.000 punti, il guadagno che l'investitore può realizzare è pari a 10.000 euro. Questa cifra si ottiene facendo la differenza fra il valore corrente dell'indice (22.000 punti) e lo *strike price* (20.000 punti) e moltiplicando il risultato (2.000 punti) per il moltiplicatore (2,5 euro nel caso delle opzioni sul FTSE MIB*) e per il numero delle opzioni (2). Si ottiene così il risultato di 10.000 euro.

L'opzione call attribuisce infatti al detentore, il diritto di comprare l'indice a 20.000 punti quando sul mercato diretto vale 22.000 punti. La differenza fra i due valori (valorizzata 2,5 euro a punto) costituisce il guadagno dell'investitore per ogni opzione. In realtà, però, bisogna ricordare che dal profitto dell'investitore va sottratto il premio pagato per acquistare l'opzione stessa. La liquidazione di questi contratti avviene in contanti.



Le opzioni sul FTSE MIB* sono opzioni di tipo europeo, quindi possono essere esercitate solo a scadenza e non durante tutta la vita dell'opzione, come avviene, invece, per le opzioni americane.

Ogni giorno sono negoziate sul mercato le quattro scadenze trimestrali del ciclo previsto per le opzioni. Sono inoltre contrattate le due scadenze mensili più vicine, le quattro scadenze semestrali oltre i 12 mesi con scadenza a giugno e le due scadenze annuali di dicembre per il terzo e quarto anno successivo a quello in corso. Per i contratti con scadenza pari o inferiore a 12 mesi gli "strike price" variano ad intervalli di 500 punti indice e su ciascuna scadenza vengono negoziati almeno 15 prezzi di esercizio, mentre per le scadenze oltre i 12 mesi gli "strike price" variano a intervalli di 1.000 punti indice e vengono negoziati 21 prezzi di esercizio.

Stock Options – Opzioni su azioni

Versatile. Le opzioni su azioni infatti permettono un elevato numero di strategie di investimento e possono essere utilizzate per realizzare una grande varietà di obiettivi. Tra questi, per esempio, gli obiettivi di rendimento di medio-lungo periodo, la copertura di investimenti in essere dal rischio di un ribasso del mercato, l'attuazione di strategie di investimento non realizzabili con altri prodotti finanziari. Come strumento derivato l'opzione nasce con l'obiettivo di proteggere dalle impreviste fluttuazioni dei prezzi l'investitore. Possono infatti anche essere utilizzate come una sorta di assicurazione per coloro che investono sui mercati azionari e si proteggono con questo strumento dai rischi insiti nell'operatività di Borsa.

Sul mercato IDEM le opzioni su azioni sono di tipo americano. Sono negoziate opzioni aventi come sottostanti i 47 titoli più liquidi del mercato italiano.

Alla scadenza, è prevista la consegna fisica dell'attività sottostante (*physical delivery*); l'investitore può tuttavia decidere di chiudere anticipatamente la posizione mediante la negoziazione di un contratto di segno opposto rispetto all'originale posto che in alcuni casi la consegna dell'azione può non essere la soluzione desiderata dall'investitore.

Le dimensioni del contratto

Il lotto minimo di negoziazione definisce la quantità di azioni controllate da un unico contratto d'opzione negoziato sul mercato IDEM e viene fissato da Borsa Italiana. Il lotto minimo è il "moltiplicatore" che occorre utilizzare per determinare la dimensione di un singolo contratto. Ad esempio, se il lotto minimo relativo all'opzione su X è pari a 1.000, ciò significa che ciascun contratto d'opzione su X, negoziabile sull'IDEM controlla 1.000 azioni.

La dimensione del contratto è un fattore necessario per calcolare il prezzo finale che l'investitore deve pagare all'acquisto dell'opzione: ipotizziamo un investitore che acquisti un'opzione put sul titolo X, scadenza aprile, *strike* 13,5; il premio dell'opzione è pari a 0,4590 euro. Al fine di determinare il prezzo dell'opzione su X, occorre moltiplicare il premio dell'opzione per il lotto minimo, pari a 1.000, ottenendo un ammontare di 459 euro, che l'acquirente dovrà pagare alla propria banca per acquistare l'opzione put.

FIB e Mini-FIB

Cosa sono il FIB e il Mini-FIB?

Il FIB e il miniFIB sono un contratti future sull'indice azionario FTSE MIB* ovvero contratti standardizzati che permettono di comprare o vendere l'indice di Borsa, ad una data futura, per un prezzo prefissato. La principale differenza tra il contratto FIB e il



contratto miniFIB è il moltiplicatore: il primo è pari a 5€ mentre il secondo è pari a 1€ ; la differenza del moltiplicatore agisce in modo diretto sul controvalore del contratto negoziato, rendendo ovviamente più accessibile il contratto Mini-FIB.

Chi acquista un contratto FIB/miniFIB apre una posizione lunga sul mercato (guadagna quando l'indice sale); viceversa, chi vende un contratto FIB/miniFIB assume una posizione corta sul mercato ovvero di vendita a termine dell'indice (guadagnando in caso di discesa dell'indice di riferimento). Alla scadenza del contratto non avviene uno scambio dei singoli titoli che compongono l'indice ma viene regolata la sola differenza monetaria (*cash settlement*) tra il valore del contratto al momento dell'acquisto/vendita e il valore alla scadenza dell'indice sottostante.

Opportunità di investimento e di trading

Il FIB e il miniFIB offrono all'investitore opportunità di:

- *trading*: partecipare ai movimenti rialzisti o ribassisti del mercato con un'unica decisione senza preoccuparsi di selezionare i singoli titoli e sfruttando l'effetto leva (illustrato nell'esempio riportato più avanti);
- diversificazione: avere accesso ai titoli più liquidi e ad elevata capitalizzazione del mercato azionario italiano con un'esposizione finanziaria contenuta;
- copertura (*hedging*): proteggere il proprio portafoglio azionario da condizioni di mercato sfavorevoli senza incorrere in elevati costi di transazione;
- sfruttare il diverso andamento della *performance* dell'indice azionario italiano rispetto alla performance di un singolo titolo, ovvero di indici

azionari internazionali, attraverso operazioni di arbitraggio.

L'esempio seguente riporta un'ipotetica operazione finanziaria che prevede l'utilizzo del miniFIB nella quale si possono identificare tre fra i possibili vantaggi di questo strumento; si nota facilmente che l'ipotetico investitore sfrutta la sua *view* di mercato (sia essa rialzista o ribassista), prende posizione su tutti i principali titoli del listino senza doverli acquistare direttamente e utilizza l'effetto leva che gli permette di moltiplicare il risultato economico del suo investimento.

Trading direzionale

Consideriamo un investitore che possiede aspettative rialziste sull'indice per i prossimi tre mesi. Tale opinione può essere tradotta in decisione di investimento mediante l'acquisto di un contratto miniFIB. Supponiamo che il prezzo di mercato del contratto miniFIB sulla scadenza più vicina a tre mesi sia pari a 22.000 punti indice. Il margine iniziale richiesto per l'apertura della posizione è pari a 2.200€ circa (10%¹² del valore di mercato del contratto). Ipotizziamo che l'investitore chiuda la posizione dopo due mesi, vendendo un contratto miniFIB con pari scadenza che quota in quel momento 24.000 punti. All'investitore verranno accreditati 2.000€ (24.000 – 22.000 punti indice moltiplicati per il valore di un punto indice, pari a 1€). Il rendimento ottenuto dall'investimento nel periodo considerato è pari a $2.000/2.200 = 91\%$ circa, quando il mercato, rappresentato dalla quotazione del contratto future miniFIB, è cresciuto meno del 10%.

Ben diversa è la possibilità di utilizzare questo strumento per finalità di copertura. Il prezzo del

¹² Il margine richiesto agli aderenti diretti del mercato per la posizione in MiniFIB è definito da Cassa di Compensazione e Garanzia in base alle condizioni di mercato; per maggiori informazioni: www.ccg.it. Il margine richiesto dall'intermediario al cliente finale può essere superiore a quanto richiesto da CC&G al singola aderente diretto.



contratto miniFIB segue linearmente il valore dell'indice FTSE MIB* e il rischio di prezzo relativo ad una posizione lunga in azioni, la cui performance sia correlata con quella dell'indice, può essere coperto (*hedging*) mediante la vendita di contratti miniFIB. In caso di ribasso del mercato, infatti, la posizione corta sul future genera un profitto che compensa la perdita generata sulla posizione in azioni. In questo caso, tramite l'utilizzo del contratto derivato, si minimizza il rischio di un investimento azionario in quanto si riduce l'incertezza sul risultato economico dello stesso in un determinato arco di tempo. Nell'esempio seguente si riporta una possibile strategia di *portfolio hedging* (copertura del portafoglio).

Portfolio hedging

Un investitore possiede un portafoglio di titoli quotati sul mercato italiano, avente un valore pari a 200.000€. Il valore del portafoglio è correlato all'andamento dell'indice FTSE MIB*, espressione della performance del mercato azionario italiano. Tuttavia, la correlazione non è completa: al variare dell'1% dell'indice FTSE MIB*, il valore del portafoglio azionario varia solo del 0,8%. Supponiamo che l'investitore tema un ribasso del mercato nei prossimi tre mesi ma mantenga aspettative positive sul medio/lungo periodo. Vorrebbe, quindi, attenuare gli effetti del ribasso di breve periodo del mercato sul suo portafoglio azionario, senza dover vendere le azioni che lo compongono. Se il valore di mercato del contratto miniFIB con scadenza tre mesi è pari a 20.000 punti indice, sarà possibile coprire la posizione in azioni mediante la vendita di 8 contratti miniFIB il cui valore complessivo è pari a 160.000€. Se l'indice FTSE MIB* subisce

un ribasso dell'1%, il portafoglio perderà lo 0,8% ovvero 1.600€ (200.000 per 0,8%) e tale perdita sarà perfettamente compensata dal guadagno ottenuto sulla posizione corta in miniFIB. Infatti, il valore del contratto miniFIB varia linearmente con il variare dell'indice FTSE MIB*, nel caso specifico, al ribasso dell'1% (200 punti indice). La differenza incassata dall'investitore sulla posizione corta in miniFIB è pari alla differenza tra il prezzo al momento della vendita degli 8 contratti miniFIB e il loro valore oggi, cioè 1.600€.

Infine è possibile utilizzare il miniFIB per effettuare *spread trading* ovvero una strategia di tipo relativo: l'investitore che non abbia aspettative sulla direzione del mercato italiano (rialzista o ribassista), può tuttavia avere un'opinione su quale mercato azionario avrà la performance migliore del FTSE MIB* in un determinato arco di tempo. Per esempio, una diversa aspettativa di crescita tra il mercato italiano e il mercato americano può essere tradotta in una decisione di investimento, assumendo posizioni opposte sull'indice FTSE MIB*, tramite il miniFIB, e sull'indice S&P500, tramite il contratto E-mini S&P500 quotato sul CME.

Un investitore pensa che il mercato americano avrà un performance decisamente migliore rispetto a quello italiano, su un orizzonte di tre mesi. L'investitore acquista un contratto mini e vende contestualmente un contratto miniFIB, entrambi con scadenza marzo 2009.

Oppure, un investitore *bullish* su un titolo X, in controtendenza rispetto alla totalità del mercato, per un periodo di 2-3 mesi. Acquista il titolo a pronti (cash) e vende contestualmente un contratto miniFIB scadenza marzo 2009.



Stock Futures – Futures su azioni

Sul mercato IDEM di Borsa Italiana sono oggi listati 48 *stock futures* sulle principali azioni *Blue Chip* di Borsa Italiana, per ciascuno dei quali sono identificate, tra l'altro:

- le scadenze negoziate (i 2 mesi più vicini e i 4 successivi del ciclo Marzo/Giugno/Settembre/Dicembre),
- il giorno di scadenza (il terzo venerdì del mese di scadenza alle 9:10),
- il numero di azioni sottostante il contratto (cd. lotto minimo).

Come per le opzioni su azioni, anche per gli *stock futures* alla scadenza, è prevista la consegna fisica dell'attività sottostante (*physical delivery*).

L'impiego tipico dei contratti futures su azioni quotati sul mercato IDEM è l'investimento sul sottostante, in quanto l'acquisto o la vendita del contratto equivalgono all'acquisto o alla vendita dell'azione sottostante. Il future è tuttavia preferito all'acquisto diretto dell'asset in quanto non richiede il versamento immediato del prezzo, né il ritiro dei titoli prima della scadenza. L'unico obbligo consiste nel versamento del margine iniziale e nella liquidazione giornaliera dei guadagni e delle perdite.

Per le posizioni in *stock futures*, il margine richiesto, stabilito dalla CC&G, equivale ad una percentuale del valore del contratto ed è differente a seconda dell'azione sottostante. Dal punto di vista operativo, ciò si traduce nel fatto che l'investitore che apre una posizione in futures su azioni non deve pagare il totale controvalore del contratto ma solo una parte, mentre gli utili/perdite vengono ovviamente calcolati sul controvalore complessivo della posizione.

Negli *stock futures*, come per qualsiasi strumento quotato sul mercato IDEM, i profitti e le perdite si realizzano giorno per giorno, grazie alla procedura di liquidazione giornaliera delle posizioni. A fine

giornata, la CC&G procede a calcolare i profitti e le perdite generati dalle posizioni in futures sulla base del prezzo di chiusura giornaliero e ad accreditarli o addebitarli sul relativo conto dell'intermediario presso la CC&G (margine di variazione giornaliero). Si tratta del principio del *marking to market* in base al quale i futures vengono regolati giornalmente piuttosto che alla scadenza così da poter meglio valutare l'opportunità di chiudere anticipatamente la posizione. Infine, i margini aggiuntivi infragiornalieri possono essere richiesti a discrezione della CC&G ai propri aderenti qualora durante la giornata di negoziazione si registrassero ampie variazioni dei prezzi rispetto alla chiusura del giorno precedente.



Il Mercato SeDeX

I segmenti del mercato SeDeX

Il mercato SeDeX è suddiviso in 4 segmenti:

Covered Warrant

- Plain vanilla
- Strutturati / esotici (Cap e Floor Warrant sui tassi, Warrant digitali, Alpha Warrant)

Certificates

- Investment (Classe A – Benchmark, Open End – Classe B - Capitale protetto, Bonus, Outperformance, Discount)
- Leverage (Mini Futures e Turbo & Short Certificates)

Sul mercato SeDeX è possibile negoziare diversi prodotti sui seguenti sottostanti:

- **Azioni** – italiane, europee, statunitensi e asiatiche
- **Indici** – **europei** (es. S&P/MIB, D.J. Eurostoxx 50, DAX, CAC40 e FTSE100), **extraeuropei** (es. S&P500, NASDAQ100, NIKKEI225, HANG SENG) e di **paesi emergenti** (es. Europa Orientale, Cina, India, Russia, Brasile, Sudafrica e Sudest Asiatico); indici **obbligazionari**, indici di **commodity**, indici di **valute** e indici **settoriali o tematici** (**climatici**, **energie alternative**, e **biotecnologia**)
- **Materie prime** – **metalli preziosi** (es. oro, argento, platino e palladio), **prodotti energetici** (es. petrolio, gas naturale) e **prodotti agricoli** (es. cacao, caffè, cotone, granturco)
- **Tassi** – tassi di interesse ufficiali (es. **Euribor a 3 mesi**), contratti future su titoli di stato

- **Valute** – principali tassi di cambio mondiali come **EUR/USD** e **EUR/YEN**
- **Panieri (basket)** – Sono comunemente denominati panieri o *basket* un insieme di attività finanziarie elencate nei punti precedenti. Ogni attività finanziaria che compone il *basket* ha un peso definito dall'emittente. I più diffusi sono i basket di azioni o indici che consentono agli emittenti di costruire sottostanti tematici per perseguire determinate idee di investimento.

Gli orari di negoziazione

Il mercato SeDeX apre alle ore 8.00 con una fase di cancellazione delle proposte che chiude alle ore 9.00; alle 9.05 apre la fase di negoziazione in continua che chiude alle 17.25 e infine dalle 18.00 alle 20.30 è possibile negoziare in After Hours. Non sono previste aste di apertura e di chiusura.

La liquidità del mercato

Anche sul mercato SeDeX esiste un **operatore specialista** con obblighi di quotazione. Tali obblighi mercato devono essere rispettati durante la fase di negoziazione in continua; se l'emittente decide di quotare i propri strumenti anche in after hours, gli obblighi di quotazione si prolungano anche a questa fase di mercato.

Lo **Specialist** è tenuto al rispetto dei seguenti obblighi:

- quotazioni continuative in acquisto e in vendita per il 100% della giornata
- ripristino quotazione max entro 5 minuti da applicazione anche parziale
- quantità minima di quotazione, definita da Borsa Italiana all'inizio delle negoziazioni (rivista almeno 2 volte l'anno)
- obblighi di *spread* massimo per Covered Warrant plain vanilla, Leverage Certificates e Investment Certificates di classe A.



Il rispetto degli obblighi dello *Specialist* è monitorato da Borsa Italiana (indicatore Epsilon = ϵ).

I *Certificates* e i *Covered Warrant* presenti sul mercato SeDeX seguono i normali orari di apertura della Borsa di Milano, quindi sono negoziabili dalle 09.05 alle 17.25 e dal punto di vista fiscale la tassazione è pari al 12,50% sulla plusvalenza maturata al pari dei titoli azionari. Essi sono tutti quotati in Euro, anche quando il sottostante è espresso in valuta diversa. In questo caso l'investitore dovrà porre particolare attenzione al rischio di cambio, poiché un eventuale deprezzamento della valuta di riferimento del sottostante potrebbe annullare gli eventuali guadagni conseguiti attraverso una performance positiva del medesimo sottostante.

Gli strumenti del mercato SeDeX

Investment Certificates

Sono strumenti negoziati nel **segmento Investment Certificates** e sono divisi in due classi, **A** e **B**.

La classe A comprende:

Benchmark - certificati che replicano linearmente l'attività sottostante prescelta (al netto dei flussi dei dividendi), infatti in ogni momento il loro prezzo sarà derivato da quest'ultima, senza l'utilizzo di ulteriori variabili. Alla scadenza rimborsano in modo automatico un importo pari al livello dell'indice sottostante, moltiplicato per il multiplo e convertito al tasso di cambio corrente, nel caso in cui l'indice di riferimento non sia espresso in euro. Tecnicamente, i certificati *benchmark* possono essere considerati come dei *covered warrant* di tipo *call*, caratterizzati dal fatto che il relativo *strike price* è pari a zero; lo stile di esercizio è di tipo europeo. Nel segmento si trovano anche *benchmark short* che permet-

tono di guadagnare quando l'attività sottostante si deprezza.

Open End - certificati che replicano linearmente l'attività sottostante prescelta e non prevedono una scadenza. L'assenza di una scadenza li rende utilizzabili anche in una strategia di medio-lungo termine, con la possibilità di suddividere l'investimento nel tempo e costruire un piano di accumulo. Si possono vendere in qualsiasi momento, senza commissioni di uscita, pagando il solo costo di negoziazione. L'investitore ha comunque facoltà di esercitarli nel corso della loro vita e lo stesso emittente può a un certo punto fissare una data di scadenza.

Quanto – tipo di *benchmark certificates* che a scadenza rimborsano in modo automatico il livello dell'indice moltiplicato per il multiplo, senza subire la conversione al tasso di cambio corrente, anche se espressi in valuta estera. In questo modo viene azzerata l'esposizione al rischio di cambio e tramutato il valore del sottostante direttamente in euro, in base al principio per cui 1 punto indice vale 1€.

La classe B comprende invece:

Bonus – certificati che garantiscono un rendimento minimo a scadenza (*bonus*) se, durante un periodo di osservazione prestabilito, l'attività sottostante non scende al di sotto di un valore predeterminato e definito barriera. Se la barriera viene raggiunta il certificato diventa un *benchmark*. Questi prodotti risultano particolarmente indicati per investitori aventi aspettative di mercato al rialzo, piuttosto che stabile o moderatamente ribassista, in quanto consentono di partecipare in maniera lineare all'attività del sottostante, con l'eccezione positiva data dal *bonus*.



Capitale Protetto – certificati che attribuiscono una totale o parziale protezione da eventuali deprezzamenti dell'attività sottostante (*Equity Protection*, Borsa Protetta). Questa categoria comprende anche gli *Airbag* (o *Planar*) che attenuano l'effetto di deprezzamenti dell'attività sottostante. Sono prodotti adatti per operatori con aspettative rialziste che desiderino limitare l'esposizione al rischio collegato con l'operazione senza rinunciare, però, ad una partecipazione ad una possibile performance positiva del sottostante. Alla scadenza gli *Equity Protection* sono automaticamente rimborsati in funzione della quotazione del sottostante rispetto al livello di protezione. Se il prezzo di riferimento del sottostante è minore o uguale alla protezione verrà rimborsato un importo pari alla protezione stessa moltiplicata per il multiplo, se invece il prezzo di riferimento è superiore alla protezione, verrà rimborsato un valore pari al livello del sottostante a scadenza commisurato a un fattore di partecipazione al rialzo e rapportato al multiplo.

Discount – certificati che a fronte di uno sconto sul prezzo di acquisto pongono dei limiti sui potenziali profitti (*Cap*). Sono strumenti che consentono di porre in essere strategie di investimento nel caso di aspettative di mercato stabili o moderatamente rialziste. Alla scadenza prevedono il pagamento di un importo che dipende esclusivamente dalla performance del sottostante; se il prezzo del sottostante è superiore al *cap*, viene corrisposto all'investitore una somma uguale al valore del *cap*, se invece risulta inferiore, viene liquidato il valore del sottostante.

Outperformance – famiglia di certificati molto ampia che al proprio interno contiene strumenti strutturati molto variegati. Quello che accomuna queste diverse tipologie di strumenti, e di qui il nome *outperformance*, è che al verificarsi di determinate condizioni i certificati permettono di partecipare in

misura più che proporzionale alle variazioni al rialzo o al ribasso dell'attività sottostante. Questi strumenti possono prevedere nella loro strutturazione barriere predeterminate tedi *autocallability* o di *knock-out*, pagamento di *coupon* e presenza di *cap* o di *floor*. Alcuni certificati, al raggiungimento di predeterminati valori dell'attività sottostante, possono estinguersi anticipatamente (*autocallability*) rispetto alla loro naturale scadenza.

Questa categoria comprende diverse tipologie di strumenti che i vari emittenti identificano con denominazioni proprie:

- *Step Up, Express, Express Coupon, Athena*
- *Twin Win, Twin Win Autocallable, Absolute, Up&Up*
- *Double Up, Double Chance, Super Stock*
- *Cash Collect*
- *Butterfly*.

Express – prevede la possibilità di rimborsare il certificato già al primo anno, oppure negli anni successivi fino all'anno precedente a quello di scadenza. Il rimborso anticipato è previsto se il prezzo osservato

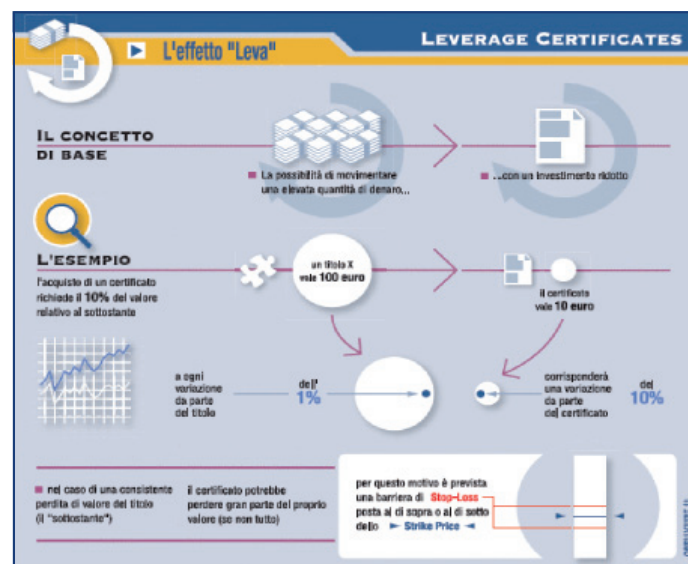


Figura 47 - Leverage Certificates



è superiore o uguale al prezzo di emissione. In qualsiasi caso se la performance negli anni risulta negativa verrà comunque rimborsato il capitale iniziale (capitale garantito). Normalmente per la performance negativa viene fissata una barriera; se le performance negative superano questa barriera sarà come aver investito direttamente nel sottostante, e il capitale verrà decurtato di un importo pari alla performance negativa. Questi strumenti in generale sono interessanti perchè hanno un lotto minimo di sottoscrizione pari a 100€; quindi sono molto utili per diversificare il portafoglio.

Twin Win – è uno strumento che permette di guadagnare sia dal rialzo che dal ribasso del mercato; il guadagno infatti dipende dalla variazione assoluta del sottostante. L'unica avvertenza importante in caso di variazione negativa, è di verificare che durante la vita del certificato non sia mai stata raggiunta una barriera posta al di sotto del livello iniziale. In caso si verifichi l'evento barriera, lo strumento si modifica e non trasforma più il deprezzamento del sottostante in una performance positiva di pari ampiezza.

Twin Win Autocollabile – certificato che a scadenza prevede un meccanismo di rimborso identico a quello dei *Twin Win*, ma che analogamente agli *express certificates* prevede l'opzione di rimborso anticipato.

Cash Collect – a scadenza rimborsano solo il capitale e prevedono un sistema di rendimento cedolare durante la vita del certificato. Si ricorda però che il capitale e il rendimento non godono di garanzia in quanto dipendono dall'andamento del sottostante. Infatti le cedole vengono pagate se l'indice è almeno pari al livello di emissione, mentre il rimborso del valore nominale può variare a seconda delle performance registrate dal sottostante. Se non si sono registrate performance negative superiori alla barriera stabilita, verrà rimborsato l'intero importo nominale, in caso contrario questo valore subirà una variazione in base alla performance negativa che eccede la barriera.



Figura 48- Covered Warrant plain vanilla

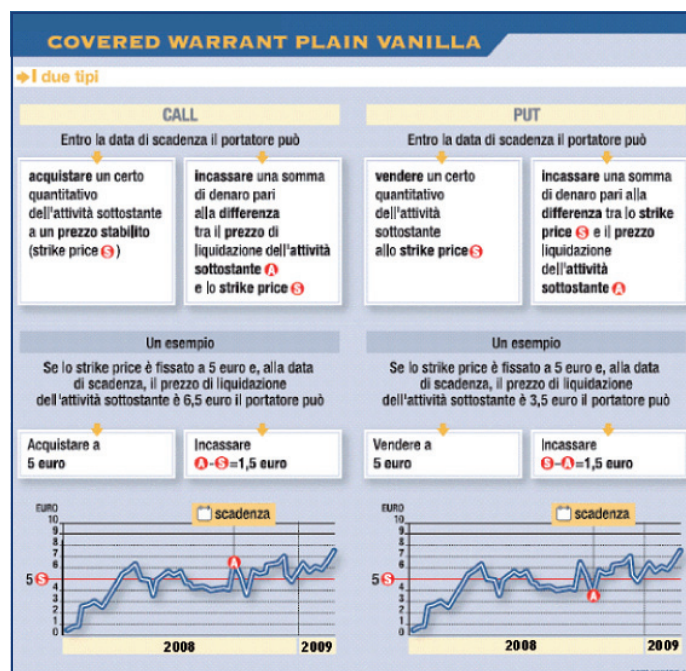


Figura 49 - Covered warrant plain vanilla - tipologie



Butterfly – prende il nome dalla omonima strategia, acquisto di una call con *strike* basso, una con *strike* elevato e vendita di due call con *strike* intermedio (molto vicino all'*at the money*). Questa tipologia di certificato intende sfruttare i movimenti laterali del mercato.

Leverage Certificates

A questi strumenti è dedicato uno specifico segmento del mercato SeDeX di Borsa Italiana. Replicano l'andamento dell'attività sottostante permettendo di partecipare, con effetto leva, alla performance dello stesso. In caso di andamento sfavorevole del sottostante è prevista l'estinzione anticipata dello strumento al raggiungimento della barriera di *stop-loss*. La versione rialzista di questi strumenti è chiamata *bull*, mentre quella ribassista è chiamata *bear*. Con riferimento all'effetto leva presente in questi prodotti, occorre rilevare che la variazione in euro del prezzo dello strumento è pressoché la stessa del sottostante, in quanto il delta degli *stop loss bull* e *bear* si attesta attorno al 100%. Inoltre è possibile constatare che quanto più il valore corrente del sottostante è vicino alla barriera, tanto minore sarà il prezzo del certificato e l'effetto leva ne risulterà amplificato. Questi strumenti finanziari si adattano maggiormente a strategie di investimento più speculative e con orizzonti temporali mediamente di breve periodo.



Figura 50 - Covered Warrant strutturati esotici

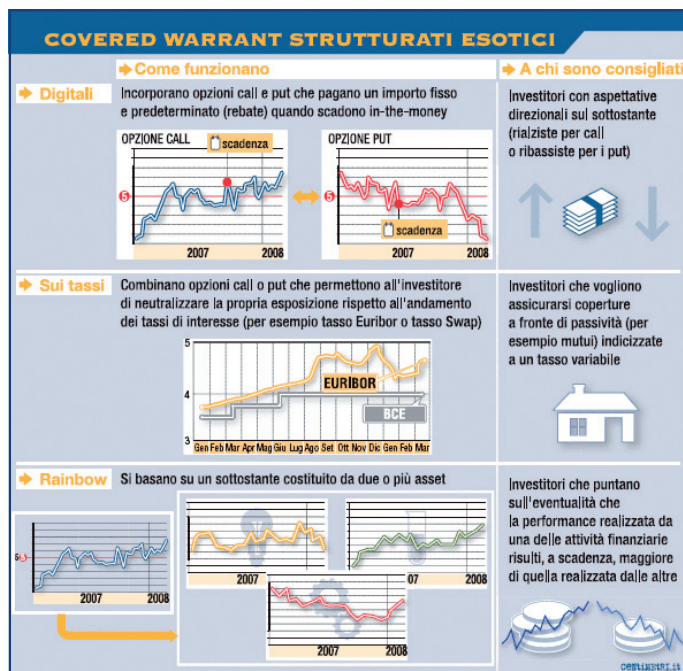
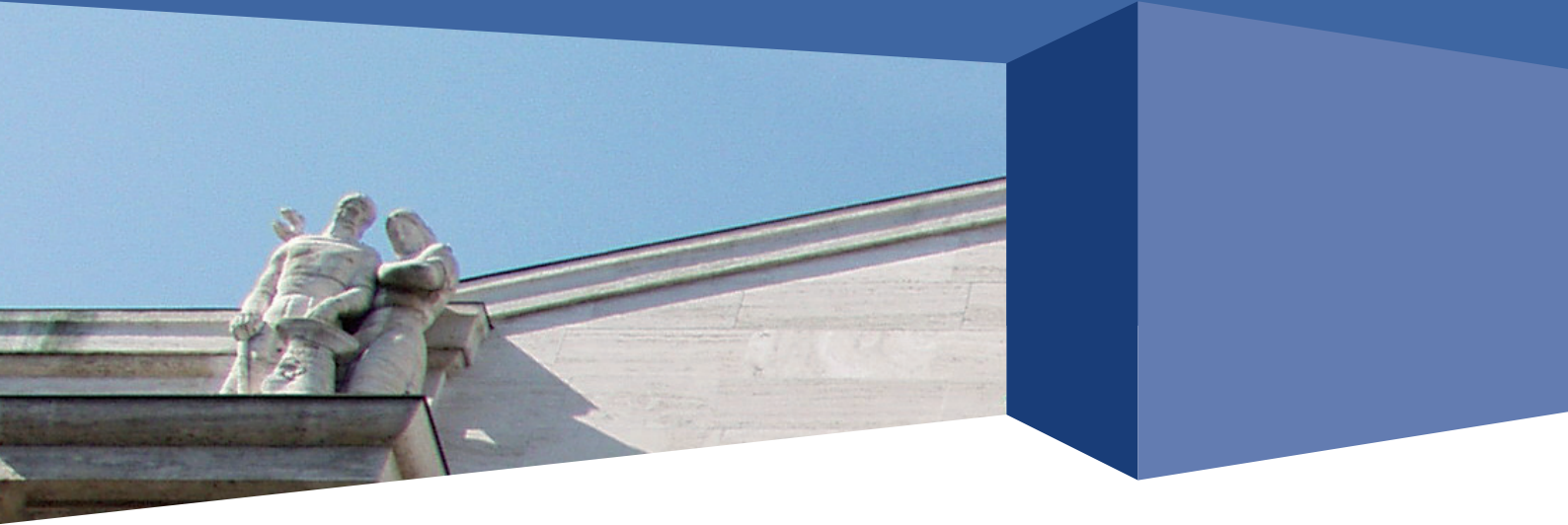


Figura 51 - Covered Warrant strutturati esotici - summary



Covered Warrant Plain Vanilla

I **covered warrant plain vanilla** rappresentano la categoria più semplice di covered warrant, in quanto incorporano unicamente una facoltà di acquisto (covered warrant call) o di vendita (covered warrant put).

L'esercizio di un covered warrant può comportare la consegna fisica del sottostante (*physical delivery*) oppure la liquidazione monetaria della differenza (*cash delivery*), se positiva, tra il prezzo dell'*underlying* e lo *strike price* (nel caso di covered warrant call) o della differenza, se positiva, tra lo *strike price* e il prezzo dell'*underlying* (nel caso di covered warrant put).

Sulla base della facoltà che attribuiscono al loro possessore si distinguono:

- **Covered Warrant Plain Vanilla Call:** conferiscono la facoltà al portatore di acquistare, alla data di scadenza (o entro la data di scadenza), un certo quantitativo dell'attività sottostante ad un prezzo prestabilito (*strike price*), ovvero, nel caso di strumenti per i quali è prevista una liquidazione monetaria (*cash delivery*), di incassare una somma di denaro determinata come differenza tra il prezzo di liquidazione dell'attività sottostante e lo *strike price*, se positiva.
- **Covered Warrant Plain Vanilla Put:** conferiscono la facoltà al portatore di vendere, alla data di scadenza (o entro la data di scadenza), un certo quantitativo dell'attività sottostante ad un prezzo prestabilito (*strike price*), ovvero, nel caso di strumenti per i quali è prevista una liquidazione monetaria (*cash delivery*), di incassare una somma di denaro determinata come differenza tra lo *strike price* e il prezzo di liquidazione dell'attività sottostante, se positiva.

Il covered warrant *plain vanilla* si differenzia dall'opzione oltre che per il fatto di essere un titolo e non

un contratto, per una maggiore durata e per la mancanza di un sistema di margini.

Covered Warrant Strutturati/Esotici

I covered warrant strutturati o esotici si differenziano dai *plain vanilla* per il fatto che **incorporano una combinazione di più opzioni call e/o put** oppure di alcune opzioni esotiche (es. le opzioni digitali), strumenti finanziari derivati che presentano caratteristiche speciali e comunque diverse da quelle che regolano il funzionamento di un'opzione ordinaria, che conferiscono allo strumento una maggiore complessità.

Sulla base della tipologia delle attività sottostanti si distinguono in:

- **digitali:** opzioni call e put che pagano un importo fisso e predeterminato (chiamato *rebate*) quando scadono *in-the-money*. Come le call (put) *plain vanilla*, quando a scadenza il sottostante è inferiore (superiore) allo *strike* si estinguono senza valore, mentre se è maggiore (minore) rimborsano un *rebate*, il cui ammontare è predefinito e indipendente dall'ampiezza della differenza tra sottostante e *strike*. Sono strumenti adatti ad investitori con aspettative direzionali sul sottostante (rialziste per i call o ribassiste per i put);
- **su tassi:** strumenti costituiti da combinazioni di opzioni call o put che permettono all'investitore di neutralizzare la propria esposizione rispetto all'andamento dei tassi di interesse sia a breve che a lungo termine (ad esempio tasso Euribor o tasso Swap); in particolare possono essere utilizzati per coperture a fronte di passività (ad esempio mutui) indicizzate a un tasso variabile;
- **rainbow:** covered warrant il cui sottostante è costituito dal rapporto tra due asset, l'*asset long* e l'*asset short*. Ciascuno dei due asset può essere costituito da un *basket* di sottostanti.



Questo tipo di prodotto consente di puntare su una performance dell'*asset long* a scadenza maggiore di quella realizzata dall'*asset short*. Il prezzo dei *rainbow* è influenzato oltre che dalla volatilità dei sottostanti anche dalla correlazione che intercorre tra l'*asset long* e l'*asset short* e nel caso di *basket* anche dalla correlazione diretta tra i componenti del *basket* stesso.

Gli ETF

Cos'è un ETF?

ETF è l'acronimo di *Exchange Traded Fund*, un termine con il quale si identifica una particolare tipologia di fondo d'investimento o Sicav con due principali caratteristiche:

- è negoziato in Borsa come un'azione;
- ha come unico obiettivo d'investimento quello di replicare l'indice al quale si riferisce (*benchmark*) attraverso una gestione totalmente passiva.

Un ETF riassume in sé le caratteristiche proprie di un fondo e di un'azione, consentendo agli investitori di sfruttare i punti di forza di entrambi gli strumenti:

- diversificazione e riduzione del rischio propria dei fondi;
- flessibilità e trasparenza informativa della negoziazione in tempo reale delle azioni.

Gli ETF sono caratterizzati inoltre da un innovativo meccanismo di funzionamento, definito "*creation/redemption in kind*" ("sottoscrizione/rimborso in natura"), che consente una puntuale replica dell'indice e un maggior contenimento dei costi rispetto ad un fondo tradizionale.

Acquistando un ETF è possibile prendere posizione su un indice di mercato (S&PMIB, DAX, Nasdaq100, S&P50...) in tempo reale con una sola operazione ad un prezzo che riflette il valore del fondo in quel preciso momento e che va a replicare passivamente la performance dell'indice stesso.

Va considerato però che qualora la valuta di riferimento dell'indice sia differente da quella di negoziazione (che è sempre l'euro), il rendimento dell'ETF potrà divergere da quello del *benchmark* per effetto della svalutazione/rivalutazione di tale valuta nei confronti dell'euro.

Gli ETF presentano una commissione totale annua (TER) ridotta e applicata automaticamente in proporzione al periodo di detenzione, mentre nessuna commissione di "Entrata", di "Uscita" e di "Performance" è a carico dell'investitore. Il risparmiatore deve solo considerare le commissioni applicate dalla propria banca/Sim per l'acquisto e la vendita sul mercato. Inoltre poiché il lotto minimo di negoziazione è sempre pari ad una quota/azione l'investitore potrà acquistare un ETF investendo anche solo poche centinaia di euro.

I dividendi o gli interessi che l'ETF incassa a fronte delle azioni detenute nel proprio patrimonio (nonché i proventi del loro reinvestimento) possono essere distribuiti periodicamente agli investitori o capitalizzati stabilmente nel patrimonio dell'ETF stesso. In entrambi i casi il solo beneficiario è l'investitore.

Per l'investitore operare sul mercato degli ETF è molto semplice: un ETF si compra e si vende infatti come un'azione sul Mercato Telematico degli OICR aperti ed ETC (ETFplus) di Borsa Italiana dalle 09:05 fino alle 17:25 (negoziazione in continua senza aste).

Un aspetto molto importante che riguarda l'operatività sugli ETF è la liquidità, cioè la facilità con la quale è possibile costruire o smobilizzare una posizione. Va sottolineato che il meccanismo di creazione e rimborso in natura degli ETF richiede ai partecipanti autorizzati di operare sui titoli presenti nell'indice *benchmark* al fine di creare nuove quote/azioni o chiederne il rimborso. Di conseguenza si crea un legame tra liquidità dell'ETF e liquidità del mercato sottostante, per cui le condizioni di *spread* e di controvalore delle proposte presenti sul book



di negoziazione sono le medesime che si potrebbero fronteggiare operando direttamente sui titoli componenti l'ETF. Ad ogni modo, al fine di garantire la massima liquidità, Borsa Italiana richiede che per ogni ETF quotato sul mercato ETFplus sia presente uno *Specialist* con obblighi di quotazione in continua ("spread massimo *bid-ask*" e "quantità minima esposta"). Inoltre eventuali *Liquidity Providers* (*market maker* non ufficiali) che pur non avendo obblighi di quotazione espongono ordini in conto proprio contribuiscono a fornire ulteriore profondità e ampiezza al book di negoziazione.

Per operare sugli ETF è necessario inoltrare l'ordine di acquisto / vendita attraverso la propria Banca / Sim utilizzando gli usuali canali (Internet, sportello, promotore, call center ecc..), per cui di fatto il *trading* su questo strumento è analogo a quello delle azioni.

Date le sue caratteristiche, l'ETF si presta a varie modalità d'impiego: investimento di medio/lungo termine, *trading* anche di tipo *intraday* e vendita allo scoperto al fine di prendere una posizione ribassista sull'indice *benchmark*. La possibilità di diversificare facilmente il portafoglio, la precisione con cui viene replicato l'indice *benchmark* e i bassi costi di gestione fanno sì che l'ETF sia particolarmente adatto anche alla costruzione di un piano di accumulo (PAC) attraverso investimenti periodici, anche di piccola entità, effettuati dai singoli investitori.

Gli ETF non sono esposti ad un rischio di insolvenza (e di conseguenza non richiedono un *rating*) neppure nel caso in cui le società che ne hanno curato o curano le attività di costituzione, gestione, amministrazione ecc... risultino insolventi. Questo perché gli ETF quotati su Borsa Italiana sono, a seconda dello strumento, o Fondi Comuni di Investimento oppure Sicav che, come noto, hanno un patrimonio separato rispetto a quello delle società appena menzionate.

Non deve invece essere dimenticato che gli ETF sono ovviamente esposti al rischio che le azioni, le obbligazioni e gli altri strumenti in cui è investito il loro patrimonio perdano valore.

Gli ETF strutturati

Cos'è un ETF strutturato?

Gli ETF strutturati sono degli OICR, cioè dei fondi o delle Sicav negoziabili in tempo reale come delle azioni gestite con tecniche volte a perseguire rendimenti che non sono solo in funzione del mercato a cui fanno riferimento, ma che possono essere volte:

- alla protezione del valore del portafoglio pur partecipando agli eventuali rialzi dell'indice di riferimento (ETF *protective put*);
- a partecipare in maniera più che proporzionale all'andamento di un indice (ETF a leva);
- a partecipare inversamente ai movimenti del mercato di riferimento (ETF *short* con o senza leva);
- alla realizzazione di strategie d'investimento più complesse come ad esempio la strategia cosiddetta *buy-write* o *covered call* che prevede l'assunzione di una posizione lunga sul *benchmark* e la contestuale vendita di un'opzione sull'indice stesso con *strike out of the money* del 5%.

L'elemento che accomuna gli ETF strutturati agli ETF è la politica d'investimento che si può sinteticamente definire "passiva" in considerazione del fatto che una volta definito il modello matematico in base al quale il patrimonio sarà gestito, la discrezionalità lasciata al gestore è limitata. Come per gli ETF indicizzati, le quote possono essere create e riscattate continuamente da parte degli intermediari autorizzati (*authorised participant*), assicurando che il prezzo di mercato sia sempre allineato al NAV del fondo.



La fiscalità degli ETF e degli ETF strutturati

Redditi Diversi e Redditi di Capitale

I guadagni o le perdite derivanti dalla negoziazione di azioni si definiscono redditi diversi (*alias* “plusvalenze”/“minusvalenze”). I dividendi staccati dalle azioni stesse invece sono classificati all'interno dei redditi di capitale. La normativa fiscale consente di compensare redditi diversi con redditi della medesima natura (*alias* di compensare le “plusvalenze” appena realizzate con eventuali “minusvalenze” pregresse), e quindi non consente di compensare redditi di capitale con redditi diversi.

Gli ETF, cosiddetti “armonizzati”, sono equiparati a livello regolamentare e fiscale non alle azioni ma ai Fondi e alle Sicav: i redditi conseguenti dalla negoziazione di ETF non vengono di conseguenza classificati semplicemente come redditi diversi, ma sono divisi in due componenti.

La prima componente, che la normativa fiscale ha inquadrato come redditi di capitale, è calcolata come differenza tra il NAV del giorno di vendita e il NAV del giorno di acquisto. Se il regime fiscale prescelto dall'investitore è quello del risparmio amministrato a questa differenza, se positiva, si applica la consueta aliquota sostitutiva del 12,5% che vale a titolo d'imposta.

La seconda componente è dovuta al fatto che i prezzi a cui l'investitore acquista/vende sul mercato le quote dell'ETF sono generalmente diversi dal NAV. Questo avviene perché il prezzo di mercato dei *trackes* riflette il valore corrente delle azioni che lo compongono mentre il NAV è calcolato generalmente sui prezzi di chiusura. Questa seconda componente, che la normativa fiscale ha definito come redditi diversi, si calcola nel seguente modo:

(Prezzo Vendita dell'ETF – Prezzo Acquisto dell'ETF)

–
(NAV giorno di Vendita – NAV giorno di Acquisto)

Anche a questa seconda componente, se positiva, si applica l'aliquota del 12,5% che vale a titolo d'imposta. Se la differenza tra i NAV è superiore alla differenza dei prezzi l'investitore accumula minusvalenze anche in corrispondenza di un delta prezzi positivo.

Come detto la normativa non consente di compensare redditi di capitale con redditi diversi, e quindi non consente di compensare i redditi di capitale (prima componente) realizzate con gli ETF con le perdite (minusvalenze) pregresse con azioni. La seconda componente è però solitamente di entità molto più limitata rispetto alla prima.

Un facile esempio può essere d'aiuto per comprendere meglio questo meccanismo:

Prezzo Acquisto dell'ETF = 100

Prezzo Vendita dell'ETF = 110

NAV del giorno di acquisto = 101

NAV del giorno di vendita = 109

Imposte su redditi di capitale =
12,5%*(109-101) = 1 Euro

Imposte su redditi diversi =
12,5%*[(110-100)-(109-101)] = 0,25 Euro

Le imposte totali da pagare in questo caso sarebbero redditi di capitale + redditi diversi = 1,25 Euro. Se però l'investitore ha delle minusvalenze pregresse da recuperare i 0,25 Euro di redditi diversi vanno in detrazione del monte minusvalenze e quindi paga al fisco solo 1 Euro di Redditi di Capitale.

Gli ETC

Cosa sono e come funzionano

Gli **ETC** sono titoli senza scadenza emessi da una società veicolo a fronte dell'investimento diretto o in materie prime o in contratti derivati su materie prime.

Il prezzo degli ETC è quindi legato direttamente o indirettamente all'andamento del sottostante, esattamente come il prezzo degli ETF è legato al valore dell'indice a cui fanno riferimento.

Gli ETC rispondono all'esigenza di poter prendere posizione su una singola materia prima, possibilità preclusa agli ETF che, in quanto fondi o Sicav, devono garantire un certo grado di diversificazione ai sensi della Direttiva sugli Organismi d'Investimento Collettivi del Risparmio (UCITS III).

In sintesi un ETC consente di:

- accedere direttamente al mercato delle *commodities*: Gli ETC replicano la performance di una singola *commodity* o di indici di *commodities*, grazie all'investimento diretto da parte della società emittente nella materia prima fisica (ETC fisici o *physically-backed*) o in contratti derivati sulla materia prima stipulati con controparti nel mercato delle *commodities* nei confronti delle quali si sostiene un rischio di credito. In questo secondo caso gli ETC consentono agli investitori di avere un'esposizione simile a quella che si otterrebbe gestendo una posizione in acquisto in contratti future senza leva finanziaria
- rimanere costantemente allineato alle performance delle materie prime: A differenza di una posizione in future, gli ETC non comportano la necessità di riposizionarsi da un contratto future ad un altro, non richiedono nessun margine e non comportano altre spese di intermediazione/sostituzione dei contratti derivati in scadenza in quanto tali attività sono incorporate nello strumento
- gli ETC che investono direttamente nelle



Figura 52 - ETC

materie prime consentono di evitare gli oneri e i rischi legati al loro stoccaggio ed eliminare il rischio di controparte

- ottenere un'esposizione ad un rendimento assoluto (*total return*). In caso di ETC legati al prezzo di contratti future sulla materia prima, il risparmiatore ha accesso ad un rendimento assoluto che comprende tre diverse componenti:
 - rendimento spot: è quello derivante dall'oscillazione del prezzo del future della materia prima sottostante;
 - rendimento legato al *rolling* (che può essere positivo o negativo): è il rendimento associato all'attività di sostituzione dei contratti future in scadenza che consente di mantenere la posizione sul sottostante; è negativo (riporto) quando il contratto in scadenza ha un prezzo inferiore di quello successivo, è positivo (deporto) nel caso opposto;
 - rendimento del collaterale: è l'interesse che si ottiene dall'investimento del collaterale (l'acquisto di un future non richiede infatti alcun investimento se non il mantenimento di un margine che però è anch'esso remunerato);
 - va inoltre considerato che gran parte delle materie prime sono trattate in dollari per cui il valore dell'investimento sarà influenzato positivamente o negativamente dall'andamento del tasso di cambio EUR/USD.



- accedere al mercato delle *commodities* ad un costo molto contenuto: nessuna commissione di “entrata”, di “uscita” e di “performance” è a carico dell’investitore, le commissioni di gestione sono contenute e sono applicate in proporzione al tempo di possesso del titolo attraverso la riduzione della quantità di materia prima di cui si ha diritto. Infine come per l’acquisto di un qualsiasi altro titolo sul mercato vanno considerate le commissioni applicate dalla propria banca/SIM.

Anche per gli ETC esiste un mercato primario e un mercato secondario. Il mercato primario, accessibile esclusivamente agli intermediari autorizzati, consente la sottoscrizione e il rimborso dei titoli su base giornaliera al valore ufficiale dell’ETC, per gli ETC *physically-backed* è prevista la possibilità di effettuare la sottoscrizione anche in natura, ossia

consegnando all’emittente direttamente la materia prima.

Questo meccanismo consente agli intermediari specializzati di effettuare arbitraggi che fanno sì che il prezzo degli ETC sia sempre costantemente allineato al valore di mercato della materia prima sottostante.

Il mercato secondario è rappresentato dalla Borsa, dove tutti gli altri investitori possono negoziare gli ETC al prezzo determinato dalle migliori proposte in acquisto e in vendita presenti sul book di negoziazione.

ETC physically-backed

Gli ETC fisici o *physically-backed* sono ETC garantiti da materie prime depositate presso i caveau di una banca incaricata dall’emittente, perciò il loro valore

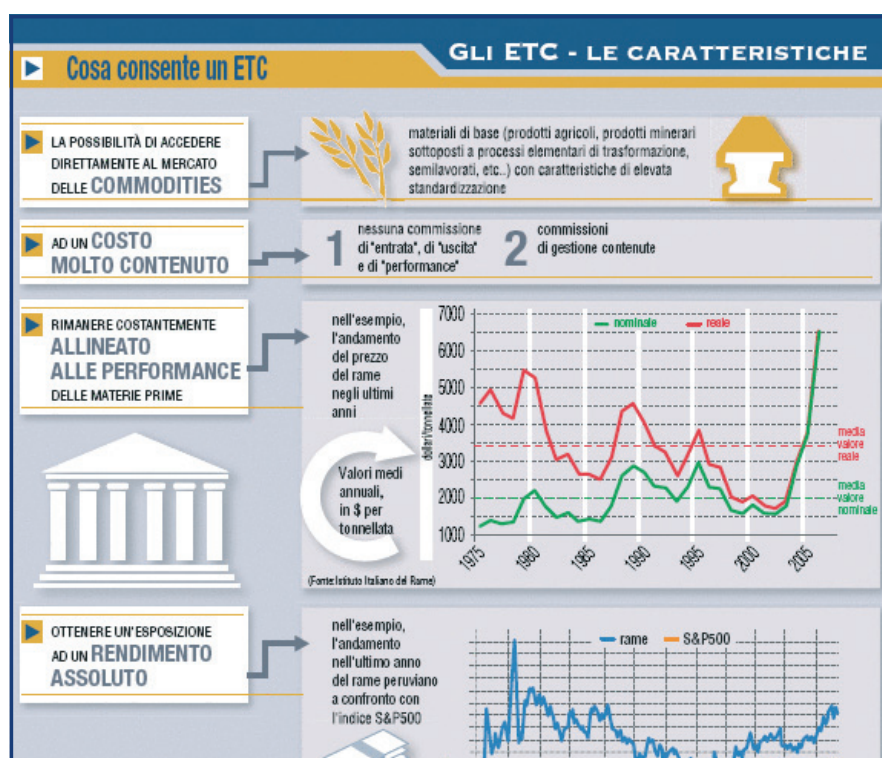


Figura 53 - ETC, caratteristiche



è strettamente legato all'andamento del prezzo *spot* della materia prima eventualmente convertito in Euro nel caso in cui la valuta di negoziazione di quest'ultima sia diversa dalla divisa europea.

Gli ETC fisici consentono quindi agli investitori di ottenere un'esposizione simile a quella che potrebbero conseguire comprando e conservando autonomamente la materia prima fisica, ma con il vantaggio di evitare i rischi e i costi legati alla loro gestione (immagazzinamento, custodia, assicurazione ecc.), nonché abbattendo il rischio emittente.

Gli ETC fisici rappresentano la scelta tecnica ottimale nel caso in cui la *commodity* sottostante abbia un elevato valore intrinseco, non sia deperibile e risulti facilmente stoccabile secondo standard di "good delivery" generalmente riconosciuti. Per questo motivo gli ETC fisici sono generalmente utilizzati per replicare la performance di metalli preziosi come oro, argento, platino e palladio e non di prodotti agricoli, metalli industriali o *commodities* legate all'energia per le quali si pongono problemi di

conservazione o di stoccaggio.

Gli ETC *physically-backed* condividono con gli ETF il medesimo meccanismo di funzionamento definito come *creation e redemption in kind* (creazione e rimborso in natura), sulla base del quale investitori istituzionali autorizzati (*authorised participants*) possono richiedere la creazione o il rimborso degli ETC fisici scambiando con il depositario l'esatta quantità di materia prima controllata da ciascun ETC per un determinato lotto minimo (mercato primario). Questa procedura assicura che gli ETC fisici siano effettivamente fungibili con la materia prima sottostante sia sotto il profilo del prezzo che di quello della liquidità che si crea sul mercato secondario, mercato nel quale gli ETC possono essere acquistati dagli investitori *retail* anche per controvalori minimi, considerando che il lotto minimo di negoziazione è di un solo titolo.

Gli ETC fisici presentano una commissione totale annua contenuta e applicata in proporzione al tempo di possesso del titolo attraverso la riduzione

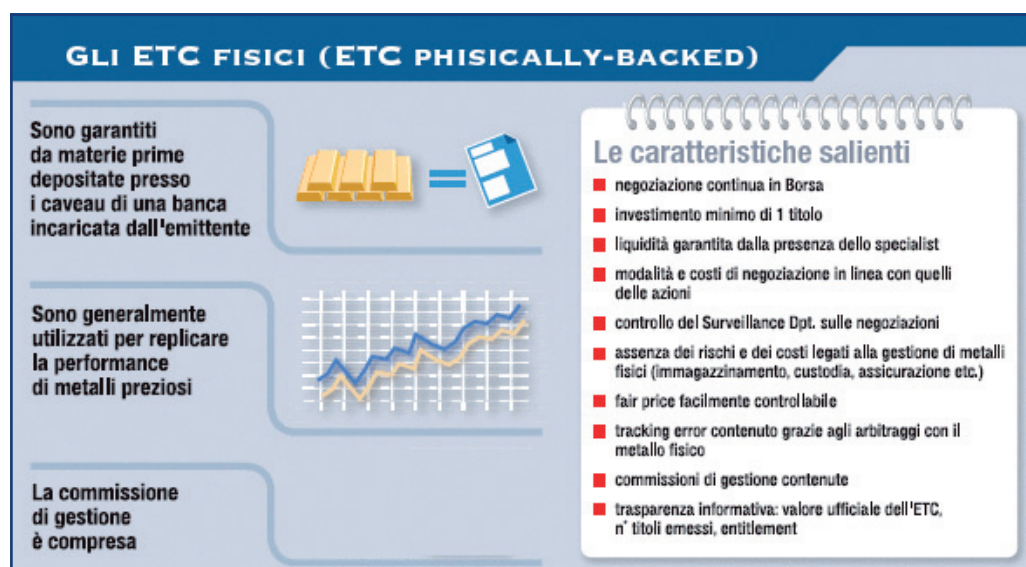


Figura 54 - ETC physically backed



della quantità di materia prima che ciascun ETC controlla (*entitlement*), mentre nessuna commissione di "Entrata", di "Uscita" e di "Performance" è a carico dell'investitore.

Il *fair price* di un ETC fisico può essere facilmente controllabile da qualsiasi risparmiatore in quanto è semplicemente dato dal prezzo corrente della *commodity* sottostante (ad esempio il prezzo spot di 1/10 di oncia troy di oro o di 1 oncia troy di argento) moltiplicato per l'*entitlement* (ed eventualmente diviso per il tasso di cambio).

Il Mercato ETFplus

Prodotti e segmenti

ETFplus è il mercato interamente dedicato alla negoziazione di ETF, ETF strutturati ed ETC, strumenti che, pur condividendo i medesimi meccanismi di funzionamento, presentano caratteristiche e peculiarità proprie.

Al fine quindi di facilitare i risparmiatori nell'attività di selezione degli strumenti che più si adattano al proprio profilo di rischio-rendimento e alle proprie aspettative, sono previsti tre segmenti.

- **ETF indicizzati** (ETF obbligazionari, ETF azionari)
- **ETF strutturati** (con effetto leva, senza effetto leva)
- **ETC** (Indici di *commodities*, Energia, Metalli industriali, Metalli preziosi, Prodotti agricoli, Bestiame).

Gli orari di negoziazione

Le negoziazioni degli ETF, ETF strutturati ed ETC si svolgono in continua dalle 9.05 alle 17.25 senza aste di apertura e di chiusura.

I contratti vengono conclusi mediante l'abbinamento automatico delle proposte in acquisto e in vendita

ordinate secondo criteri di priorità prezzo/tempo. Durante la negoziazione continua possono essere immesse, tramite il proprio intermediario, proposte con limite di prezzo o senza limite di prezzo e possono essere specificate, tra le altre, le modalità "valida fino a cancellazione" e "valida fino alla data specificata".

Specialist e liquidity provider

Come già sottolineato in precedenza la liquidità degli strumenti quotati su ETFplus dipende direttamente da quella dei titoli compresi nell'indice *benchmark* (grazie al meccanismo di creazione e rimborso in natura). Ad ogni modo la liquidità degli strumenti negoziati su ETFplus è assicurata dalla presenza costante su ciascun strumento di:

- **uno specialista**, che si assume obblighi sia in termini di quantità minima da esporre in acquisto e in vendita, sia in termini di massimo differenziale tra il prezzo cosiddetto denaro (*bid*) e il prezzo cosiddetto lettera (*ask*) e con l'obbligo di reintegro delle quotazioni entro 5 minuti in caso di applicazione. Borsa Italiana monitora il rispetto di questi impegni in via continuativa;
- **diversi liquidity provider**, che pur non avendo nessun obbligo di quotazione, espongono in conto proprio proposte di negoziazione in acquisto e vendita fornendo ulteriore liquidità agli strumenti.

Fondi Comuni di investimento

Cosa sono?

Un fondo comune è uno strumento di **gestione collettiva**: vengono raccolte le risorse finanziarie di diverse persone ed impiegate insieme sui mercati finanziari. In questo modo l'investitore, attraverso l'adesione a un fondo, affida i propri risparmi a uno o più professionisti della finanza, organizzati in una società di gestione. I *money managers* si occuperanno di ricercare il modo più redditizio per investire il patrimonio del fondo stesso scegliendo tra azioni, obbligazioni, liquidità e diversificando per aree geografiche, settori merceologici o capitalizzazione degli emittenti a seconda dei limiti operativi del fondo stesso. Il privato che sottoscrive le quote del fondo, anche con modesti capitali riesce a **diversificare** i

propri investimenti: con un ammontare di denaro elevato, infatti, si riesce a distribuire le risorse su un numero molto maggiore di titoli di quanto potrebbero fare i singoli sottoscrittori. In tal modo si dovrebbe riuscire a ridurre il rischio sistematico.

I fondi possono essere distinti in **fondi aperti** e **fondi chiusi**. I primi possono essere sottoscritti in ogni momento, ed in ogni momento è possibile ottenere il rimborso totale o parziale del capitale conferito. A tale scopo solitamente i fondi mantengono costantemente una parte del patrimonio in liquidità: la cosa può peggiorare le performance dello strumento finanziario, ma almeno garantisce il rapido ed agevole disinvestimento delle quote.

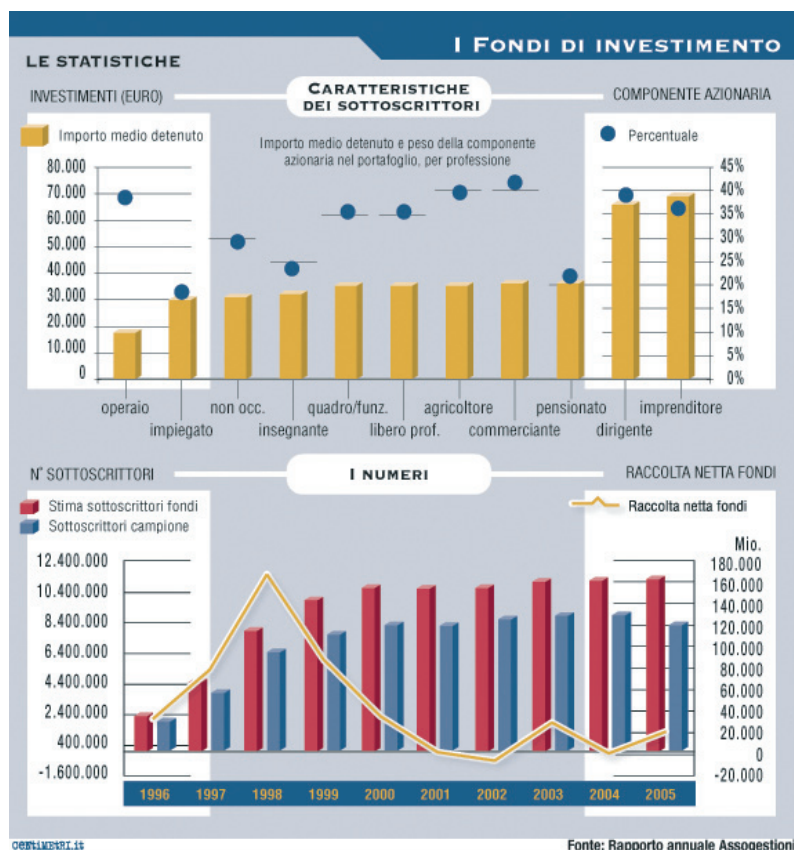


Figura 55 - Fondi di investimento



È possibile aderire ai fondi comuni aperti attraverso il collocamento da parte delle Società di Gestione stesse, delle Società di Intermediazione Mobiliare (tramite Promotori Finanziari) e degli Istituti di Credito.

I **fondi chiusi**, invece, hanno un patrimonio che è fissato e conferito all'atto della sua costituzione. Talvolta sono previste finestre temporali in cui è possibile effettuare nuovi investimento o chiedere il rimborso, ma solitamente tali possibilità sono abbastanza limitate e rare. Questi strumenti di investimento collettivi possono quindi essere sottoscritti solo in un certo lasso di tempo e la restituzione del capitale può essere richiesta solo alla scadenza del fondo o dopo un certo numero di anni. Al di fuori di questi periodi di tempo le quote di un fondo chiuso possono essere acquistate e vendute solo in Borsa. A fronte di una scarsa liquidabilità dell'investimento, i gestori in questo caso hanno la possibilità di pianificare impieghi più a lunga scadenza e non devono parcheggiare risorse in liquidità. In teoria, quindi, i fondi chiusi possono essere più redditizi.

Relativamente alla remunerazione dei sottoscrittori possiamo distinguere tra **fondi ad accumulazione di proventi**, che non distribuiscono i risultati di gestione agli investitori ma li reinvestono automaticamente nel fondo capitalizzandoli progressivamente e **fondi a distribuzione di proventi**, in cui cedole, dividendi e premi vengono versati direttamente ai risparmiatori.

I cosiddetti fondi a ombrello (*umbrella fund*) sono un gruppo di fondi fra loro complementari solitamente gestiti dalla medesima società. La particolarità principale sta nel fatto che l'investitore può più facilmente passare da un fondo all'altro, rapidamente e con spese limitate. Questo consente rotazioni settoriali o geografiche per meglio cogliere le varie opportunità dei mercati, ma anche il passaggio da un'*asset class* all'altra (ad esempio da fondi obbligazionari ad azionari).

Cosa sono i Fondi Comuni di Investimento?

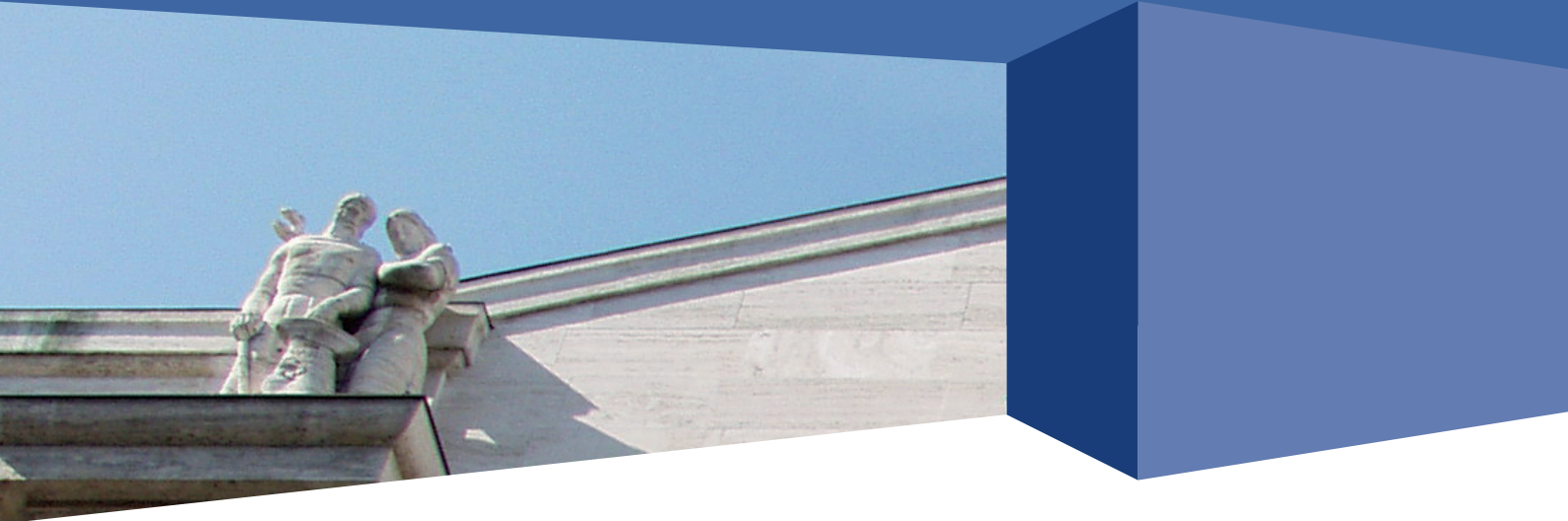
I fondi comuni di investimento sono istituti di intermediazione finanziaria che hanno lo scopo di investire i capitali raccolti dai risparmiatori. Il fine è quello di creare valore, attraverso la gestione di una serie di asset, per i gestori del fondo e per i risparmiatori che vi hanno investito.

Tre sono le principali componenti che caratterizzano un fondo comune di investimento (in seguito semplicemente fondo):

- i partecipanti del fondo, detti anche **fondisti**: sono i risparmiatori che investono nelle attività del fondo acquisendone quote tramite i propri capitali
- la **società di gestione**, ossia il fulcro gestionale dell'attività del fondo che ha la funzione di avviare il fondo stesso, di stabilirne il regolamento e di gestirne il portafoglio
- le **banche depositarie** che custodiscono materialmente i titoli del fondo e ne tengono in cassa le disponibilità liquide. Le banche hanno inoltre un ruolo di controllo sulla legittimità delle attività del fondo sulla base di quanto prescritto dalle norme della Banca d'Italia e dal regolamento del fondo stesso.

I costi sostenuti da chi entra in un fondo comune di investimento sono i seguenti:

- la **commissione d'ingresso** o di sottoscrizione che viene pagata al momento del primo versamento. In genere è inversamente proporzionale all'entità del proprio investimento (più si investe, meno si paga) ed è più elevata per i cosiddetti fondi azionari che per quelli bilanciati. Esistono anche dei fondi che non prevedono una commissione di ingresso: sono i cosiddetti *fondi no load*
- la **commissione di gestione** è invece il costo sostenuto dal fondista per la gestione del fondo. È calcolata su base annua, ma in genere corrisposta a cadenza semestrale, trimestrale o mensile



- l'**extracommissione di performance** è invece una commissione opzionale che alcuni fondi autodeliberano al fine premiarsi se grazie alla loro abilità il rendimento del fondo supera una certa soglia basata su parametri prestabiliti.

Quotidianamente è pubblicato sui giornali il valore unitario di ogni singola quota dei diversi fondi. Sul sito di Borsa Italiana è inoltre possibile seguire l'andamento dei prezzi delle quote dei vari fondi esattamente allo stesso modo in cui si segue l'andamento dei titoli azionari. I prezzi in questione incorporano già il rendimento del fondo.

Esistono varie tipologie di fondi comuni, le più note sono le tre seguenti:

- **Fondi azionari**, investono principalmente in azioni o in obbligazioni convertibili. Sono in genere più rischiosi, ma tendono a garantire rendimenti più
- elevati e garantiscono comunque oscillazioni inferiori a quelle dei titoli azionari semplici in quanto in genere bilanciano la loro componente azionaria con investimenti non azionari quali obbligazioni ordinarie, titoli di Stato e con la liquidità detenuta. Un altro modo con cui si ottiene in genere un bilanciamento dei rischi è quello di differenziare per area geografica e quindi anche per valuta gli investimenti del fondo.
- **Fondi obbligazionari**, si tratta di fondi che investono prevalentemente in obbligazioni ordinarie e in titoli di Stato: questo genere di fondi ha in genere il vantaggio di essere meno rischiosi, ma lo svantaggio di essere meno redditizi.
- **Fondi bilanciati**, sono dei fondi che mirano a bilanciare le diverse forme di investimento in modo da ottenere prestazioni e profili di rischio intermedi fra quelli dei fondi azionari e obbligazionari.

La pubblicazione del presente documento non costituisce attività di sollecitazione del pubblico risparmio da parte di Borsa Italiana S.p.A. e non costituisce alcun giudizio, da parte della stessa, sull'opportunità dell'eventuale investimento descritto.

Il presente documento non è da considerarsi esaustivo ma ha solo scopi informativi. I dati in esso contenuti possono essere utilizzati per soli fini personali. Borsa Italiana non deve essere ritenuta responsabile per eventuali danni, derivanti anche da imprecisioni e/o errori, che possano derivare all'utente e/o a terzi dall'uso dei dati contenuti nel presente documento.

I marchi Borsa Italiana, Expandi, IDEM, MOT, MTA, MTF, STAR, SeDeX, All STARS, MIB, MIB 30, MIBTEL, MIDEX, IDEX, ITEX, Bit Club, Academy, MiniFIB, DDM, EuroMOT, Market Connect, NIS, nonché il marchio figurativo costituito da tre losanghe in obliquo sono di proprietà di Borsa Italiana S.p.A.

Il marchio S&P è di proprietà di Mc Graw-Hill Companies Inc.

Il marchio FTSE è di proprietà di London Stock Exchange plc e di Financial Times Limited ed è utilizzato da FTSE International Limited sotto licenza.

Il marchio London Stock Exchange ed il relativo logo, nonché il marchio AIM sono di proprietà di London Stock Exchange plc.

I suddetti marchi, nonché gli ulteriori marchi di proprietà del Gruppo London Stock Exchange, non possono essere utilizzati senza il preventivo consenso scritto della società del Gruppo proprietaria del marchio.

La società Borsa Italiana è sottoposta all'attività di direzione e coordinamento di London Stock Exchange Group plc. Le società controllate da Borsa Italiana sono sottoposte all'attività di direzione e coordinamento di Borsa Italiana S.p.A. e di London Stock Exchange Group plc.

Il Gruppo promuove e offre i servizi Post Negoziante prestati da Cassa di Compensazione e Garanzia S.p.A. e da Monte Titoli S.p.A., secondo modalità eque, trasparenti e non discriminatorie e sulla base di criteri e procedure che assicurano l'interoperabilità, la sicurezza e la parità di trattamento tra infrastrutture di mercato, a tutti i soggetti che ne facciano domanda e siano a ciò qualificati in base alle norme nazionali e comunitarie e alle regole vigenti nonché alle determinazioni delle competenti Autorità.



© Febbraio 2009 Borsa Italiana - London Stock Exchange Group
Tutti i diritti sono riservati.

La società Borsa Italiana è sottoposta all'attività di direzione e coordinamento di London Stock Exchange Group plc. Le società controllate da Borsa Italiana sono sottoposte all'attività di direzione e coordinamento di Borsa Italiana S.p.A. e di London Stock Exchange Group plc. Il Gruppo promuove e offre i servizi Post Negoziazione prestati da Cassa di Compensazione e Garanzia S.p.A. e da Monte Titoli S.p.A., secondo modalità eque, trasparenti e non discriminatorie e sulla base di criteri e procedure che assicurano l'interoperabilità, la sicurezza e la parità di trattamento tra infrastrutture di mercato, a tutti i soggetti che ne facciano domanda e siano a ciò qualificati in base alle norme nazionali e comunitarie e alle regole vigenti nonché alle determinazioni delle competenti Autorità.

Private Investor Business Development

Derivatives Markets

Per informazioni:

T 02 72426.231

infoder@borsaitaliana.it

www.borsaitaliana.it/derivati