

Il modello di controllo delle società incide fortemente sulla dimensione del consiglio di amministrazione: le società controllate attraverso patti di sindacato hanno in media circa tre consiglieri in più rispetto alle società controllate di diritto (in media un amministratore esecutivo e circa due non esecutivi in più) e circa due in più rispetto a quelle controllate di fatto (Tav. 6).

Tav. 6

Numero medio di amministratori delle società quotate in Borsa nel 2005 per modello di controllo

Modello di controllo	Amministratori esecutivi	Amministratori non esecutivi	Totale
Di diritto	3,1	6,6	9,7
Di fatto	2,6	7,7	10,3
Non controllate	4,0	7,2	11,2
Patto di sindacato	4,1	8,3	12,4

Fonte: Consob.

La dimensione del consiglio è, tuttavia, condizionata anche dal settore di appartenenza della società (sebbene questo risulti a sua volta correlato con il modello di controllo): il 90 per cento delle assicurazioni e oltre l'80 per cento delle banche hanno un consiglio composto da più di dieci membri, mentre consigli con oltre dieci membri si ritrovano solo nel 35 per cento circa delle società industriali e nel 44 per cento circa delle società di servizi (Tav. 7).

Tav. 7

Distribuzione delle società quotate in Borsa nel 2005 per numero di componenti del consiglio di amministrazione in relazione al settore di attività (valori percentuali)

Settori	Numero di componenti del consiglio di amministrazione ¹				Totale
	< 6	6 - 10	11 - 15	> 15	
Assicurativo	--	10,0	30,0	60,0	100,0
Bancario	--	18,8	40,6	40,6	100,0
Finanziario	5,3	55,3	31,6	7,9	100,0
Industriale	11,5	53,1	32,3	3,1	100,0
Servizi	9,3	46,5	37,2	7,0	100,0

Fonte: Consob. ¹ La mancata quadratura del totale riferito al settore finanziario è dovuta agli arrotondamenti.

Come in passato, il fenomeno del cosiddetto *interlocking* rimane un tratto caratteristico della struttura dei consigli di amministrazione delle società quotate italiane, sebbene in parte legato al fenomeno della diffusione delle strutture di gruppo. Oltre l'80 per cento delle società quotate ha un consiglio composto da almeno un membro che ha cariche in altre società quotate (anche se in alcuni casi si tratta di società dello stesso gruppo). In 121 società (quasi la metà del numero di società quotate) oltre il 50 per cento dei componenti del consiglio ha cariche in altre società quotate (Tav. 8).

Tav. 8

Società quotate in Borsa interessate da *interlocking* nel 2005

Quota dei componenti del consiglio di amministrazione con più di una carica	Numero di società
< del 25 per cento	78
dal 25 al 50 per cento	13
dal 51 al 75 per cento	78
> del 75 per cento	43
<i>Totale</i>	212
<i>in percentuale del totale delle società quotate</i>	82,8

II – I MERCATI

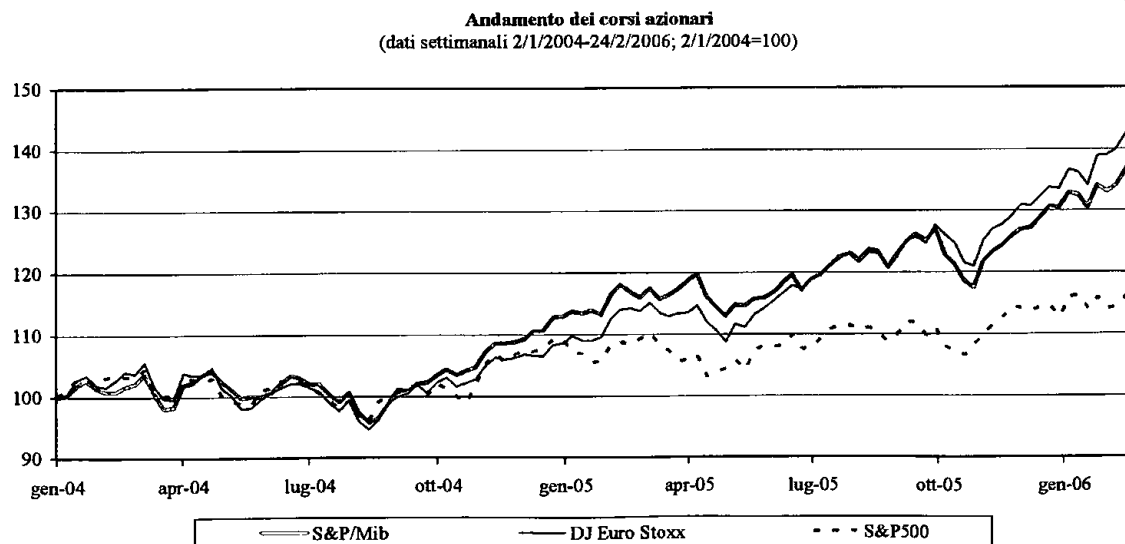
1. I mercati azionari

Nel 2005 è proseguita la crescita dell'economia mondiale, sebbene a un tasso lievemente inferiore a quello registrato nell'anno precedente. Secondo le stime dell'Isae, il prodotto lordo globale è cresciuto del 4,5 per cento (5 per cento nel 2004). Il buon andamento della congiuntura mondiale si è realizzato nonostante le tensioni sul mercato dell'energia, derivanti soprattutto dall'aumento del prezzo del petrolio, e malgrado l'acuirsi delle differenze nella crescita tra le principali aree industriali. Alla elevata espansione degli Stati Uniti, alla crescita della Cina e alla rapida ripresa dell'economia del Giappone si affianca, infatti, una debole attività produttiva nell'area dell'euro. L'Italia, come nel 2004, si è collocata tra i paesi a più basso sviluppo registrando un tasso di crescita prossimo allo zero.

Le prospettive di crescita rimangono positive per le maggiori economie, sebbene permangano alcune incertezze legate alla dinamica del prezzo del petrolio e al possibile rallentamento dell'attività degli Stati Uniti. Per l'area euro, inclusa l'Italia, si prevede una modesta accelerazione che dovrebbe contribuire a ridurre la distanza rispetto all'economia statunitense.

L'andamento dei corsi azionari, positivo su tutti i maggiori mercati nonostante le incertezze a livello macroeconomico, non ha tuttavia riflesso le divergenze nei tassi di sviluppo delle varie aree (Fig. 22).

Fig. 22

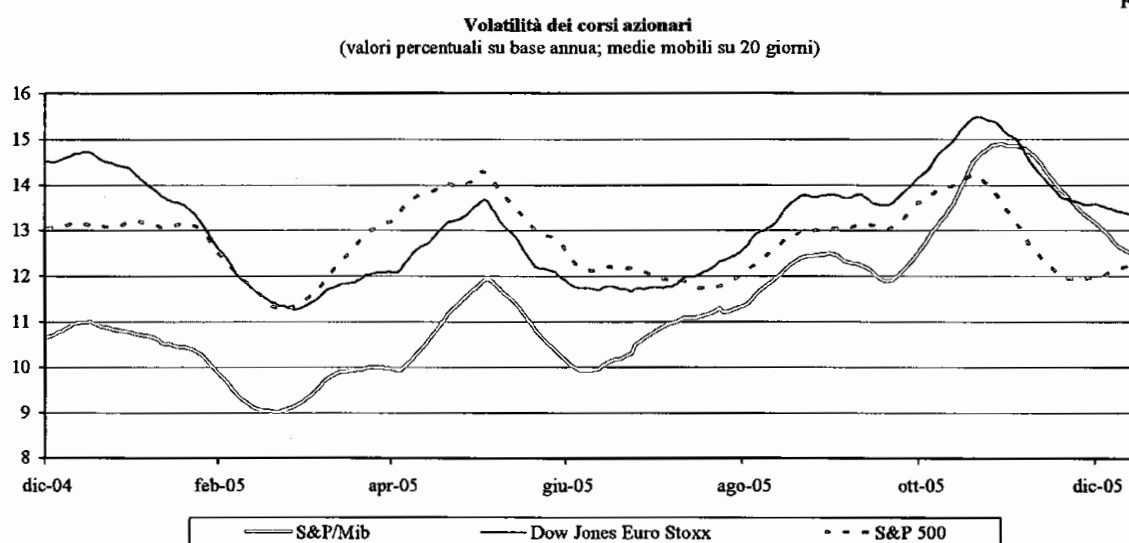


Fonte: Thomson Financial Service.

Nel 2005 la crescita dell'indice *Dow Jones Euro Stoxx*, relativo alle azioni delle maggiori società europee dell'area euro, si è attestata al 22 per cento, superando nettamente l'incremento, pari al 5 per cento, dell'indice *Standard & Poor's 500*, riferito alle maggiori società quotate sul mercato statunitense. Nello stesso periodo sono cresciuti anche i prezzi delle azioni italiane, benché l'apprezzamento dell'indice S&P/Mib, pari al 14 per cento, sia stato più contenuto rispetto a quello rilevato per l'area euro.

La volatilità dei corsi azionari, che presenta un andamento simile per il mercato europeo e per quello statunitense, non ha subito cambiamenti rilevanti nel 2005, mantenendosi su livelli storicamente bassi (Fig. 23).

Fig. 23

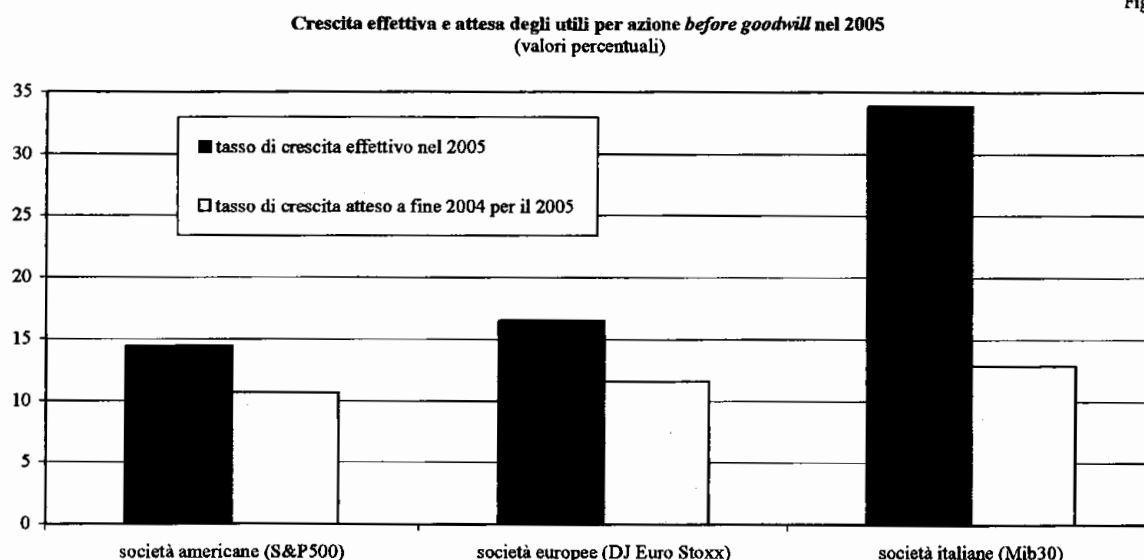


Fonte: Bloomberg. Volatilità implicita desunta dai prezzi delle opzioni sugli indici.

Il disallineamento tra andamento dell'economia reale e crescita dei corsi azionari fra area dell'euro e Stati Uniti sembra da ricollegare principalmente alla dinamica degli utili societari. Nel 2005 il tasso di crescita effettivo degli utili per azione per le società europee è stato del 16 per cento circa, contro il 14 per cento circa per le imprese americane; inoltre, il tasso di crescita effettivo degli utili delle imprese europee nel 2005 ha superato di circa 5 punti percentuali il valore atteso a fine 2004 (cosiddetto "*earning surprise*"), mentre tale differenziale è stato pari al 3,7 per cento per le imprese americane. Per le grandi imprese quotate italiane la crescita effettiva degli utili per azione risulta assai più elevata rispetto alle imprese europee e americane, fenomeno in linea con la forte crescita della redditività evidenziata dalle prime semestrali 2005 sia per i gruppi non finanziari (si

veda il § 1. del precedente del Capitolo I) sia per i principali gruppi bancari (si veda il § 2. del successivo Capitolo III) (Fig. 24).

Fig. 24



Fonte: Thomson Financial Services e dati IBES sulle previsioni degli utili a 12 mesi prima dell'ammortamento dell'avviamento e di altre componenti atipiche di reddito a fine dicembre 2004 e sull'utile effettivo 2005 (stima a marzo 2006).

Secondo alcuni analisti, una possibile spiegazione della migliore performance delle imprese europee, nonostante il quadro congiunturale sia meno favorevole rispetto agli Stati Uniti, è da ricercare nel fatto che per le grandi imprese europee (cioè quelle incluse nei maggiori indici di borsa) la quota sul fatturato delle esportazioni verso paesi a elevati tassi di crescita è più elevata rispetto a quella delle imprese americane.

Le maggiori incertezze che connotano la congiuntura europea sembrerebbero, tuttavia, aver determinato, nel corso del 2005, aspettative di tassi di crescita degli utili per il 2006 inferiori rispetto a quelli attesi per le imprese americane.

Il dato costituisce, tuttavia, un'inversione di tendenza rispetto agli anni precedenti, quando le previsioni di crescita degli utili delle società europee sono risultate superiori, o al più, allineate, a quelle riferibili alle società statunitensi (Fig. 25). Le aspettative relative alle imprese europee, elaborate dagli analisti finanziari su un orizzonte annuale, risultano, altresì, in flessione a partire dall'ultimo trimestre 2005; per gli Stati Uniti, viceversa, le previsioni sono lievemente migliorate nel corso dell'anno. Inoltre, come confermato dal grado di dispersione delle aspettative, le previsioni risultano più stabili per le società statunitensi rispetto a quelle relative alle società europee, benché per queste ultime il grado di incertezza si sia ridotto a partire dal secondo semestre del 2003 (Fig. 26).

Fig. 25

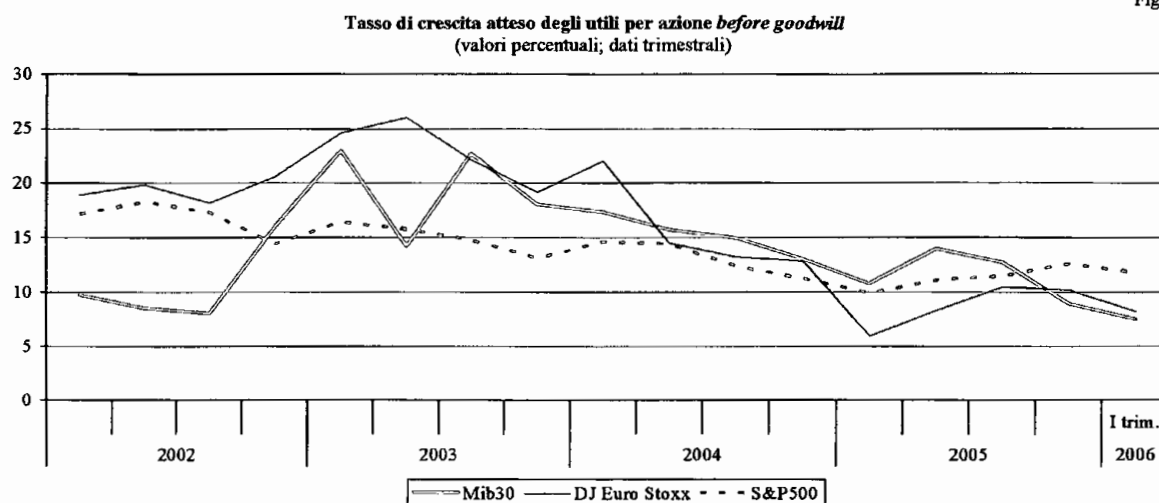
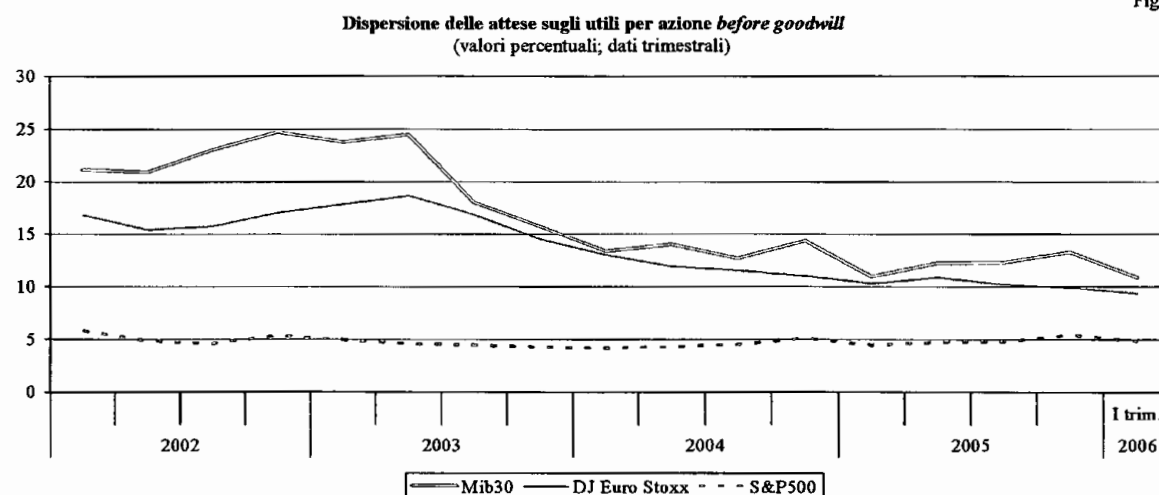


Fig. 26

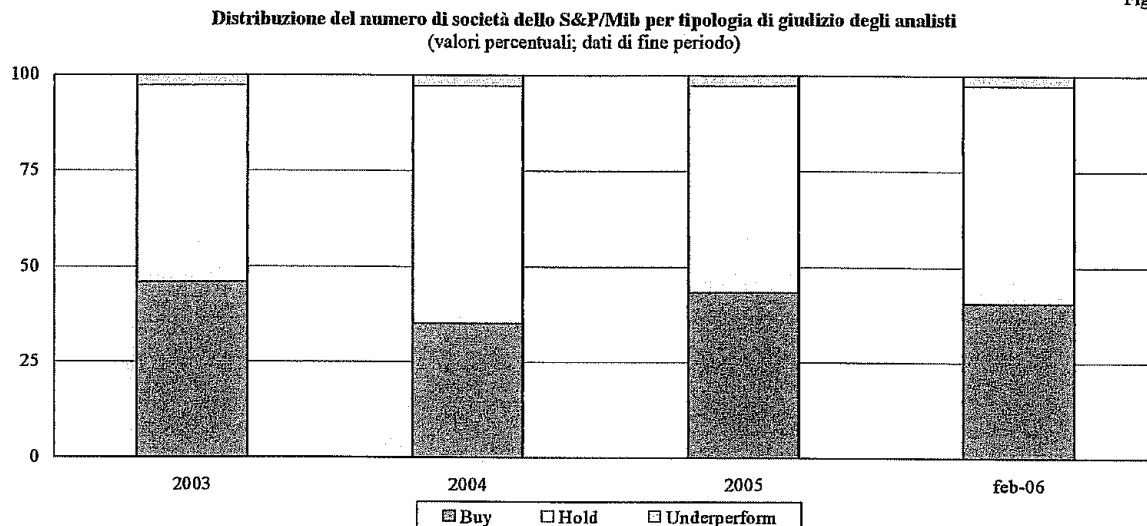


L'aggiustamento al ribasso delle previsioni sui tassi di crescita degli utili per azione ha interessato anche le società italiane; il grado di dispersione di tali previsioni è, inoltre, maggiore rispetto a quello medio europeo.

L'andamento decrescente del tasso di crescita atteso degli utili per il mercato azionario italiano, fra la fine del 2003 e i primi mesi del 2006, si riflette in parte nella variazione dei dati sul "consensus" degli analisti finanziari elaborati dalla società specializzata IBES. Fra la fine del 2003 e febbraio 2006, la percentuale di società incluse nell'indice S&P/Mib con un giudizio "buy" è, infatti, scesa dal 45,9 al 40,5, mentre la percentuale di società con giudizio "hold" è cresciuta dal 51,4 al 56,8 (Fig. 27). Analogamente, il

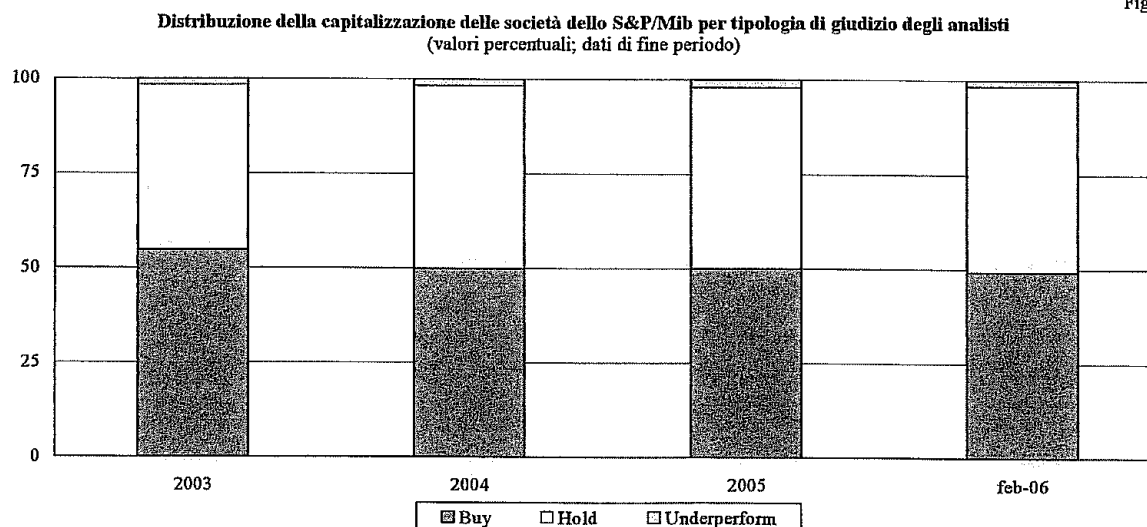
peso sulla capitalizzazione dell'indice delle società con un giudizio "buy" è sceso dal 54,6 al 49,2 per cento, mentre il peso delle società con giudizio "hold" è salito dal 43,8 al 49,2 (Fig. 28).

Fig. 27



Fonte: Thomson Financial Service; stime IBES sul Consensus degli analisti finanziari. Il dato non include le società Terna, Stmicroelectronics e Lottomatica, per le quali non sono disponibili dati omogenei sul Consensus nei tre anni considerati.

Fig. 28



Fonte: Thomson Financial Service; stime IBES sul Consensus degli analisti finanziari. Il dato non include le società Terna, Stmicroelectronics e Lottomatica, per le quali non sono disponibili dati omogenei sul Consensus nei tre anni considerati.

Sul piano strutturale, il mercato azionario italiano continua a caratterizzarsi per una dimensione contenuta del listino e per un basso (sia pure crescente) peso della capitalizzazione di borsa rispetto al Pil.

A fine 2005 il numero di società quotate domestiche era pari a 275, registrando un incremento di 6 unità rispetto all'anno precedente (Appendice, Tav. A.9). Tale variazione risulta da 19 nuove ammissioni e

da 13 revoche. Inoltre, il numero di società di nuova quotazione (Ipo) è stato più elevato di quello dell'anno precedente, sia per quanto riguarda la Borsa (10 nel 2005 contro 6 nel 2004) sia per quanto riguarda il Mercato Expandi (5 nel 2005 contro 2 nel 2004).

La capitalizzazione di Borsa è cresciuta del 16 per cento (+ 19 per cento nel 2004), passando da 581 a 676 miliardi di euro. Hanno registrato un incremento sia la capitalizzazione del mercato Mta/Mtax, da 576 a 669 miliardi di euro, sia quella del Mercato Expandi, da 5 a 7 miliardi di euro. In percentuale del Pil la capitalizzazione di Borsa è passata da 42 a 49 per cento circa, registrando un incremento di circa 7 punti percentuali.

Il monte dividendi pagato dalle società quotate ha totalizzato 26,2 miliardi di euro, mentre nel 2004 era stato pari a 24 miliardi. Il dividend yield del mercato a fine 2005 è sceso, tuttavia, al 3 per cento, contro il 3,4 per cento del 2004, a causa dell'incremento dei corsi.

Nel 2005 si è registrata una fortissima crescita del controvalore degli scambi, che ha raggiunto il massimo storico di 893 miliardi di euro (+39 per cento rispetto al 2004). È, altresì, cresciuto il turnover, ossia il rapporto tra il controvalore degli scambi e la capitalizzazione media dell'anno, passando da 1,1 nel 2004 a 1,3 nel 2005.

Il mercato italiano, in linea con le tendenze internazionali, ha registrato un aumento delle emissioni azionarie realizzate attraverso operazioni di aumento di capitale a pagamento e operazioni finalizzate all'ammissione a quotazione (si veda il § 4. del precedente Capitolo I). Tali operazioni hanno consentito di raccogliere complessivamente 13,2 miliardi di euro (a fronte dei 3,6 nel 2004), valore tuttavia ampiamente inferiore ai dividendi distribuiti (si veda il § 2. del precedente Capitolo I).

L'importo degli aumenti di capitale riflette il valore degli acquisti netti di azioni quotate (ripartito per settore istituzionale) stimato dalla Banca d'Italia. Secondo tali stime, nel 2005 gli acquisti netti di azioni quotate italiane sono stati pari a 12,6 miliardi di euro e risultano quasi triplicati rispetto all'anno precedente. I fondi comuni italiani, così come accaduto nel 2004, hanno prevalentemente disinvestito; risultano venditori netti anche gli operatori non residenti per un importo pari a circa 8,3 miliardi di euro (mentre nel 2004 erano stati acquirenti netti per oltre 13 miliardi di euro). Le banche hanno, invece, fornito un contributo nettamente positivo con acquisti netti per 7,3 miliardi di euro (Tav. 9).

Tav. 9

Acquisti netti di azioni quotate Italiane¹
(milioni di euro)

	Banca d'Italia UIC	Fondi comuni ²	Banche	Sottoscrittori			Estero	Totale
				Compagnie di assicurazione	Altri investitori ³			
2000	231	49	4.592	3.328	2.663		-1.714	9.148
2001	201	-1.787	-8.270	-594	17.153		-532	6.171
2002	346	-1.133	8.947	-4.847	7.735		-7.155	3.893
2003	96	229	-8.085	4.200	14.670		-2.400	8.710
2004	36	-133	576	5.245	-2.526		13.381	3.197
2005 ⁴	-736	-130	7.382				-8.295	12.600

Fonte: Banca d'Italia. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² Il dato è relativo ai fondi comuni di diritto italiano. ³ Famiglie, imprese, amministrazioni centrali e locali, Cassa DD. PP., Sim e Istituti di Previdenza. ⁴ Dati provvisori.

2. I mercati di strumenti derivati

Il mercato mondiale degli strumenti finanziari derivati, non quotati (cosiddetti *over-the-counter* o *Otc*) e quotati (cosiddetti *exchange traded*), ha sperimentato tassi di crescita significativi nel 2004 e nel primo semestre del 2005.

Secondo la rilevazione curata dalla Banca dei Regolamenti Internazionali (Bri) con riferimento ai paesi del G-10, il valore nozionale delle posizioni in derivati *Otc* ammontava a circa 252.000 miliardi di dollari Usa a dicembre 2004 (+ 28 per cento rispetto all'anno precedente) e a circa 270.000 miliardi di dollari nel primo semestre 2005 (+7 per cento circa rispetto a dicembre 2004; Tav. 10). Il controvalore nozionale dei derivati *exchange traded* era pari a circa 47.000 miliardi di dollari a fine 2004 (+19 per cento rispetto al 2003) e a circa 58.000 miliardi a settembre 2005 (+25 per cento rispetto al 2004).

Tav. 10

Valore nozionale degli strumenti derivati nei paesi del G-10
(consistenze di fine periodo; valori in miliardi di dollari Usa)

	2001		2003		2004		2005 - I semestre	
	Valore nozionale	Peso sul totale ¹	Valore nozionale	Peso sul totale ¹	Valore nozionale	Peso sul totale ¹	Valore nozionale	Peso sul totale ¹
Derivati Otc								
Derivati								
Su tassi di interesse	77.568	69,8	141.991	72,0	190.502	75,6	204.393	75,7
Su tassi di cambio	16.748	15,1	24.475	12,4	29.580	11,7	31.075	11,5
Su azioni	1.881	1,7	3.787	1,9	4.385	1,7	5.145	1,9
Su altri strumenti	14.981	13,5	26.914	13,7	27.356	10,9	29.486	10,9
Totale Otc (A)	111.178	100,0	197.167	100,0	251.823	100,0	270.099	100,0
di cui in contropartita con enti non finanziari	14.057		27.900		29.348		32.775	
Derivati Exchange Traded²								
Futures								
Su tassi di interesse	9.270	39,0	13.124	33,6	18.165	39,0	19.860	34,1
Su tassi di cambio	66	0,3	80	0,2	104	0,2	110	0,2
Su azioni	334	1,4	549	1,4	635	1,4	727	1,2
Opzioni								
Su tassi di interesse	12.493	52,6	23.034	59,0	24.604	52,8	32.795	56,3
Su tassi di cambio	27	0,1	38	0,1	61	0,1	63	0,1
Su azioni	1.575	6,6	2.202	5,6	3.024	6,5	4.727	8,1
Totale Exchange Traded (B)	23.765	100,0	39.027	100,0	46.593	100,0	58.282	100,0
Totale Derivati (A + B)	134.943		236.194		298.416		328.381	

Fonte: BRI - Quarterly Review, dicembre 2005. ¹ Valori in percentuale. ² I dati relativi al 2005 si riferiscono ai primi nove mesi dell'anno.

I derivati Otc continuano a rappresentare una proporzione consistente del mercato complessivo dei derivati (oltre l'80 per cento). La componente principale è costituita dai derivati sui tassi di interesse, il cui controvalore nozionale alla fine del primo semestre del 2005 si attestava intorno ai 204.000 miliardi di dollari, pari al 76 per cento dell'intero mercato dei derivati Otc; seguono i derivati su tassi di cambio e merci e su altri strumenti, che pesavano, rispettivamente, per circa il 12 e l'11 per cento. Continua a essere marginale il peso dei derivati su azioni e indici azionari, che si ragguaglia a meno del 2 per cento del totale.

La quota ascrivibile ai derivati su tassi di interesse è predominante anche con riferimento ai derivati exchange traded: in particolare, a fine giugno 2005 i futures e le opzioni su tassi di interesse pesavano complessivamente per il 90 per cento dell'intero mercato.

Il mercato dei derivati Otc in Italia manifesta tendenze e caratteristiche strutturali in linea con quelle emerse negli anni precedenti, come risulta dalla rilevazione semestrale della Banca d'Italia relativa all'operatività di un campione di gruppi bancari maggiormente rappresentativi del comparto. In particolare, il valore nozionale delle posizioni in derivati in essere presso le banche italiane al primo semestre 2005 rappresenta ancora una quota modesta del mercato mondiale (2,2 per cento a fronte del 2,1 nel 2004), benché continui a crescere a un tasso superiore. Le posizioni in essere a fine giugno 2005 raggiungevano infatti un controvalore nozionale pari a poco più di 5.800 miliardi di dollari Usa, registrando così una crescita dell'11 per cento circa rispetto ai 5.300 miliardi di dollari della fine del 2004 (tale dato per il 2004 coincide sostanzialmente con quello relativo ai primi dieci gruppi bancari desunto dai dati di bilancio; si veda il § 2. del successivo Capitolo III). Coerentemente con quanto rilevato per il mercato mondiale, il peso dei contratti relativi a tassi di interesse risulta predominante (93 per cento circa) (Tav. 11).

Tav. 11

Valore nozionale degli strumenti derivati Otc in Italia
(consistenze di fine periodo; valori in miliardi di dollari Usa)

	2001		2003		2004		2005 - I semestre	
	Valore nozionale	Peso sul totale ¹	Valore nozionale	Peso sul totale ¹	Valore nozionale	Peso sul totale ¹	Valore nozionale	Peso sul totale ¹
Derivati								
Su tassi di interesse	1.724	85,7	4.241	92,4	4.905	92,8	5.413	92,7
Su tassi di cambio	246	12,2	207	4,5	247	4,7	259	4,4
Su azioni e merci	42	2,1	140	3,1	133	2,5	166	2,9
Totale Otc	2.012	100,0	4.588	100,0	5.285	100,0	5.838	100,0
<i>di cui in contropartita con enti non finanziari</i>			328		330		309	

Fonte: Banca d'Italia. ¹ Valori in percentuale.

Al 30 giugno 2005 il valore di mercato delle posizioni in derivati, ossia il controvalore monetario che sarebbe necessario pagare o che si incasserebbe per liquidare le posizioni, è risultato pari a poco più di 99 miliardi di dollari per le posizioni in attivo e a poco più di 95 miliardi per le posizioni in perdita. Se tutte le banche avessero chiuso le posizioni in derivati a fine giugno 2005 avrebbero quindi ottenuto un profitto

netto pari a 4 miliardi di dollari. A fine 2004 il saldo risultava parimenti positivo ma più contenuto (3,5 miliardi di dollari).

Con riferimento alla ripartizione dei contratti derivati Otc per controparte, l'operatività delle banche italiane continua a coinvolgere prevalentemente istituzioni finanziarie; risulta, invece, in calo il peso dell'operatività in contropartita con enti non finanziari, costituiti in prevalenza da imprese ed enti pubblici (5 per cento a fine giugno 2005, contro il 6 per cento a fine 2004 e il 7 per cento a fine 2003).

Il mercato italiano dei derivati cosiddetti *exchange traded* è rappresentato dal "Mercato Italiano dei Derivati" (Idem) gestito da Borsa Italiana Spa, sul quale è possibile negoziare esclusivamente derivati su strumenti e indici azionari. Il valore nozionale delle posizioni in derivati aperte sull'Idem (cosiddetto *open interest*) a fine 2005 risultava pari a circa 5,2 miliardi di euro (circa 6,2 miliardi di dollari), di cui il 92 per cento circa riferibile a posizioni aperte sui *future* sull'indice S&P/Mib (Tav. 12).

Tav. 12

Scambi sull'Idem nel 2005
(valori monetari in milioni di euro)

	Numero di lotti eseguiti ¹	Media giornaliera ¹	Variazione percentuale ²	Controvalore nozionale degli scambi	Valore nozionale delle posizioni aperte a fine anno
Future su Indice	3.581	13,9	+ 7,5	585.445	4.277
Opzioni su Indice	2.598	10,1	+ 17,0	209.526	217
Opzioni su azioni	12.440	48,6	+ 30,1	54.701	292
Mini future su Indice	1.294	5,0	- 12,9	42.330	77
Future su azioni	5.958	23,3	+ 243,6	34.734	291
<i>Totale</i>	<i>25.871</i>			<i>926.736</i>	<i>5.154</i>

Fonte: elaborazioni Consob su dati Borsa Italiana Spa. ¹ Migliaia di contratti. ² Rispetto all'anno 2004.

Il valore delle posizioni aperte sull'Idem corrisponde a circa lo 0,1 per cento delle posizioni in essere in derivati Otc rilevate a fine giugno 2005 dalla Banca d'Italia. Il peso marginale dell'Idem sull'intero mercato italiano dei derivati riflette, tuttavia, la sua specializzazione esclusiva sui prodotti azionari. Anche a livello internazionale i volumi di attività su tali prodotti risultano sempre strutturalmente inferiori rispetto all'operatività sui derivati su tassi di interesse e di cambio, come ampiamente documentato dalle statistiche della Bri.

L'Idem rappresenta tuttavia un comparto importante per il funzionamento complessivo dei mercati azionari gestiti da Borsa Italiana Spa e continua a far registrare tassi di crescita elevati.

Nel 2005 è proseguita, infatti, la crescita degli scambi sull'Idem: il numero dei contratti conclusi si è attestato attorno ai 26 milioni, registrando così un incremento pari a circa il 42 per cento rispetto all'anno precedente. La crescita maggiore si è registrata per i futures aventi come sottostante titoli azionari (+ 244 per cento circa), con scambi mediamente pari a oltre 23.000 contratti al giorno corrispondenti a un controvalore di circa 35 miliardi di euro. La Borsa Italiana ha, inoltre, continuato ad aumentare la disponibilità della scelta tra i titoli sottostanti ai futures, che a fine 2005 erano 33, a fronte dei 22 a fine 2004. Continua, sebbene a un tasso più contenuto rispetto a quello rilevato l'anno precedente, la

contrazione dei volumi relativi al contratto mini futures su indice (-13 per cento circa a fronte di -42 per cento rilevato a fine 2004). Si registra, viceversa, un'inversione di tendenza con riguardo al contratto future sull'indice S&P/Mib, con scambi superiori di circa l'8 per cento rispetto all'anno precedente. I comparti delle opzioni su azioni e su indice, infine, registrano entrambi un incremento pari, rispettivamente, a 30 e 17 per cento.

Per ciò che riguarda in particolare il comparto delle opzioni sull'indice azionario S&P/Mib, i dati sulle contrattazioni nel biennio 2004-2005 mostrano talune regolarità nel funzionamento del mercato (Riquadro 2).

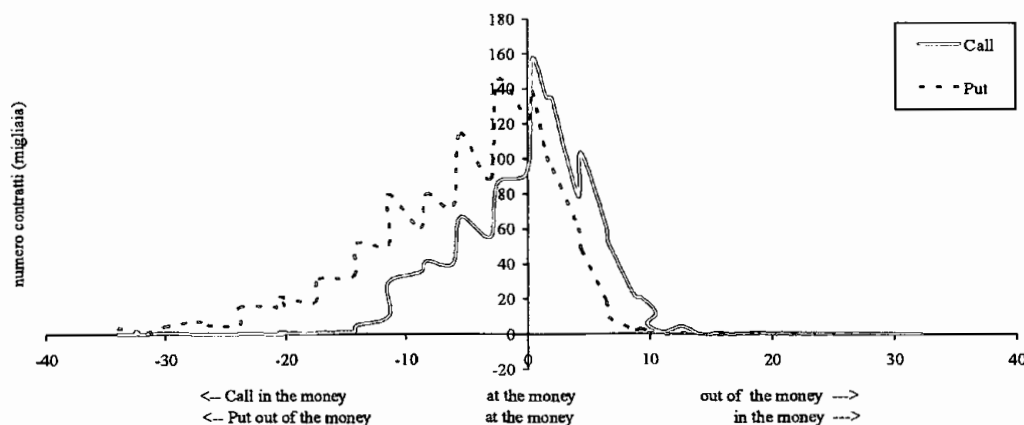
Riquadro 2

Caratteristiche del mercato delle opzioni sull'indice S&P/Mib negoziate sull'Idem

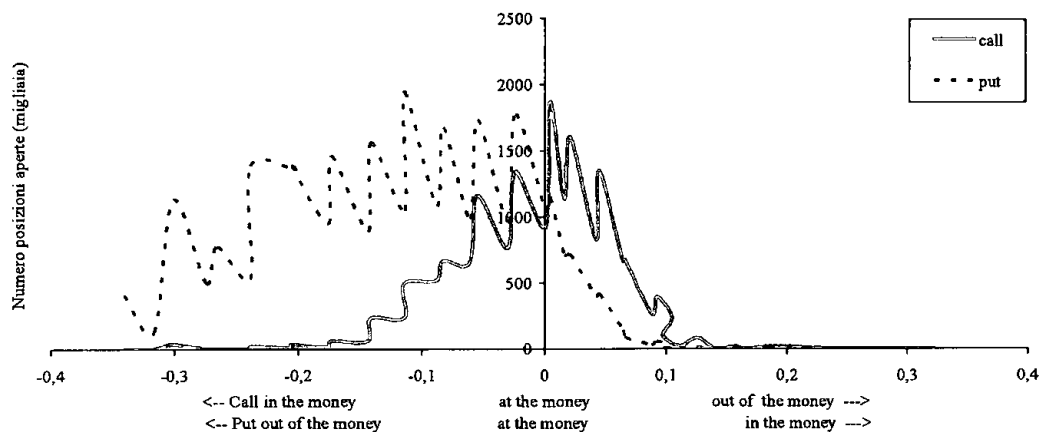
Il mercato dei derivati cosiddetti *exchange traded* su strumenti e indici azionari è nato in Italia nel 1995 e, da allora, con la privatizzazione del mercato di borsa e le numerose innovazioni nella microstruttura e nelle modalità di negoziazione, ha conosciuto un notevole sviluppo. Un segmento importante del mercato è rappresentato dalle opzioni sull'indice azionario S&P/Mib, mercato che presenta ormai alcune regolarità empiriche di funzionamento.

L'analisi degli scambi mostra che i contratti di tipo *put* (cioè il diritto a vendere) vengono scelti come strumento di copertura dal rischio di ribassi dell'indice; infatti, sebbene le negoziazioni si svolgano prevalentemente sulle serie cosiddette "*at the money*" (cioè con prezzo di esercizio vicino al prezzo corrente), per le *put* si presenta una maggiore propensione all'acquisto di contratti *out of the money* (cioè con prezzo di esercizio largamente inferiore al prezzo corrente). La stessa evidenza emerge con riferimento alle posizioni aperte a fine giornata (cosiddetto *open interest*).

Distribuzione dei contratti di opzione sull'indice S&P/Mib per grado di "moneyness"
(contratti eseguiti nel periodo giugno 2004 – ottobre 2005)



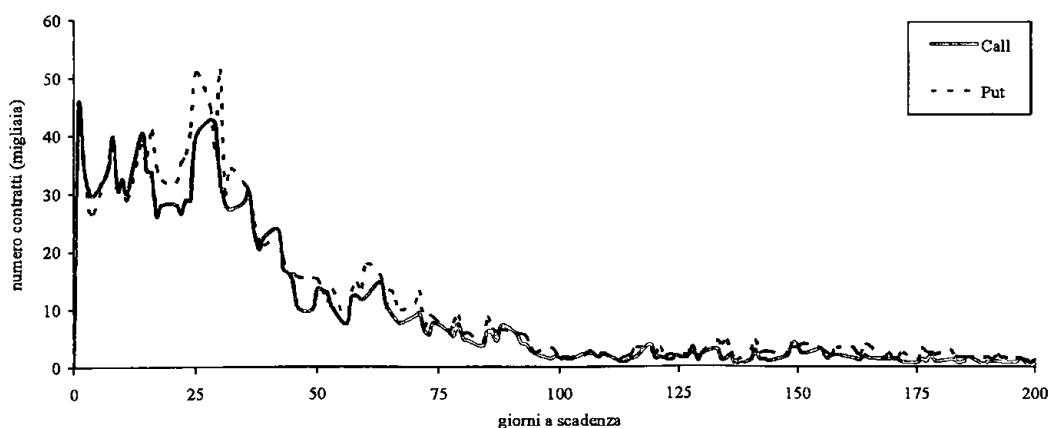
Distribuzione delle posizioni aperte su opzioni sull'indice S&P/Mib per grado di "moneyness"
(posizioni in essere nel periodo giugno 2004 – ottobre 2005)



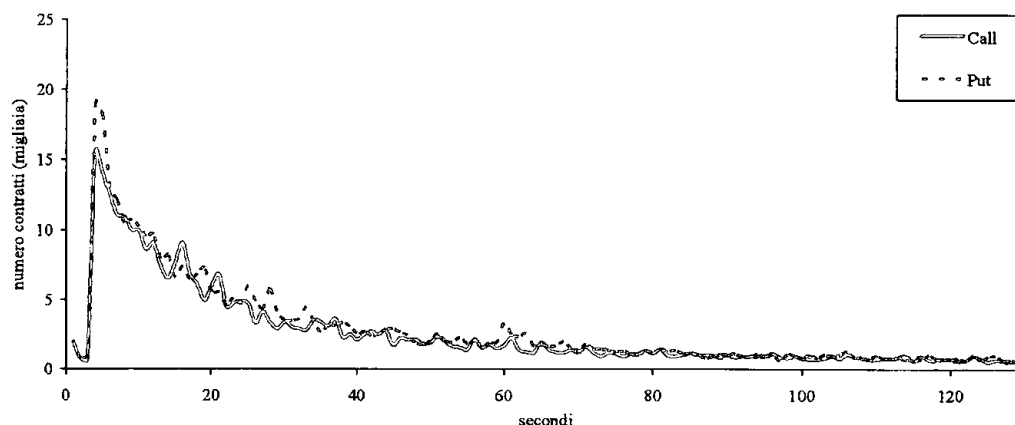
La distribuzione degli scambi sulle opzioni sull'indice in funzione della vita residua del contratto mostra che gli scambi aumentano in prossimità dei tre mesi che precedono la scadenza e raggiungono la massima intensità negli ultimi trenta giorni prima della scadenza stessa.

La liquidità del mercato è garantita dalla presenza di *market maker* che hanno l'obbligo di immettere proposte di negoziazione in acquisto e vendita rispettando determinate modalità e criteri. Le proposte di negoziazione che danno origine alla conclusione di un contratto tendono a rimanere esposte sul *book* di negoziazione per un tempo solitamente brevissimo, prima della conclusione di un contratto: la maggioranza dei contratti sono generati infatti da proposte di negoziazione presenti sul *book* da soli 4 secondi.

Concentrazione degli scambi su opzioni sull'indice S&P/Mib per giorni alla scadenza del contratto
(contratti eseguiti nel periodo giugno 2004 – ottobre 2005)



Velocità di applicazione delle proposte di negoziazione su opzioni sull'indice S&P/Mib
(proposte che hanno dato origine a contratti eseguiti nel periodo giugno 2004 – ottobre 2005)



Oltre ai derivati su strumenti finanziari, da diversi anni si è ormai sviluppato un mercato di strumenti che consentono il trasferimento del rischio di credito, i cosiddetti *credit derivatives* o derivati creditizi. Un quadro esaustivo del mercato si evince dall'ultimo rapporto curato dall'agenzia di *rating* Fitch, che ha condotto un'indagine campionaria intervistando le maggiori banche e assicurazioni internazionali.

A fine 2004 le posizioni in derivati creditizi erano pari a circa 5.300 miliardi di dollari Usa (+86 per cento rispetto all'anno precedente). Quasi il 90 per cento riguarda i credit default swap su singoli emittenti (cosiddetti *single name Cds*).

Le banche risultano essere i principali acquirenti di protezione, a fronte delle assicurazioni che sono, invece, i principali venditori netti (rispettivamente, per circa 427 e 556 miliardi di dollari; la differenza tra tali valori è ascrivibile a operatori di mercato non censiti dall'indagine, quali gli *hedge funds*).

La componente di trading risulta essere determinante per le banche e contribuisce alla crescita del mercato. Gli emittenti maggiormente utilizzati come entità sottostanti ai derivati sono società non finanziarie (che rappresentano oltre il 60 per cento delle posizioni lorde); seguono le banche, gli Stati e gli emittenti sovrnazionali.

L'operatività sul mercato dei derivati creditizi risulta in crescita anche per le banche italiane, sebbene a un tasso inferiore a quello rilevato in ambito internazionale (si veda il § 2. del successivo Capitolo III). Si rilevano, peraltro, le medesime tendenze osservate in ambito internazionale quanto a finalità dell'operatività e composizione dei contratti in essere per tipologia di strumento e di soggetto sottostante (o entità di riferimento). Talune regolarità empiriche accomunano, inoltre, il funzionamento del comparto dei *credit default swap* (Cds) aventi come entità di riferimento emittenti italiani a quello osservabile in altri paesi (Riquadro 3).

Riquadro 3

Il mercato italiano dei credit default swap

L'evidenza empirica sul funzionamento del mercato dei *credit default swap* (Cds) in ambito internazionale mostra che le quotazioni dei Cds esibiscono una certa variabilità a seconda del settore e del *rating* dell'entità sottostante (o di riferimento), della scadenza dell'obbligazione sottostante e della liquidità stessa dei Cds.

Evidenze analoghe emergono con riferimento alle quotazioni relative a un campione di 29 emittenti italiani (lo Stato italiano, 15 società non finanziarie quotate e 13 banche quotate), di cui due con *rating* speculativo e le rimanenti con *rating* compresi nell'intervallo AA- / BBB-.

I valori medi (e mediani) delle quotazioni relative alle società non finanziarie sono più elevati di quelli rilevati per le banche (anche se ciò dipende in parte dal fatto che il *rating* medio delle società non finanziarie è più basso di quello delle banche); con riferimento a queste ultime, i prezzi sono maggiori nel caso in cui il sottostante è rappresentato da obbligazioni subordinate. Nell'ambito dello stesso settore, inoltre, il premio cresce al crescere della scadenza del contratto o del titolo sottostante.

Quotazioni dei *credit default swap* per settore
dell'entità sottostante e scadenza del titolo sottostante¹
(gennaio – dicembre 2005)

scadenza	Società non finanziarie						Banche			Repubblica italiana		
				Obbligazioni senior			Obbligazioni subordinate					
	1Y	5Y	10Y	1Y	5Y	10Y	1Y	5Y	10Y	1Y	5Y	10Y
Numero di società	15			13			12			1		
Media	37,05	94,08	124,54	8,57	24,67	35,60	14,43	40,98	58,42	5,35	12,57	20,96
Mediana	9,54	32,46	50,03	5,23	19,50	29,50	7,52	32,00	49,25	5,23	11,75	21,20
Min	5,23	12,77	18,68	5,23	9,00	12,98	5,23	18,50	28,89	5,23	5,27	5,31
Max	575,00	747,50	866,79	183,52	137,00	157,93	319,18	185,00	203,00	14,28	84,56	134,72
Dev standard	65,91	126,68	151,23	10,89	16,15	19,30	22,59	26,06	28,54	0,89	7,40	11,60

Fonte: elaborazioni Consob su dati Datastream. ¹Valori espressi in punti base. Per ottenere il valore del premio in punti percentuali è necessario dividere il valore per 100. Ad esempio, il premio relativo a obbligazioni emesse da società non finanziarie con scadenza un anno (1Y), pari a 37,05 punti base, è in altri termini uguale allo 0,3705 per cento del valore dell'obbligazione di riferimento.

La distribuzione delle quotazioni dei Cds per classi di *rating* dell'emittente di riferimento mostra che il premio aumenta, a parità di scadenza del contratto, in corrispondenza delle classi di *rating* più basse, manifestando la crescita maggiore nel passaggio dalla classe *investment grade* a quella *speculative*.

Allo scopo di valutare il grado di liquidità dei Cds inclusi nel campione, si è analizzato il numero medio di aggiornamenti delle quotazioni per classi di *rating* e per tipologia di emittente. Il numero di aggiornamenti è stato calcolato considerando la differenza tra le quotazioni di due giorni consecutivi: se tale differenza risulta pari a zero, nessun aggiornamento ha avuto luogo; se invece è positiva, la variabile in questione è stata posta uguale a uno. Il numero di aggiornamenti è dunque la somma dei giorni in cui, nell'ambito del periodo considerato, le quotazioni hanno esibito una variazione. Questa variabile, che può essere considerata una *proxy* della liquidità, appare positivamente correlata con la scadenza del contratto e inversamente correlata con il merito di credito dell'emittente di riferimento.

Quotazioni dei *credit default swap* e numero medio di aggiornamenti delle quotazioni per classi di rating dell'entità sottostante e scadenza del titolo sottostante (gennaio – dicembre 2005)

Numero società	Classe di rating dell'emittente ¹	Quotazione media ²			Numero medio di aggiornamenti		
		1Y	5Y	10Y	1Y	5Y	10Y
Società non finanziarie							
1	da AA ad AA-	5,37	17,81	28,76	12	76	76
4	da A+ ad A-	5,84	24,94	39,80	73	100	122
7	da BBB+ a BBB-	15,56	50,29	72,90	156	144	167
2	da BB	169,39	378,42	467,14	222	207	222
1	senza rating	65,56	153,45	196,68	188	136	188
Banche							
2	da AA ad AA-	5,32	15,47	23,60	47	199	216
10	da A+ a A-	6,55	22,08	32,97	84	132	174
1	da BBB+ a BBB-	32,80	65,77	82,58	167	115	149

Fonte: elaborazioni Consob su dati Datastream e siti delle agenzie di rating. ¹ Il rating considerato è quello di Fitch, ovvero ove non disponibile, rispettivamente di S&P e Moody's; dati al 31.12.2005. ² Valori espressi in punti base.

3. Il mercato dei covered warrants e dei certificates

Nel 2005 gli scambi sul mercato dei *securitised derivatives* gestito da Borsa Italiana Spa (SeDex) hanno fatto registrare il massimo storico, raggiungendo i 49 miliardi di euro, più del triplo rispetto all'anno precedente. Alla crescita degli scambi si è accompagnato un forte aumento del numero di nuove emissioni di prodotti negoziabili (+62 per cento circa) (Tav. 13).

Tav. 13

Covered warrants e certificates quotati
(valori monetari in miliardi di euro)

	Numero di emissioni			Controvalore degli scambi
	In essere ¹	Nuove ²	Scadute ³	
1998	122	122	—	3
1999	1.565	1.660	217	14
2000	3.107	3.343	1.801	31
2001	5.866	8.194	5.435	21
2002	3.571	6.668	8.963	18
2003	2.594	4.749	5.726	11
2004	3.021	4.478	4.051	16
2005	4.076	7.253	6.198	49

Fonte: Consob e Borsa Italiana Spa. ¹ Dati a fine anno. ² Ammesse a quotazione nel corso dell'anno. ³ Il dato include gli strumenti revocati, su richiesta dell'emittente, prima della scadenza naturale.