

carenze nell'attività di revisione e certificazione, sia alcuni comportamenti che hanno costituito gravi irregolarità. Le gravi irregolarità nelle funzioni di revisione e certificazione hanno contribuito a determinare una non corretta e fuorviante rappresentazione della situazione economico-patrimoniale ed operativa nel bilancio della società revisionata.

La Commissione ha inoltre assegnato a due società di revisione, ai sensi dell'art. 11, comma 1, D.p.r. 136/75, il termine di sei mesi entro il quale le stesse dovranno intraprendere interventi volti alla rimozione di una serie di carenze organizzative riscontrate.

In un caso il provvedimento si è reso necessario per la ricorrenza e diffusione di comportamenti censurabili, riconducibili ad una carente struttura organizzativa della società con riferimento, in particolare, al profilo del requisito professionale delle risorse umane incaricate della revisione e certificazione. L'adeguatezza del requisito professionale è infatti condizione indispensabile per l'efficacia e l'efficienza della struttura organizzativa e quindi, in ultima analisi, per un corretto svolgimento dell'attività di revisione e certificazione.

Nell'altro caso, il provvedimento è stato adottato a seguito di accertamenti svolti al fine di valutare la sussistenza del requisito dell'idoneità tecnica della società di revisione. Tali accertamenti hanno evidenziato la presenza di irregolarità rispetto alle regole tecniche previste nei principi di revisione del Consiglio nazionale dei dottori commercialisti; tali irregolarità sono riconducibili alla particolare situazione organizzativa che caratterizza la società di revisione in questione (ossia all'utilizzo di collaboratori professionali in modo discontinuo, tale da non permettere una corretta e compiuta esecuzione degli incarichi di revisione). In considerazione di quanto sopra rappresentato, la Commissione ha richiesto, alle società di revisione in questione, l'impiego delle risorse qualitativamente e quantitativamente necessarie allo svolgimento dell'attività di revisione. Una sintesi dell'attività svolta ai fini dell'approvazione degli incarichi di revisione e certificazione è riportata nelle tavole al.20 e al.21.

II. I MERCATI

Nel 1995, gli scambi di valori mobiliari quotati in borsa hanno avuto un andamento non uniforme tra i diversi comparti (Tav. II.1). Gli scambi di titoli azionari, compresi *warrant* e diritti, sono sensibilmente diminuiti: di conseguenza, anche a causa dell'aumento della capitalizzazione, il rapporto di *turnover* si è ridotto (Tav. aII.1).

Tav. II.1

**RIEPILOGO DEGLI SCAMBI SU VALORI MOBILIARI
QUOTATI IN BORSA**

(IN MILIARDI DI LIRE)

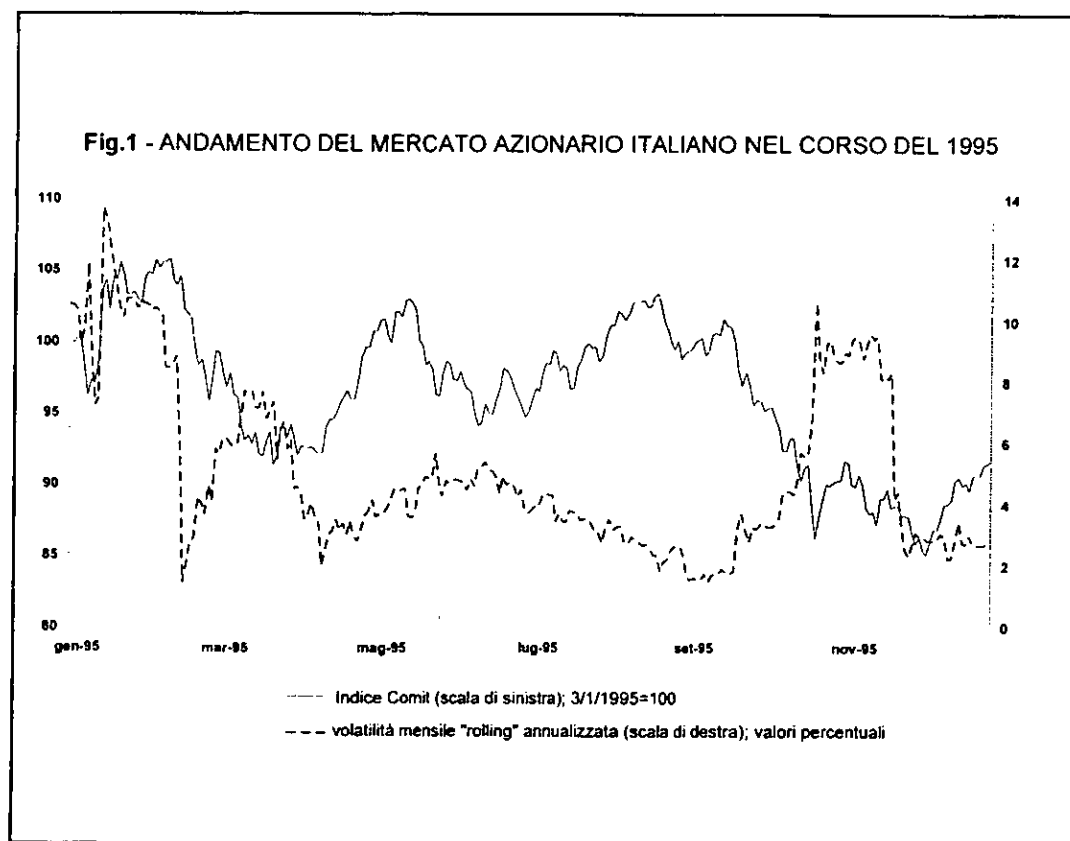
	1994	1995
SCAMBI DI AZIONI		
ITALIANE	189.942	140.288
ESTERE	67	53
BLOCCHI	13.476	10.488
FUORI MERCATO	1.093	462
ALTRI VALORI MOBILIARI		
WARRANT	9.875	4.496
OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI	1.253	1.739
DIRITTI	1.501	460
OBBLIGAZIONI	7.291	9.440
TITOLI DI STATO	107.474	164.970
STRUMENTI DERIVATI		
FUTURES SULL'INDICE MIB30 ¹	5.162	168.691
OPTIONS SULL'INDICE MIB30 ²	-	2.089

Fonte: Consiglio di borsa.

¹ Inizio il 28.11.94.² Inizio il 15.11.95.

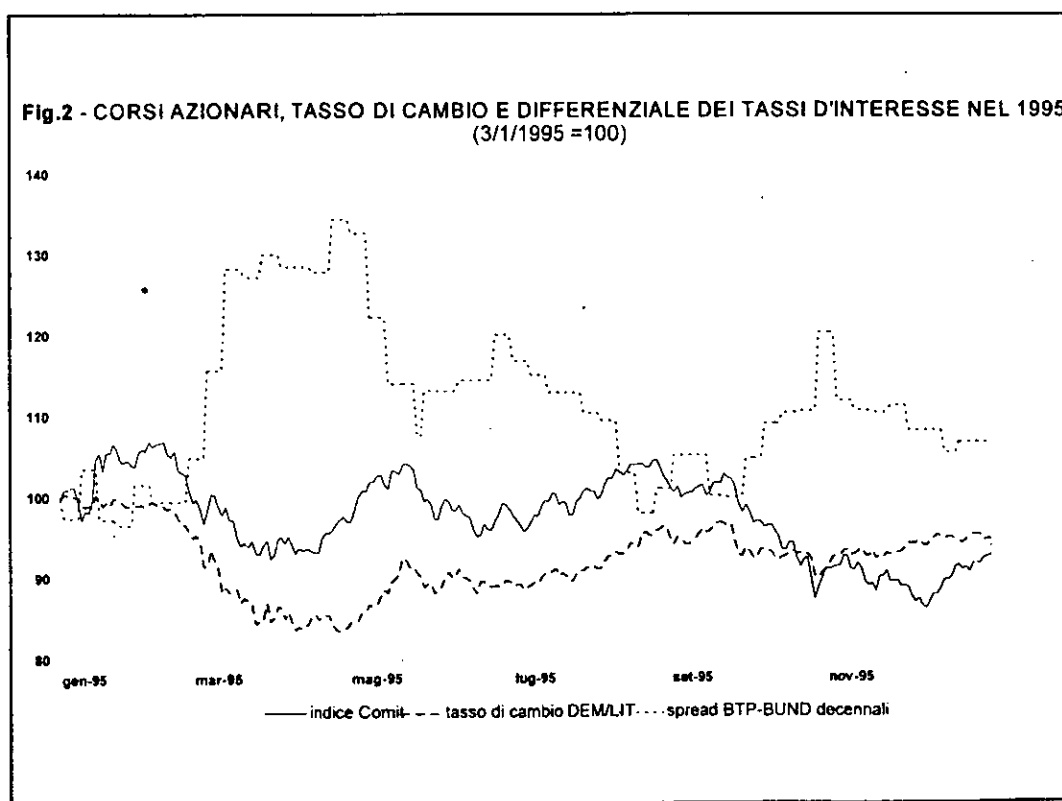
Il controvalore complessivo degli scambi azionari sul mercato telematico ufficiale, pari a circa 140.000 miliardi di lire, risulta, infatti, inferiore di circa un quarto rispetto all'ammontare evidenziato l'anno precedente. La movimentazione di obbligazioni, di titoli di Stato e prodotti derivati registra, invece, un incremento molto rilevante.

La borsa valori, nonostante il rialzo dei primi due mesi dell'anno, ha chiuso con una *performance* negativa che ha sostanzialmente invertito la tendenza positiva evidenziata negli anni 1993 e 1994. In particolare, al termine del 1995, gli indici Mib e Mibtel hanno evidenziato un decremento, rispetto all'inizio dell'anno, del 6,9 per cento e 7,2 per cento (+2,5 per cento e +1,9 per cento nel 1994); l'indice Mib 30 si è ridotto del 4,2 per cento (+0,53 per cento nel 1994), in controtendenza rispetto all'andamento delle principali borse europee.



E' possibile notare come nei periodi in cui la *performance* negativa del listino sia stata più accentuata (febbraio-marzo, ottobre-novembre) si è avuto un sensibile aumento della volatilità storica di breve periodo (Fig. 1).

Inoltre, gran parte della variazione negativa dell'indice si è concentrata nell'ultimo trimestre dell'anno e sembra riconducibile prevalentemente a fattori dipendenti dalla percezione degli investitori esteri relativamente alla situazione economica e politica generale italiana (Fig. 2).



La relazione tra l'andamento dell'indice Comit, il tasso di cambio della lira nei confronti del marco e lo *spread* fra il rendimento dei Btp a 10 anni e quello dei titoli di

stato tedeschi di pari scadenza (Bund) può rappresentare un indicatore del premio richiesto dagli investitori esteri a fronte del rischio associato a fattori di ordine generale legati alla stabilità politica e macroeconomica. Anche in questo caso è possibile notare una stretta correlazione fra l'andamento dello *spread* fra i tassi a lungo termine e quello dell'indice dei corsi azionari: le fasi, già indicate in precedenza, in cui il calo dei prezzi è stato più accentuato sono associate a sensibili ampliamenti dello *spread*. Nella prima parte dell'anno tale fenomeno segnala una uscita dalle attività finanziarie denominate in lire da parte dei non-residenti, che si riflette nel deprezzamento del tasso di cambio della lira nei confronti del marco. Nella parte finale dell'anno, invece, l'ampliamento del differenziale dei tassi non si è associato al deprezzamento del tasso di cambio, ma ha accompagnato la discesa dei corsi azionari.

In conclusione, la *performance* del mercato azionario, almeno nel breve periodo, appare strettamente correlata con quella delle altre attività finanziarie e con l'andamento del tasso di cambio della lira e quindi con il giudizio degli investitori internazionali sul "rischio paese" associato all'investimento in attività finanziarie italiane.

Con riferimento ai principali paesi industrializzati per un periodo che va dalla fine del '90 alla fine del '95, l'Italia insieme con la Francia, si caratterizza per un livello di volatilità dei corsi azionari strutturalmente più elevato rispetto agli altri paesi. Questi due paesi, oltre a presentare rendimenti, su base settimanale, vicini allo zero, o negativi, presentano deviazioni *standard* degli stessi sistematicamente più elevate.

La variabilità dei corsi è dimostrata dalla forte differenza di rendimenti dei titoli estremi. Tra i titoli con migliore *performance* emergono: Safilo ord. (+99,3 per cento), Gewiss (+81,2 per cento), Saes Getters ord. e priv. (68,4 per cento e 56,8 per cento). Tra i titoli peggiori si evidenziano: Fochi (-91,4 per cento), Fincasa 44 (-75,0 per cento), Raggio di Sole ord. (-65,5 per cento) e Credito Fondiario e Industriale (-64,8 per cento).

Il mercato ha riservato spesso particolare attenzione per i titoli di nuova emissione, mentre ha penalizzato l'andamento dei titoli emessi da quelle società, che,

in ritardo sull'avvio di necessari processi di ristrutturazione, hanno evidenziato problemi di natura finanziaria.

Tra gli eventi societari rivelatisi in grado di produrre conseguenze rilevanti sull'andamento delle quotazioni di singoli titoli e comunque tali da condizionare la tendenza del mercato, si sottolineano, tra gli altri, la privatizzazione del 15 per cento del capitale ordinario dell'Eni (per un controvalore di circa 6.300 miliardi), il collocamento, tramite trattativa privata, della seconda *tranche* del capitale dell'Ina (il 18 per cento del capitale pari a circa 1.600 miliardi) e dell'Imi (19 per cento del capitale pari a circa 1.200 miliardi), le 20 offerte pubbliche di acquisto per un ammontare complessivo di 5.700 miliardi di lire, tra le quali va ricordata l'offerta pubblica del Credito Italiano sulle azioni del Credito Romagnolo (per un controvalore di circa 3.700 miliardi) ed i numerosi aumenti di capitale deliberati nel corso dell'anno.

Hanno prodotto effetti minori, invece, e in alcuni casi con conseguenze solo temporanee sui corsi, le operazioni di acquisizione di aziende e rami di azienda, di *joint venture*, nonché quelle di fusione (tra le quali si ricordano le unioni tra: Sip s.p.a.-Italcable s.p.a. e altre società del gruppo, Finanziaria Agroindustriale s.p.a.-Montedison s.p.a., Gilardini s.p.a.-Magnetit Marelli s.p.a., Fincasa 44 s.p.a.-Pacchetti s.p.a.). Queste ultime peraltro, hanno, di norma, solo determinato un riallineamento delle quotazioni ai livelli espressi dai rispettivi rapporti di cambio.

Nel corso del 1995 le azioni di risparmio hanno fatto rilevare un andamento delle quotazioni peggiore di quello delle corrispondenti azioni ordinarie: l'indice complessivo del settore, infatti, ha registrato nell'anno solare 1995 una variazione negativa del 10,58 per cento. Al 31 dicembre 1995 risultavano quotate 86 azioni di risparmio per una capitalizzazione di 22.280 miliardi di lire. Circa l'8 per cento delle azioni di risparmio ha evidenziato rialzi di prezzo superiori al 25 per cento, mentre il 35 per cento dei titoli ha avuto un andamento migliore delle corrispondenti azioni ordinarie.

Per quanto concerne il mercato ristretto (Tav. aII.4), il controvalore della movimentazione è stato pari a 885 miliardi (-39 per cento rispetto al 1994): si deve

però considerare che 2 società sono passate al listino di borsa, dimostrando come la funzione di acclimatemento del Ristretto sia stata efficace. L'indice Imr, espressione dell'andamento medio del mercato, ha subito un calo dell'8,7 per cento.

Anche gli scambi di obbligazioni sono aumentati, ma resta la rilevante incidenza di titoli bancari che, pur avendo la possibilità di essere quotati di diritto in borsa, sono collocati direttamente allo sportello senza poi essere ammessi al mercato ufficiale, determinando condizioni di minore liquidabilità su un mercato secondario che non è regolamentato.

Il mercato regolamentato dei titoli di Stato ha avuto un sensibile sviluppo, dimostrando che la creazione del sistema telematico offre modalità certe e trasparenti per la conclusione dei contratti: in tal senso la quotazione dei Bot potrà recare un ulteriore incremento nel volume degli scambi.

1. *IL CONTROLLO SULLA REGOLARITA' DEGLI SCAMBI E SULL'USO DI INFORMAZIONI RISERVATE*

Nel corso del 1995, sono stati assunti 48 provvedimenti di sospensione della negoziazione di titoli emessi da società quotate (Tav. II.2). Al 31 dicembre 1995 risultavano sottoposti a provvedimento di temporanea sospensione 11 titoli, su 374 quotati, a fronte dei 18 titoli risultanti a fine 1994.

Al 31 dicembre 1995 risultavano negoziati al solo venerdì i titoli emessi da 3 società (Olcese s.p.a., Rodriguez s.p.a., Fochi s.p.a.).

Il numero dei comunicati messi a disposizione del pubblico ai sensi e per gli effetti del regolamento sugli obblighi continuativi di comunicazione è progressivamente aumentato nel corso degli ultimi anni.

TAV. II.2

INTERVENTI SULLA QUOTAZIONE

PERIODI	NUMERO SOSPENSIONI			
	ORARIE	GIORNALIERE 1 GIORNO	TEMPORANEE PIÙ GIORNI	TOTALE
1994	7	9	21	37
1995	2	32 (2)	14 (2)	48

Tra parentesi gli interventi nel mercato ristretto.

Le comunicazioni trasmesse contemporaneamente all'organo competente del mercato, per l'immediata messa a disposizione del pubblico, e ad almeno due agenzie di stampa nonché all'organo di vigilanza sono passate da 960 nel 1992, a 2.041 nel 1995 (tav. aII.5). A questi vanno aggiunte numerose pubblicazioni di avvisi a pagamento sulla stampa, per i casi in cui ai sensi della vigente normativa la semplice trasmissione delle notizie alle agenzie di stampa non è ritenuta sufficiente per una corretta informazione del pubblico, e più di 1.800 divulgazioni riguardanti statistiche e studi concernenti valori mobiliari quotati o loro emittenti, depositati in copia presso gli organi di mercato.

E' anche sensibilmente aumentata la diffusione di statistiche e studi concernenti valori mobiliari o emittenti (Tav. aII.6), soprattutto a carattere non monografico.

Nel mese di marzo, con riferimento alle deliberazioni dei consigli di amministrazione di emittenti valori mobiliari quotati relative alle rendicontazioni contabili periodiche (bilancio e relazione semestrale), la Consob ha ritenuto di fornire alcuni elementi interpretativi riguardo agli elementi essenziali sull'andamento economico, patrimoniale e finanziario che devono essere inseriti nei comunicati stampa. L'intervento si è reso necessario in considerazione dell'importanza che assume

il corretto adempimento di tali obblighi al fine del regolare funzionamento del mercato, nonché, con riferimento al bilancio, dei tempi lunghi in uso per l'approvazione da parte dell'assemblea e la conseguente disponibilità del documento completo.

Nel corso del 1995 è stata contestata, nei confronti di due società quotate, la violazione del citato regolamento per la mancata pubblicazione, con le modalità e nei termini previsti, di informazioni rilevanti. In due casi (la cui violazione era stata accertata nel 1994) è stato attivato il meccanismo sanzionatorio previsto dalla legge per i soggetti che non ottemperino alle disposizioni in questione. La sanzione amministrativa del richiamo è stata irrogata a due società che non avevano provveduto ad informare tempestivamente in merito a rilevanti operazioni, rispettivamente, di finanza straordinaria e di gestione tipica. L'effetto deterrente delle sanzioni dovrebbe essere rafforzato dalla previsione di forme di pubblicità dei provvedimenti sanzionatori assunti.

Numerose sono state, inoltre, le richieste di chiarimenti e di pubblicazione di dati e notizie inviate dalla Commissione alle società quotate a seguito di indiscrezioni varie rilevate sul mercato.

Per quanto concerne gli aspetti più propriamente attinenti all'attività di indagine e controllo finalizzata all'individuazione di casi sospetti di utilizzo di informazioni privilegiate, è da rilevare che, nel corso del 1995, sono stati istruiti 19 approfondimenti di indagine, rispetto ai 14 registrati nel precedente anno.

2. GLI INTERVENTI SUL MERCATO

Nel corso del 1995 è sostanzialmente proseguito il processo di rinnovamento tecnico-organizzativo dei mercati mobiliari avviato nel 1991 con l'introduzione di

modalità di contrattazione telematica per i titoli quotati (Tav. aII.7).

Al fine di migliorare l'operatività del sistema telematico e agevolare lo svolgimento delle contrattazioni anche su titoli a scarso flottante, sono state apportate alcune modifiche regolamentari alla disciplina dei mercati e, in particolare, al regolamento per il funzionamento del sistema telematico delle borse valori, al regolamento in materia di stabilizzazione del mercato azionario e al regolamento istitutivo dei cosiddetti "mercati locali".

Il mercato azionario

Le modifiche relative al comparto azionario si sono sostanziate nella previsione di una specifica funzione del sistema volta a consentire agli operatori di incrociare sul mercato due ordini di segno opposto aventi ad oggetto lo stesso valore mobiliare, senza subire interferenze dal mercato stesso (funzione di *cross-order*).

Tale funzione, in pratica, garantisce l'abbinamento diretto delle proposte di segno opposto immesse e la conclusione automatica del relativo contratto. Il contratto stipulato mediante la funzione di cross-order è, a tutti gli effetti, un contratto valido e, come tale, è soggetto a tutte le verifiche previste dal regolamento per i contratti eseguiti dal sistema.

Operativamente, l'impiego della funzione di cross-order è stato previsto limitatamente alla gestione degli ordini della clientela e nella sola fase di negoziazione. Il prezzo di esecuzione del contratto deve essere compreso tra il miglior prezzo in acquisto ed il miglior prezzo in vendita, estremi esclusi, e deve rispettare i parametri di scostamento dal prezzo dell'ultimo contratto previsti dal regolamento Consob. La suddetta modifica è stata attuata con decorrenza dal 29 maggio 1995. A partire dalla stessa data, è stato introdotto nel sistema telematico un apposito parametro di tempo (VSD) che consente di specificare la data di validità delle proposte e, quindi, di immettere proposte con validità temporale superiore alla giornata di contrattazione.

Per agevolare l'attività degli operatori nella gestione degli ordini con prezzo limitato inevasi al termine di ogni singola giornata, è stato previsto che la proposta con parametro VSD, inevasa a fine giornata, venga immessa automaticamente nel sistema all'inizio della fase di pre-apertura della giornata seguente e rimanga esposta nel sistema fino alla data di scadenza specificata, mantenendo la propria priorità temporale, quantità e prezzo. Rimane ferma la possibilità per gli operatori di modificare o cancellare la proposta immessa. La proposta VSD deve avere una validità non superiore a 30 giorni di calendario e, ogniqualvolta si verificano operazioni sul capitale, il sistema provvede a cancellare automaticamente tutte le proposte VSD presenti sul valore mobiliare interessato.

Dal 18 luglio 1995, è divenuta operativa una ulteriore modifica del sistema telematico di contrattazione continua, introdotta al fine di rendere disponibili al pubblico degli investitori informazioni sull'andamento delle contrattazioni del mercato azionario anche nella fase di pre-apertura e di ampliare il livello di informativa per l'intera durata della sessione di contrattazione.

Il problema dell'allargamento dell'informativa relativa al book di negoziazione a soggetti diversi dai negozianti autorizzati era già stato affrontato in occasione dell'istituzione del mercato dei future sull'indice di borsa (Fib30). Analogamente a quanto stabilito per tale circuito di negoziazione (Idem), l'informativa al pubblico sull'andamento delle contrattazioni del mercato azionario include, nella fase di pre-apertura, il prezzo della migliore proposta in acquisto o in vendita e le relative quantità; il prezzo teorico di apertura e la relativa quantità scambiabile; i migliori 5 livelli di prezzo delle proposte in acquisto ed in vendita e le relative quantità totali presenti sul book. Quest'ultima informazione deve essere diffusa anche in fase di negoziazione continua.

Il processo di revisione regolamentare del mercato azionario ha interessato, da ultimo, la disciplina di stabilizzazione dei corsi azionari in occasione di offerte pubbliche di vendita. L'intervento in materia di stabilizzazione, resosi opportuno alla luce delle operazioni di privatizzazione sperimentate nel corso del 1994, si è concretizzato nel novembre 1995, immediatamente prima del collocamento Eni, con la modifica del regolamento di attuazione dell'art. 6, comma 4, della legge 18 febbraio 1992, n. 149, approvato con delibera Consob n. 6237 del 3 giugno 1992.

Il suddetto regolamento, sostanzialmente improntato alla repressione di comportamenti manipolativi, è stato modificato al fine di consentire ai soggetti offerenti i titoli sul mercato di esercitare una particolare facoltà, ampiamente diffusa nei collocamenti internazionali; si tratta della cosiddetta opzione di *over-allotment* o *green-shoe* che permette all'intermediario alla guida del consorzio di collocamento di acquistare a fermo dall'emittente/offerdente una quantità complessiva di titoli in qualche misura inferiore rispetto al quantitativo che verrà collocato. Il mancato esercizio dell'opzione nei 30 giorni successivi al collocamento, ipotizzabile solo in caso di diminuzione del corso dei titoli al di sotto del prezzo di offerta, induce il *lead manager* a ricoprirsi sul mercato. Ciò genera un flusso di acquisti utile al sostegno del corso dei

titoli, in quanto viene a compensare il flusso di vendite che si registra nei primi giorni di quotazione quando molti sottoscrittori cercano di monetizzare le differenze tra prezzo di collocamento e quotazione del titolo.

Il mercato telematico dei titoli di Stato e delle obbligazioni

Il processo di revisione regolamentare ha interessato, nel corso del 1995, anche le disposizioni concernenti il funzionamento del sistema di negoziazione delle obbligazioni e dei titoli di Stato quotati (Mot). Le novità riguardano principalmente l'introduzione nella fase di sottoscrizione dell'abbinamento automatico delle proposte e l'introduzione di specifiche modalità di conclusione dei contratti per le proposte con modalità di esecuzione "Tutto o Niente" (TON) per le quali viene mantenuta la sottoscrizione manuale.

Le modifiche, apportate al funzionamento del Mot con l'intento di migliorarne l'operatività nella fase di sottoscrizione, hanno dovuto contemperare due opposte esigenze: da un lato, aumentare l'efficienza del sistema introducendo una funzione di incrocio automatico delle proposte anche al fine di evitare distorsioni derivanti dal formarsi di casi in cui il prezzo della migliore proposta in vendita risultava minore del prezzo della migliore proposta in compera; dall'altro, mantenere la natura professionale della fase di sottoscrizione consentendo di negoziare partite di titoli per i quali talvolta è più importante ottenere l'eseguito per l'intera quantità anche se ad un prezzo peggiore rispetto alle condizioni quotate dal mercato.

Data la necessità di contemperare queste opposte esigenze, si è optato per prevedere un unico *book* per entrambe le tipologie di proposte (TON, escluse dall'automatico, e NON TON) piuttosto che creare un *book* specifico per le proposte TON, considerato il vantaggio derivante dal concentrare l'informazione sulle quantità negoziabili per ciascun titolo, indipendentemente dalle modalità di esecuzione delle

singole proposte.

La presenza in un unico book di proposte tra loro non abbinabili in via automatica ha richiesto, sul piano operativo, una differenziazione tra le due tipologie di proposte, tradottasi nella previsione di due diverse modalità di conclusione per i relativi contratti anche in considerazione della loro diversa funzione economica. Tale differenziazione ha reso poi opportuno separare completamente le informazioni relative ai due segmenti prevedendo la diffusione al pubblico di un'informativa distinta per le proposte liberamente negoziabili e per quelle TON. Anche la definizione del prezzo ufficiale ha subito dei cambiamenti; in particolare, sono stati esclusi dal calcolo i contratti conclusi mediante l'applicazione delle proposte TON tenuto conto che queste riflettono scambi di tipo "professionale" non accessibili al largo pubblico dei risparmiatori.

Un'ulteriore novità introdotta nel corso del 1995 sul Mot riguarda la sezione dei titoli di Stato. E' stata disposta, infatti, a partire dal gennaio 1996, l'ammissione a quotazione in borsa dei Bot annuali precedentemente negoziati solo sul Mercato Telematico dei Titoli di Stato (Mts); durante gli ultimi mesi del 1995, sono state quindi definite le modalità di contrattazione e liquidazione dei medesimi titoli.

Gli interventi modificativi hanno riguardato, in particolare, le condizioni di negoziazione che regolano la formazione dei prezzi in asta e gli orari di negoziazione, definiti nell'ambito delle norme di attuazione del regolamento del sistema telematico. Sono state, per esempio, fissate percentuali di variazione del prezzo d'asta (parametro di validazione del prezzo d'asta "Differenza Asta Asta"), omogenee rispetto a quelle previste per le altre tipologie di titoli di Stato con pari vita residua e sono stati previsti gli stessi orari di negoziazione dei Btp e Ctz, come richiesto dagli operatori.

Un ultimo intervento per gestire la negoziazione in borsa dei Bot è consistito nell'adeguamento del sistema di riscontro e rettifica dei contratti alla tempistica di liquidazione dei medesimi titoli, fissata a due giorni a differenza dei tre previsti per tutti gli altri titoli obbligazionari.

Il mercato delle spezzature

Allo scopo di migliorare l'efficienza del mercato e di aumentarne il grado di

liquidità, nel novembre 1995 è stata introdotta nel mercato delle spezzature una nuova figura di operatore, lo *specialist*, e ne è stata prevista l'iscrizione in apposito elenco. L'operatore specialista si impegna a sottoscrivere giornalmente, per un certo numero di titoli assegnatigli, le proposte di acquisto e di vendita rimaste ineseguite. E' stato previsto un limite all'impegno dello specialista mediante la fissazione, per ciascun titolo, dei quantitativi minimi in funzione della liquidità di ognuno di essi. L'attività dei suddetti operatori è iniziata il data 4 dicembre 1995.

La sottoscrizione delle proposte che il mercato non è autonomamente in grado di assorbire in asta viene effettuata, per ciascun titolo, dagli operatori specialisti in una fase di mercato aggiuntiva rispetto a quelle già esistenti. Tale fase è stata inserita al termine della fase di "sottoscrizione sbilancio operatori" nella quale tutti gli operatori possono sottoscrivere, integralmente o parzialmente, le proposte in "sbilancio", diminuendo l'onere per lo specialista. E' prevista, inoltre, una speciale funzione di "prenotazione dello sbilancio" utilizzabile esclusivamente dallo specialista per rendere indisponibile la quantità minima di sottoscrizione agli altri operatori.

La sottoscrizione dello sbilancio da parte degli operatori specialisti avviene prima del termine della fase di preapertura del mercato ufficiale e del mercato ristretto. In tal modo gli operatori specialisti hanno la possibilità di pareggiare la propria posizione su ciascun titolo inserendo nel mercato ufficiale proposte di segno contrario e di quantità pari a quella sottoscritta nel mercato delle spezzature. In caso di mancata apertura del titolo sul mercato ufficiale, le sottoscrizioni effettuate sia dagli specialisti che da tutti gli operatori vengono cancellate e le proposte di negoziazione vengono rinviate alla giornata successiva.

Il mercato italiano dei derivati

Le negoziazioni sul mercato italiano dei derivati (Idem) sono state avviate nel

novembre del 1994 con l'introduzione in borsa del contratto *future* sull'indice di borsa, denominato Fib30. Nel corso dell'anno la liquidità del contratto è andata via via crescendo: il volume scambiato è salito da una media giornaliera di poco più di 1.100 contratti conclusi nella prima settimana dell'anno a oltre 10.000 contratti conclusi giornalmente nelle ultime sedute del 1995. Nell'arco dell'intero anno, in media, sono stati giornalmente conclusi 4.577 contratti, per un controvalore medio giornaliero di 670 miliardi; nello stesso periodo il numero medio di posizioni aperte è stato pari a 8.818, con un picco di 21.739 posizioni aperte. Confrontando i dati con i principali contratti *future* su indice negoziati in Europa, il Fib30 è risultato il quinto contratto più scambiato in termini di controvalore, dopo i contratti *future* su Dax, Cac40, Ft-Se e Smi.

Il successo registrato è principalmente dovuto ad alcune scelte che sono state compiute nella fase di regolamentazione e di disegno delle caratteristiche del contratto. In particolare la modalità di determinazione del prezzo di liquidazione a scadenza, agevolando la chiusura delle strategie di arbitraggio tra il contratto *future* ed il mercato azionario sottostante, ha certamente consentito il raggiungimento di tali elevati volumi scambiati. Nel corso dell'anno sono state, inoltre, apportate alcune modifiche alle caratteristiche contrattuali del Fib30: in particolare è stato modificato lo scostamento minimo tra le proposte, che è stato innalzato a 5 punti indice (da 1 punto indice come originariamente stabilito), al fine di consentire una maggiore ampiezza del *book* di negoziazione. Si è provveduto, inoltre, in vista della definitiva estensione della liquidazione a contante di tutti i titoli azionari, a fissare al terzo venerdì del mese il giorno di scadenza del contratto Fib30 e non più al giorno dei riporti del relativo mese borsistico.

Conclusisi i lavori per l'introduzione del Fib30, il gruppo di lavoro appositamente istituito con la partecipazione del Consiglio di borsa e delle Associazioni di categoria degli intermediari ha provveduto a definire le caratteristiche di un contratto di opzione sullo stesso indice Mib30. Il 15 novembre 1995 sono state così introdotte sull'Idem le

negoziazioni del contratto di opzione sull'indice di borsa Mib30, denominato Mibo30.

Il contratto di opzione sull'indice prevede l'esercizio alla sola scadenza del contratto. La tipologia di opzione europea è stata preferita a quella americana, considerato che la prima sarebbe stata maggiormente apprezzata in un mercato con *market maker*, che aggiungono liquidità alle contrattazioni, e con investitori istituzionali che svolgono attività di copertura. In altre parole si è preferito disegnare un mercato con tipologia di negoziazioni all'ingrosso che un mercato rivolto ai piccoli investitori.

Il Mibo30 ha un valore di 10.000 lire per ciascun punto dell'indice Mib30. Con riferimento al calendario delle scadenze, sono stati previsti sia un ciclo trimestrale (coincidente con quello del Fib30) che un ciclo mensile (c.d. opzioni seriali). In totale sono negoziate contestualmente 5 scadenze (3 trimestrali e 3 mensili, di cui una trimestrale ed una mensile coincidenti). L'introduzione di scadenze seriali è stata motivata dal fatto che gli scambi infragiornalieri e l'attività di neutralizzazione del rischio "delta" dell'opzione da parte dei market maker (di cui si dirà tra breve) si concentra principalmente su scadenze a breve.

Gli obblighi ai quali i market maker sono soggetti sono stati individuati in maniera più rigida rispetto a quelli imposti sul contratto Fib30, considerata la minore liquidità che fisiologicamente un mercato di opzioni esprime rispetto ad uno di future.

In particolare è stato previsto l'obbligo di quotazione di almeno 10 contratti, in bid ed in ask, sul contratto put e su quello call, sui tre strike price centrali. All'applicazione di una quotazione il market maker deve ripristinare la quantità minima entro 5 minuti. Sono stati inoltre fissati dei limiti di bid/ask spread, espressi in termini di volatilità e distinti sulla base del valore assunto dal coefficiente "delta" dell'opzione, entro il quale il market maker deve esporre le proprie quotazioni. A fronte di tali obblighi, è stato consentito che il solo market maker possano quotare direttamente in termini di volatilità, che viene automaticamente convertita in prezzo dal sistema di negoziazione attraverso il modello residente o uno diverso realizzato direttamente dall'intermediario. E' stata inoltre sviluppata una particolare funzione, detta "funzione delta neutrale"; tale procedura consente agli operatori market maker che abbiano immesso le proprie quotazioni in termini di volatilità, di assumere, attraverso l'apertura di posizioni sul contratto Fib30, una posizione neutrale alle variazioni avverse dei prezzi dell'indice Mib30. Il coefficiente "delta" misura infatti la variazione che il prezzo dell'opzione subirebbe a seguito di una variazione unitaria del prezzo dell'attività sottostante.

Il bilancio del primo periodo di contrattazioni del Mibo30 è stato sufficientemente positivo. Dal 15 novembre al termine dell'anno sono stati in media conclusi giornalmente 418 contratti di opzione, pari ad un controvalore medio giornaliero di circa 60 miliardi.

Nel corso del 1995 sono stati avviati anche i lavori per l'introduzione sull'Idem dei contratti di opzione su singoli titoli, le cui negoziazioni sono state avviate il 19