

## I Derivati.

### Aspetti descrittivi e di mercato: le opzioni Iso- $\alpha$ .

Nell'ultimo decennio si è assistito ad un rapido sviluppo del mercato dei derivati. I **derivati**, come la stessa parola indica, sono strumenti finanziari che “derivano” il loro valore da un'altra attività finanziaria, chiamata sottostante. Derivati sono le opzioni, i futures, i forwards, gli swaps. L'attività di riferimento può essere costituita da titoli (opzioni, future, warrant), da indici (opzioni), valute e tassi di interesse (forward,<sup>1</sup> swap<sup>2</sup>).

L'impiego dei derivati si è notevolmente diffuso a seguito della crescente esigenza degli operatori economici e finanziari di proteggersi dalle avverse condizioni di mercato: il derivato, in questo senso, è una pura forma di assicurazione, nella quale si paga un premio in cambio del diritto ad una prestazione futura predefinita nella quantità e nel prezzo. Ad esempio con un'opzione a scadenza su un titolo, su una valuta, su una partita di petrolio o su una partita di grano, ci si assicura alla scadenza, per una fissata quantità, un prezzo predeterminato sin da ora: essendo un'opzione si ha il diritto ma non l'obbligo alla prestazione.

I derivati possono anche essere utilizzati per fini prettamente speculativi. Avendo, ad esempio, una convinta aspettativa di crescita di un determinato prodotto – azione Fiat, tasso di interesse o barile di petrolio – si può effettuare un investimento acquistando, in luogo del prodotto, un'opzione sullo stesso: in quest'ultime circostanze si realizza un effetto leva in quanto, a parità di ammontare impiegato, il beneficio che si realizza, in caso di esito positivo, è marcatamente più elevato; per contro altrettanto elevato è il rischio di perdere completamente il capitale investito nell'opzione.

Circoscrivendo l'attenzione alle **opzioni** – il più classico dei derivati - si distinguono due forme base di opzioni: *call* e *put*. Le prime danno il diritto di acquistare una determinata attività, ad un prezzo prestabilito (strike), ad una determinata scadenza (opzioni europee) o entro una determinata scadenza (opzioni americane). Le seconde danno il diritto di vendere una determinata

---

<sup>1</sup> In un'accezione più ampia il sottostante può essere costituito da qualunque attività (merci ed altro).

<sup>2</sup> Della stessa natura dei derivati ma, usualmente tenuti distinti, i warrant sono emessi dalla stessa società, frequentemente uniti ad obbligazioni. Circolano separatamente da quest'ultime, scadono dopo un determinato periodo di tempo (di norma qualche anno) e danno diritto ad azioni della società ad un predeterminato prezzo: per far fronte ai warrant esercitati la società da luogo ad un incremento del numero delle azioni in circolazione.

attività, ad un prezzo prestabilito (strike), ad una determinata scadenza (opzioni europee) o entro una determinata scadenza (opzioni americane).

Occorre sottolineare che le opzioni danno un diritto, ma il portatore non è obbligato ad esercitare questo diritto. In questo le opzioni si distinguono dai futures e dai forwards nei quali vi è un preciso impegno a comprare o vendere il sottostante. Per acquistare un contratto di opzione occorre sostenere un costo, mentre per i forwards e i futures non vi sono questi costi.

Occorre inoltre distinguere il diverso rischio associato alla vendita di opzioni call e put: nelle prime, il rischio è teoricamente illimitato potendo il prezzo del sottostante crescere indefinitamente, nelle seconde il rischio massimo è dato dal valore del sottostante. In questo senso il pay-off (perdita/profitto) di una call può risultare più elevato del pay-off di una put<sup>3</sup>.

Sul piano teorico alle opzioni sono assimilati i **contratti a premio**. Hanno la stessa struttura giuridica ed organizzativa ma si distinguono per gli aspetti operativi e di mercato. Infatti, le opzioni sono rigidamente standardizzate (Individual Stock Options, Iso- $\alpha$ ), usufruiscono di un mercato telematico sofisticato ed efficiente, l'IDEM (Italian Derivatives Market), con la presenza di market maker che assicurano continuità al mercato, sono trattate nella formulazione americana (l'opzione è esercitabile anche prima della scadenza), sono protette dal rischio di insolvenza della controparte, grazie all'interposizione della CC&G che garantisce il buon esito delle operazioni.

Nel mercato dei premi, che è stato più recentemente soppresso, invece, non vi era continuità di mercato, non vi era garanzia di prestazione e, pur essendo anch'esso telematico, non presentava gli stessi livelli di efficienza del mercato delle Iso- $\alpha$ . Mentre per le **opzioni Iso- $\alpha$**  sono previste solo le due tipologie base di contratto (call e put), per il mercato dei premi, oltre a queste, erano trattati anche i contratti di stellage, strip e strap, che costituiscono combinazioni ponderate dei due contratti base.

Poiché sussisteva il divieto del mercato a premio sui titoli azionari oggetto di Iso- $\alpha$ , si era venuta determinando una situazione nella quale i titoli a maggiore diffusione erano trattati sull'Iso- $\alpha$ , i rimanenti sul mercato a premio. Le opzioni Iso- $\alpha$ , introdotte nel '96 su n. 5 azioni, sono state successivamente estese alle azioni più diffuse del Mercato Ufficiale e del Nuovo Mercato. Attualmente risultano quotate sull'IDEM opzioni Iso- $\alpha$  su circa quaranta titoli azionari. Con l'ampliamento dei titoli sul mercato Iso- $\alpha$ , il mercato dei premi è stato completamente soppresso.

Diversamente dalle operazioni a premio, le opzioni Iso- $\alpha$  sono assistite da un sistema di compensazione e garanzia gestito dalla CC&G che si pone come controparte centrale (clearing

---

<sup>3</sup> Se si vende una put, si rischia di dover acquistare ad un prezzo prestabilito un prodotto che nel frattempo potrebbe essersi azzerato di valore; se si vende una call si rischia di dover consegnare un prodotto che, nel frattempo, potrebbe essere salito marcatamente, due, tre o più volte il valore iniziale.

house), interponendosi tra le controparti ed assumendone i relativi obblighi e garantendo, in tal modo, il buon esito delle operazioni<sup>4</sup>.

Per svolgere questa delicata funzione la CC&G deve, a sua volta, cautelarsi da ogni possibile insolvenza delle parti: i derivati, soprattutto in circostanze particolari, possono variare apprezzabilmente e rapidamente di valore.

La funzione assolta dalla CC&G è presidiata dall'obbligo, per gli intermediari autorizzati a compiere transazione sull'IDEM, di effettuare i versamenti dei margini richiesti atti ad assicurare la continua solvibilità degli impegni assunti e, di riflesso, l'efficiente funzionamento del sistema.

La continua adeguatezza dei margini di garanzia è conseguita attraverso un procedimento di "aggancio al mercato" (marking to market) del conto-deposito del cliente presso l'intermediario e da questo alla CC&G. Esso consiste in un meccanismo di aggiornamento delle posizioni aperte sul mercato, mediante adeguamento delle garanzie depositate dall'intermediario alle variazioni di prezzo, assicurando in tal modo che le perdite maturate vengano versate immediatamente. Viene in tal modo blindato il mercato, presidiandolo da ogni possibile insolvenza e da ogni potenziale rischio sistemico.

Oltre a presidiare il mercato, il meccanismo di marking to market consente all'investitore di avere pronta consapevolezza e contezza dei rischi assunti, dovendo alla fine di ogni giornata integrare le eventuali perdite maturate, ancorché non realizzate.

Per operare direttamente sul mercato delle opzioni Iso-  $\alpha$ , gli intermediari finanziari, che presentano i requisiti organizzativi e patrimoniali richiesti, devono aderire alla CC&G, come Aderente diretto – Generale o Individuale – o come Aderente indiretto.

L'Aderente diretto Generale diviene controparte diretta della CC&G per i contratti su derivati stipulati da se stesso e dagli Aderenti indiretti. Diventa controparte degli Aderenti indiretti. Acquisisce dai propri committenti e dagli Aderenti indiretti i margini di garanzia.

L'Aderente Individuale è anch'esso controparte della CC&G; raccoglie i margini di garanzia dai propri committenti ma non ha rapporti con Aderenti indiretti.

L'Aderente indiretto ha invece come controparte l'Aderente Generale e acquisisce i margini di garanzia dai propri committenti.

---

<sup>4</sup> Sul mercato ISO-alfa sono negoziati contratti con scadenze mensili e trimestrali (marzo, giugno, settembre e dicembre). In ogni seduta di Borsa sono quotate contemporaneamente sei scadenze: le due scadenze mensili più ravvicinate e le quattro scadenze trimestrali. Alla scadenza le opzioni in the money (per le quali il portatore ha convenienza all'esercizio) sono esercitate automaticamente, a meno di apposite indicazioni da parte dell'acquirente. Trattandosi di opzioni americane, possono essere esercitate per tutta la durata del contratto, ad eccezione della seduta di Borsa che precede il giorno di distribuzione dei dividendi dell'azione sottostante e della seduta di Borsa precedente al giorno in cui si attuano operazioni sul capitale dell'azione (ad esempio, aumenti di capitale). I contratti scadono alle ore 8:30 del terzo venerdì del mese di scadenza. Per ogni mese di scadenza, l'ultimo giorno valido per la negoziazione coincide con il giorno precedente a quello di scadenza.

La CC&G, che si fa garante dell'efficiente funzionamento del mercato, ponendosi come controparte di tutte le operazioni poste in essere, assicura la solvibilità delle parti che assumono impegni (vendita di opzioni Iso- $\alpha$ ), attraverso un'articolata procedura:

- La CC&G, per ciascun titolo trattato sul mercato, misura la volatilità del prezzo e, sulla base di questo parametro, attraverso un modello matematico, determina l'oscillazione teorica massima giornaliera entro la quale, con probabilità 99,7%, sarà compresa quella effettivamente osservata. Tale valore viene comunicato al mercato e periodicamente aggiornato;
- All'atto della vendita di un'opzioni Iso- $\alpha$  viene richiesto il versamento di un margine iniziale rapportato alla massima variazione giornaliera che il prezzo del contratto derivato può subire. Questo viene determinato, sulla base della menzionata variazione del titolo sottostante, del valore dello strike, della scadenza dell'opzione, secondo un modello matematico di "albero binomiale". Con tale versamento, la CC&G si assicura che, anche in presenza di un evento estremo di rapido mutamento del mercato, detiene le disponibilità necessarie a porre in essere un'operazione di segno contrario (stesso strike e stessa scadenza) e chiudere così l'operazione di impegno assunto<sup>5</sup>.
- Successivamente tale margine viene giornalmente ricalcolato sulla base dei nuovi prezzi che si determinano sui titoli sottostanti e, all'occorrenza, viene integrato il versamento iniziale. Il margine di variazione integrativo ha la funzione di mantenere sostanzialmente inalterata la garanzia al variare delle condizioni di mercato. La CC&G può inoltre richiedere anche margini aggiuntivi infra-giornalieri nel caso si verificano anomale oscillazioni dei prezzi .

In tal modo la CC&G si assicura con ragionevole certezza di far fronte agli impegni assunti sul mercato.

Come sopra illustrato, operare in strumenti derivati Iso- $\alpha$  comporta degli obblighi, seppur indiretti, verso la CC&G. Infatti il sistema dei margini impone agli Aderenti la costituzione di garanzie sufficienti alla copertura dei costi teorici di liquidazione per chiudere le posizioni in essere nello scenario di mercato più sfavorevole, probabilisticamente possibile.

La CC&G non richiede il versamento di margini nel caso di acquisto di un'opzione call o put: in questo caso, infatti, l'acquirente non assume alcun impegno e il premio per l'opzione è pagato all'atto dell'operazione; sono invece richiesti versamenti differenti a seconda che si venda una opzione call o una opzione put, per le diverse caratteristiche delle due opzioni.

La vendita di un'opzione può essere chiusa anticipatamente, o alla scadenza, effettuando un'operazione di segno inverso: ad esempio, la vendita di 10 lotti di put sul titolo Fiat, con strike a 8

---

<sup>5</sup> Se per esempio, è stata venduta una put a € 0,5, per n. 1.000 pezzi, per uno strike di € 10 e scadenza gennaio '05, su un titolo Fiat ord., che al momento della vendita della put quota € 10, e l'oscillazione max (99,7% di probabilità) del titolo Fiat è fissata nel 10%, il corrispondente contratto put salirebbe a € 1,60 nella peggiore delle circostanze. La CC&G richiederà pertanto un versamento di € 1,6 X 1.000 (= € 1.600), con le quali può far fronte all'impegno assunto nel caso in cui il venditore non assolva ai suoi impegni.

e scadenza dicembre '04, effettuata il 2 settembre '04, può, successivamente, sino alla scadenza, essere chiusa acquistando una pari quantità di lotti del titolo Fiat, allo stesso prezzo strike, 8, e per la stessa scadenza, dicembre '04.

Alternativamente la vendita dell'opzione può essere chiusa alla scadenza rispettando l'impegno assunto, cioè, in caso di esercizio da parte della controparte, versando (1 lotto è pari a n. 500 azioni Fiat)  $\text{€ } 8 \times 500 \times 10 \text{ lotti} = \text{€ } 40.000$ .

In un mercato efficiente, alla scadenza, le due alternative risultano economicamente equivalenti, cioè – nel caso in cui il corso del titolo abbia raggiunto un prezzo inferiore allo strike, ad esempio € 7 - il valore dei lotti put che occorrerebbe acquistare per chiudere l'operazione, risulta pari (n. 10 x 500 x 1 = € 5.000) alla differenza ( $\text{€ } 7 \times 5.000 - \text{€ } 8 \times 5.000 = - \text{€ } 5.000$ ) che si determina rivendendo sul mercato le n. 5.000 azioni Fiat acquistate a € 8, in sede di esercizio della put<sup>6</sup>.

Da un punto di vista prettamente tecnico, poiché con la vendita di una put si assume l'impegno ad acquistare, ad un prezzo prestabilito, una fissata quantità di un determinato titolo, la copertura dell'operazione è data dalla liquidità necessaria ad assolvere l'impegno. Si osserva, al riguardo, che, essendo le opzioni put trattate sull'Iso- $\alpha$  di tipo americano, il rispetto dell'impegno può essere richiesto in qualunque giorno sino alla scadenza.

Potendo risultare oneroso detenere liquidità a pronta disponibilità, la copertura può essere anche costituita da titoli che assicurano, senza elementi di rischio, un immediato realizzo sul mercato per il valore necessario al rispetto dell'impegno assunto. Pertanto detti titoli devono assicurare, con certezza, la liquidabilità immediata sul mercato e un importo sufficiente a coprire l'impegno.

Occorre tuttavia osservare che il valore di una put, pur variando con la scadenza, il prezzo strike, la volatilità del titolo e le aspettative, di norma è ricompreso in un importo pari a un sottomultiplo del valore del titolo, che può essere, per esempio, intorno al 3 – 7%. In altri termini, se vendo una put introito subito 3 e mi impegno ad acquistare a 100 un determinato titolo, in qualunque giorno da oggi alla scadenza. Poiché la put venduta può essere in qualunque momento chiusa (quindi annullata) ricomprando la stessa sul mercato, una garanzia alternativa e meno onerosa è rappresentata da quell'importo a pronta disponibilità che consenta, in qualunque momento, di chiudere l'impegno con un'operazione di segno opposto. Ma il valore delle opzioni put

---

<sup>6</sup> L'acquirente dell'opzione put ha interesse ad esercitarla solo nel caso in cui il valore del titoli è inferiore al prezzo strike convenuto (€ 8). In tal caso infatti acquisirebbe un margine di guadagno, acquistando sul mercato le Fiat ad un prezzo inferiore a € 8 e rivendendo le stesse nella put. Sarà disposto, poi, a rivendere la put acquistata, solo nel caso in cui il ricavo che ne consegue è almeno pari a quello conseguibile con l'operazione anzidetta.

presenta una variabilità giornaliera apprezzabile, quindi la garanzia prestata deve poter consentire l'acquisto della put di segno opposto, nella peggiore delle evenienze straordinarie. Su questo principio si basa il valore dei margini richiesti dalla CC&G, che possono assumere un valore multiplo del prezzo scambiato sul mercato di Iso- $\alpha$ , ma assai inferiore al valore di 100 che sarebbe altrimenti necessario al rispetto dell'impegno insito nella put.

La garanzia imposta dalla CC&G – attraverso il versamento e l'adeguamento giornaliero dei margini - è pari all'ammontare di cui occorrerebbe disporre per acquistare, a chiusura dell'opzione venduta, una pari opzione con stesse caratteristiche di strike e scadenza, nel caso probabilisticamente estremo che il titolo sottostante subisse una variazione sfavorevole sino al 99,7% di probabilità. In tale evenienza il valore della put risulterebbe apprezzabilmente superiore a quello corrispondente ad una quotazione del sottostante sul valore strike convenuto. In altri termini, si calcola – sulla base della serie storica delle variazioni giornaliere riscontrate in un arco di tempo adeguato (finanche a 13 anni) – il valore massimo che può raggiungere la put nel corso di una giornata. D'altra parte occorre osservare che le opzioni Iso- $\alpha$  trattate sull>IDEM sono di tipo americano, cioè l'esercizio può essere richiesto in qualunque momento prima della scadenza. La CC&G che, come accennato, si costituisce come controparte di mercato, in luogo dell'intermediario, deve essere in grado – in maniera continuativa - di onorare gli impegni anche nelle evenienze eccezionalmente più sfavorevoli.

Il sistema per il calcolo dei margini, impiegato dalla CC&G, si basa su un modello di pricing avanzato (Cox-Ross-Rubinstein) che prende in considerazione il tempo alla scadenza dell'opzione (maturity), lo strike, il prezzo del sottostante nel momento della valutazione e la sua volatilità (serie storica delle variazioni). Quest'ultima caratteristica è stimata dalla CC&G e viene resa nota tramite la comunicazione dell'”Intervallo del margine”, calcolato per ciascuna attività sottostante appartenente all>IDEM e aggiornato dalla CC&G stessa quando da questa ritenuto necessario. L'intervallo del margine è posto pari ad un valore tale da fornire un livello di copertura almeno del 99,7% delle possibili variazioni giornaliere di prezzo che si possono verificare sul mercato. Calcolando il prezzo dell'opzione su questi valori estremi, i margini versati alla CC&G, saranno in grado di coprire le posizioni in essere senza rischio di insolvenza, con una probabilità del 99,7%<sup>7</sup>.

Nel caso della call si ha una perdita se il prezzo del sottostante sale, quindi l'importo del margine da versare è calcolato ipotizzando che il titolo raggiunga il suo valore massimo, valore questo calcolato in base all'intervallo del margine.

---

<sup>7</sup> Si osservi che, nei casi di eccezionali variazioni dei corsi, la CC&G può richiedere anche versamenti integrativi infra-giornalieri: viene in tal modo opportunamente coperta anche l'eventualità ricompresa nello 0,3% di probabilità non coperta dai margini iniziali.

Nel caso della put si ha una perdita se il prezzo del sottostante scende, quindi l'importo dei margini da versare è calcolato ipotizzando che il titolo raggiunga il suo valore minimo.

Per la vendita di opzioni Iso- $\alpha$  call esiste una deroga al principio generale di versamento dei margini: non è necessario il versamento se il soggetto che ha venduto la call possiede il titolo sottostante l'opzione nella quantità sufficiente. Ovviamente questi titoli vengono versati su un conto titoli appositamente segregato.

### **Aspetti normativi e regolamentari.**

L'art. 1 del T.U.F. (D. Lgs. N. 58/98) elenca gli "strumenti finanziari derivati" sottoposti alle disposizioni di legge:

- *i contratti futures su strumenti finanziari, su tassi di interesse, su valute, su merci e sui relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti;*
- *i contratti di scambio a pronti e a termine (swaps) su tassi di interesse, su valute, su merci nonché su indici azionari (equity swaps), anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti;*
- *i contratti a termine collegati a strumenti finanziari, a tassi di interesse, a valute, a merci e ai relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti;*
- *i contratti di opzione per acquistare o vendere gli strumenti indicati nei precedenti punti e i relativi indici, anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti;*
- *le combinazioni di contratti o di titoli indicati nei precedenti punti.*

L'art. 70 del T.U.F. prevede che la Banca d'Italia, d'intesa con la Consob, possa disciplinare il funzionamento di sistemi di compensazione e garanzia delle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari derivati, prevedendo l'obbligo dei partecipanti al sistema di effettuare versamenti di margini di garanzia.

La Banca d'Italia l'8/9/00 aveva emanato un apposito provvedimento, successivamente abrogato e sostituito dal provvedimento 22/10/02.

Con tali provvedimenti, nel disciplinare il sistema di compensazione e di garanzia delle operazioni concluse sui mercati regolamentati, si è disposto che gli "Aderenti generali" divengano controparte della Società di compensazione e garanzia, sia per le operazioni concluse per proprio

conto, sia per quelle dei propri committenti<sup>8</sup>, sia, infine, per quelle concluse direttamente dagli Aderenti indiretti. Questi ultimi, invece, hanno come controparte l'Aderente generale, distintamente per le operazioni proprie e per quelle dei propri committenti.

L'iniziale provvedimento dell'8/9/00 della Banca d'Italia stabiliva circostanziate disposizioni in merito al funzionamento del sistema di compensazione e garanzia, regolamentando i rapporti fra committente, Aderente e CC&G. Tuttavia l'applicazione alla CC&G di tale provvedimento è stata inizialmente sospesa e successivamente, con il provvedimento dell'ottobre '02, si è abrogato sia il menzionato provvedimento del settembre '00 sia il regolamento della CC&G emanato ai sensi dell'art.4 del predetto provvedimento<sup>9</sup>.

Il nuovo provvedimento della Banca d'Italia dell'ottobre '02 si limita a definire un quadro normativo di contorno ma demanda al Regolamento della CC&G la disciplina dei rapporti dei partecipanti al sistema di garanzia e compensazione.

La Banca d'Italia aveva inoltre già disciplinato con provvedimento dell'1/7/98 – con riferimento a SIM, Banche e Agenti di cambio – le modalità di deposito degli strumenti finanziari e delle somme di denaro di pertinenza della clientela. In tale provvedimento (punto 4.1 Disposizioni generali) la Banca d'Italia prevede che: *“Gli intermediari devono evitare compensazioni tra le posizioni (sia in lire sia in titoli) dei singoli clienti. Nelle ipotesi in cui operazioni effettuate per conto della clientela prevedano la costituzione e il regolamento dei margini presso terze parti, particolare cura dovrà essere prestata affinché le posizioni di ciascun cliente relative a tali margini siano mantenute costantemente distinte in modo tale da evitare compensazioni tra i margini incassati e dovuti relativi ad operazioni poste in essere per conto dei differenti clienti o per conto*

---

<sup>8</sup> “Committenti” sono i soggetti che danno mandato a un Aderente di negoziare e/o regolare operazioni;

<sup>9</sup> Il menzionato provvedimento disponeva che la società che gestisce il mercato comunicasse alla società di compensazione e garanzia i contraenti e gli altri dati identificativi dell'operazione. Gli Aderenti erano poi tenuti a comunicare alla Società di compensazione e garanzia i dati identificativi dei committenti. In tal modo la CC&G avrebbe conosciuto il dettaglio dei dati identificativi di tutti i committenti ultimi, che avessero disposto operazioni di mercato.

Sulla base delle menzionate comunicazioni, le posizioni contrattuali in essere sarebbero state dalla CC&G registrate in sottoconti distinti per ciascun committente. Anche l'Aderente Generale avrebbe dovuto evidenziare le posizioni contrattuali registrate nel conto terzi dell'Aderente indiretto in sottoconti distinti da cui risultassero le posizioni contrattuali dei singoli committenti.

Si stabiliva inoltre, con riferimento alle operazioni relative alle posizioni contrattuali dei committenti, il versamento dei margini iniziali alla CC&G in conformità dei termini e modalità da questa stabiliti nel proprio regolamento. Era inoltre previsto che tali margini dovessero essere versati secondo una delle seguenti modalità di calcolo: a) sul saldo ottenuto dalla compensazione complessiva delle posizioni in essere presso l'Aderente generale e indiretto del conto terzi (marginazione netta); b) sul saldo ottenuto dalla compensazione registrata in ciascun sottoconto dei committenti (marginazione lorda). Anche nel primo caso (lettera a) gli Aderenti generali, su richiesta, avrebbero potuto effettuare per singolo committente il versamento dei margini e, comunque, il versamento dei margini degli Aderenti indiretti agli Aderenti diretti per le operazioni dei propri committenti era sempre effettuato secondo la modalità b) (marginazione lorda).

Inoltre, ove previsto dal relativo schema contrattuale, doveva essere versato nelle giornate successive all'operazione il margine di variazione – dagli Aderenti generali alla CC&G, dagli Aderenti indiretti agli Aderenti generali e dai committenti agli Aderenti – nelle modalità e nei termini stabiliti nel regolamento della CC&G stessa.

*dell'intermediario medesimo. Pertanto, ove le disponibilità sui conti dei singoli clienti siano insufficienti, l'intermediario non potrà in nessun caso utilizzare le somme in eccesso detenute per conto di altri clienti. Resta ferma la possibilità per l'intermediario di concedere al cliente l'eventuale finanziamento – che dovrà essere prontamente rilevato nella contabilità aziendale – necessario per la conclusione delle operazioni.”*

A quest'ultimo riguardo l'art. 47 del Regolamento Consob N. 11522/98, attuativo del T.U.F. D. LGS 58/98, prevede che: “..... il contratto con gli investitori deve indicare i tipi di finanziamento previsti, il tasso di interesse e ogni altro prezzo e condizione praticati o i criteri oggettivi per la loro determinazione, nonché gli eventuali maggiori oneri applicabili in caso di mora; (.....). Configura concessione di finanziamenti l'effettuazione di operazioni di pronti contro termine, di riporto, di prestito titoli e di ogni altra analoga operazione finalizzata all'acquisizione da parte dell'investitore a titolo di provvista di somme di denaro o strumenti finanziari contro pagamento di un interesse: a) il cui ricavato sia destinato all'esecuzione di operazioni relative a strumenti finanziari nelle quali interviene l'intermediario; b) in cui l'intermediario acquisisce dall'investitore, a fronte del finanziamento concesso, adeguate garanzie; di regola, gli strumenti finanziari costituiti in garanzia sono gli stessi oggetto delle operazioni di cui alla lett. a). Il valore degli strumenti finanziari acquisiti in garanzia deve risultare congruo rispetto all'importo del finanziamento concesso.”

Il Regolamento Consob inoltre all'art. 30 (in precedenza art.7, comma 2, reg. Consob n. 10943/97), prevede che il contratto deve: “ indicare e disciplinare, nei rapporti di negoziazione e ricezione e trasmissione di ordini, le modalità di costituzione e ricostituzione della provvista o garanzia delle operazioni disposte, specificando separatamente i mezzi costituiti per l'esecuzione delle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari derivati e warrant.”.

A quest'ultimo disposto è poi collegato il già menzionato art. 28 del Regolamento laddove prevede che: “ Gli intermediari autorizzati informano prontamente e per iscritto l'investitore appena le operazioni in strumenti derivati e in warrant da lui disposte per finalità diverse da quelle di copertura abbiano generato una perdita, effettiva o potenziale, pari o superiore al 50% del valore dei mezzi costituiti a titolo di provvista e garanzia per l'esecuzione delle operazioni. Il valore di riferimento di tali mezzi si ridetermina in occasione della comunicazione all'investitore della perdita, nonché in caso di versamenti o prelievi. Il nuovo valore di riferimento è prontamente comunicato all'investitore. In caso di versamenti o di prelievi è comunque comunicato all'investitore il risultato fino ad allora conseguito.” A questo riguardo la Consob aveva già precedentemente (Com. n. 98080595/98, n. 98088209/98) avuto modo di precisare che: “Nel caso

*gli investitori decidano di operare su strumenti finanziari derivati in un momento successivo, il contratto dovrà essere integrato con l'indicazione di tale ammontare.”*

In altra Comunicazione (n. DEM/69397/00) la Consob - con riferimento alla segnalazione della perdita superiore al 50% e alla separazione dei mezzi costituiti per l'esecuzione delle operazioni su derivati – ha avuto modo di precisare che: “... *La ratio sottesa alle due disposizioni è quella di fornire una maggiore tutela dell'investitore, soprattutto con riferimento alla operatività su particolari strumenti finanziari caratterizzata da ampia volatilità e, quindi, da elevata rischiosità per l'investitore medesimo. Tale tutela si realizza sia nella fase contrattuale, con la previsione di specificare separatamente i mezzi costituiti per l'esecuzione delle suddette operazioni, sia in una fase successiva, prevedendo l'obbligo a carico dell'intermediario di informare prontamente l'investitore in caso di perdite”.*

In un'altra Comunicazione ancora (n. DI/98088209 del 98) la Consob aveva fornito due specifiche precisazioni: a) “*sui contratti derivati per i quali è previsto un sistema di margini “mark to market”, la comunicazione è dovuta una volta che la somma algebrica dei margini accreditati e addebitati, che riflette l'andamento economico delle posizioni aperte, ha determinato una riduzione del 50% del valore del capitale di riferimento.”* b) “... *i fondi dedicati all'operatività in strumenti finanziari derivati devono essere specificati anche nel caso all'investitore sia concesso di operare nell'ambito di un “generico affidamento globale”, non rilevando, ai fini della norma in esame, a quale titolo i medesimi fondi siano messi a disposizione del cliente.”*

La Consob, infine, nella Comunicazione n. DI/99037128 dell'11/5/99, nel richiamare la definizione contrattuale dei termini di finanziamento e l'adeguatezza delle garanzie prestate – previste dalla sopra riportata disposizione regolamentare – sottolinea anche che: “*in applicazione delle regole generali di comportamento, l'intermediario dovrà preventivamente informare l'investitore delle conseguenze di tali modalità operative in termini di rischiosità (art. 28, comma 2, del Regolamento Consob n. 11522/98); l'intermediario dovrà poi attentamente valutare l'adeguatezza delle singole operazioni disposte dall'investitore, tenendo in debito conto dell'esistenza del finanziamento (art. 29 del Regolamento Consob n. 11522/98)”.*