

Rispetto al 2005 è lievemente cresciuto il peso sulla capitalizzazione di borsa delle partecipazioni rilevanti possedute da società di capitali (dal 9,6% al 10,4%) e dal settore pubblico (dal 9,6% al 9,8%); è diminuito, invece, il peso delle partecipazioni detenute da soggetti esteri (dall'8,9% al 6,7%) e da banche (dal 4,5% al 3,8%) (Appendice, Tav. 5A).

La distribuzione delle partecipazioni rilevanti cambia a seconda del settore in cui operano le società partecipate. I soggetti esteri e le fondazioni bancarie possiedono la quota prevalente delle partecipazioni nel settore finanziario. Nei settori non finanziari sono maggiormente diffuse le partecipazioni pubbliche e delle società di capitali non finanziarie (Tav. B1.5)

Tav. B1.5

Partecipazioni rilevanti nelle società italiane quotate in borsa¹

	2005			2006		
	Settore delle società partecipate			Settore delle società partecipate		
	Finanziario	Industriale	Servizi	Finanziario	Industriale	Servizi
Soggetti dichiaranti						
Soggetti esteri	13,6	4,3	4,1	8,4	5,0	5,5
Assicurazioni	2,5	0,4	1,4	2,9	0,4	0,7
Banche	8,0	1,5	0,2	7,4	0,5	0,6
Fondazioni	8,0	--	0,1	9,2	--	0,2
Investitori istituzionali	--	0,1	0,2	--	0,1	0,2
Società di capitali	7,6	11,3	12,3	7,5	12,8	13,3
Stato e enti locali	0,8	15,8	23,1	0,8	14,8	23,5
Persone fisiche	3,6	8,7	6,8	3,7	9,3	5,8
Totale	44,2	42,1	48,2	40,0	42,9	49,8
Numero società	80	96	44	73	106	44
Peso²	49,5	33,5	17,0	47,1	35,1	17,9

Fonte: archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Confronta Note metodologiche. ¹ Partecipazioni superiori al 2% del capitale votante. Rapporto in percentuale tra valore di mercato delle partecipazioni controllate sul capitale ordinario e capitalizzazione del capitale ordinario di tutte le società quotate in borsa. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

² Peso della capitalizzazione del capitale ordinario delle società del settore sul totale della capitalizzazione del capitale ordinario di borsa.

L'elevato grado di concentrazione proprietaria fa sì che il numero medio di soggetti partecipanti alle assemblee delle società appartenenti agli indici S&P/Mib risulti basso, anche se in lieve crescita rispetto al 2005 (da 164 a 179) (Appendice, Tav. 6A).

La quota dei voti rappresentati in assemblea degli investitori istituzionali è in media di poco superiore al 5%. Gli azionisti di maggioranza, invece, detengono circa l'84% del capitale sociale rappresentato in assemblea. Nelle società appartenenti al comparto Star il peso degli investitori istituzionali nelle assemblee è ancora più contenuto (in media l'1,4%) (Appendice, Tav. 7A). Gli investitori istituzionali presenti in assemblea sono prevalentemente soggetti esteri sia per le società appartenenti agli indici S&P/Mib e Midex (3,9% del capitale sociale rappresentato in assemblea) sia per quelle del comparto Star (0,8%) (Appendice, Tav. 8A).

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 3 consiglieri in più rispetto alle società controllate di diritto (in media un amministratore esecutivo e circa due non esecutivi in più) e circa 2 in più rispetto a quelle controllate di fatto (Tav. B1.6).

Tav. B1.6

**Numero medio di amministratori delle società italiane quotate in borsa nel 2006
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	7,1	9,7
Non controllate	3,7	7,1	10,8
Patto di sindacato	4,4	8,5	12,9

Fonte: Consob.

La dimensione del consiglio è, tuttavia, condizionata anche dal settore di appartenenza della società (sebbene questo sia a sua volta correlato con il modello di controllo): circa il 90% delle assicurazioni e oltre il 70% delle banche hanno un consiglio composto da più di dieci membri, mentre consigli con oltre dieci membri si ritrovano solo nel 32% circa delle società industriali e nel 39% circa delle società di servizi (Tav. B1.7).

Tav. B1.7

**Distribuzione delle società italiane quotate in borsa nel 2006
per numero di componenti del consiglio di amministrazione in relazione al settore di attività¹
(valori percentuali)**

Settori	Numero di componenti del consiglio di amministrazione				Totale
	< 6	6 - 10	11 - 15	> 15	
Assicurativo	—	12,5	25,0	62,5	100,0
Bancario	—	27,6	27,6	44,8	100,0
Finanziario	8,3	52,8	30,6	8,3	100,0
Industriale	11,3	56,6	29,2	2,8	100,0
Servizi	11,4	50,0	34,1	4,5	100,0

Fonte: Consob. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Il fenomeno dell'interlocking (cioè la presenza nel consiglio di amministrazione di almeno un membro che ha cariche in altre società quotate anche se appartenenti allo stesso gruppo) contraddistingue oltre l'80% delle società quotate italiane (Tav. B1.8); in 162 società oltre il 50% dei componenti del consiglio ha cariche in altre società quotate.

Tav. B1.8

Società italiane quotate in borsa interessate da *interlocking* nel 2006

Quota dei componenti del consiglio di amministrazione con più di una carica	Numero di società
< del 25%	86
dal 25 al 50%	76
dal 51 al 75%	38
> del 75%	10
<i>Totale</i>	<i>210</i>
<i>in percentuale del totale delle società quotate</i>	<i>81,4</i>

II – I MERCATI

1. La congiuntura economica e i mercati azionari

Nel 2006 l'economia mondiale ha continuato complessivamente a crescere, ma a ritmi differenti fra le varie aree geografiche.

L'espansione economica negli Usa ha subito un rallentamento nel corso dell'anno a causa principalmente dell'andamento negativo del mercato immobiliare e degli aumenti del prezzo del petrolio. Nei Paesi emergenti dell'Asia, invece, la crescita è stata sostenuta (in particolare in Cina e in India), mentre in Giappone si è mantenuta su livelli prossimi a quelli del 2005.

Nell'area dell'euro l'espansione economica è stata nettamente superiore rispetto a quella rilevata nel 2005 (le prime stime della Commissione Europea indicano un tasso di crescita del 2,6% nel 2006, contro l'1,4% nell'anno precedente); anche nel Regno Unito la crescita è risultata sostenuta (2,5%).

In Italia il tasso di crescita del Pil è stato positivo (pari al 2% circa, sulla base delle stime a inizio 2007 dell'Istat), dopo che nel 2004 e nel 2005 si era attestato su valori prossimi allo zero. L'espansione economica, seppure significativa, è risultata inferiore rispetto a quella dell'area dell'euro ed è stata alimentata soprattutto dall'aumento degli investimenti, dei consumi delle famiglie e delle esportazioni.

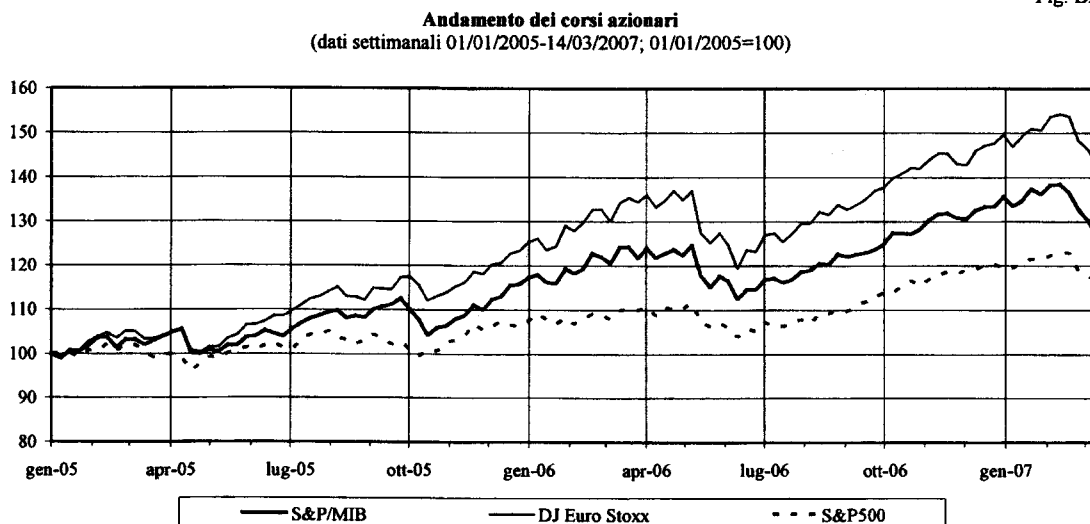
Nel 2007 dovrebbe continuare il processo di espansione economica a livello globale. Negli Usa la crescita potrebbe essere inferiore al suo livello potenziale a causa della debolezza del mercato degli immobili, mentre rimangono buone le prospettive economiche per Giappone, Regno Unito e per i Paesi emergenti dell'Asia. Nell'area dell'euro la crescita dovrebbe proseguire con ritmi sostenuti ma inferiori a quelli del 2006. L'incremento delle imposte indirette in Germania, la diminuzione della domanda mondiale prodotta dal rallentamento dell'economia negli Usa, la volatilità del prezzo del petrolio e il recente forte apprezzamento dell'euro potrebbero frenare l'espansione economica. In Italia si prevede pure una crescita inferiore a quella del 2006 (il tasso di crescita stimato a inizio 2007 dall'Isae è pari all'1,4%).

Nel corso del 2006 la congiuntura economica favorevole nell'area dell'euro e il rallentamento dell'economia Usa hanno contribuito a spiegare una crescita dei corsi azionari diseguale fra le due aree geografiche. Infatti, il Dow Jones Euro Stoxx (indice relativo alle maggiori società quotate nell'area dell'euro) è aumentato del 20% circa, mentre l'indice S&P500 (che include le imprese più importanti del mercato azionario statunitense) del 14% circa (Fig. B2.1); in Italia la crescita dell'indice S&P/Mib nel 2006 è stata, invece, pari al 16% (contro il 14% del 2005).

Nei mesi di maggio e giugno 2006 i corsi azionari hanno subito una brusca correzione a causa della situazione di incertezza, prodotta dalla crescita del prezzo del petrolio e delle materie

prime, che si è manifestata anche in un aumento della volatilità. La successiva riduzione del prezzo del petrolio ha riportato condizioni distese sui mercati finanziari.

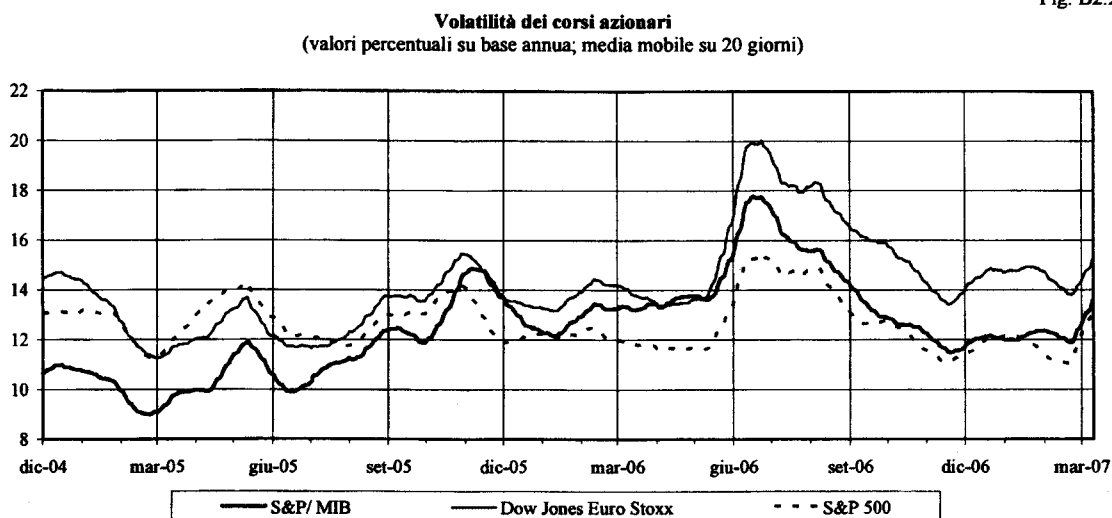
Fig. B2.1



Fonte: Thomson Financial-Datastream.

Nel 2006, al di fuori del picco riscontrato nei mesi di maggio e giugno, la volatilità dei corsi azionari si è mantenuta su valori storicamente molto bassi (Fig. B2.2). L'espansione economica e l'aumento degli utili aziendali hanno contribuito a creare un clima di fiducia, riducendo le incertezze riguardo alle prospettive di rendimento dell'investimento azionario. La volatilità contenuta si riflette anche nella riduzione dei differenziali di rendimento delle obbligazioni speculative grade rispetto ai titoli di Stato (si veda il successivo §4).

Fig. B2.2

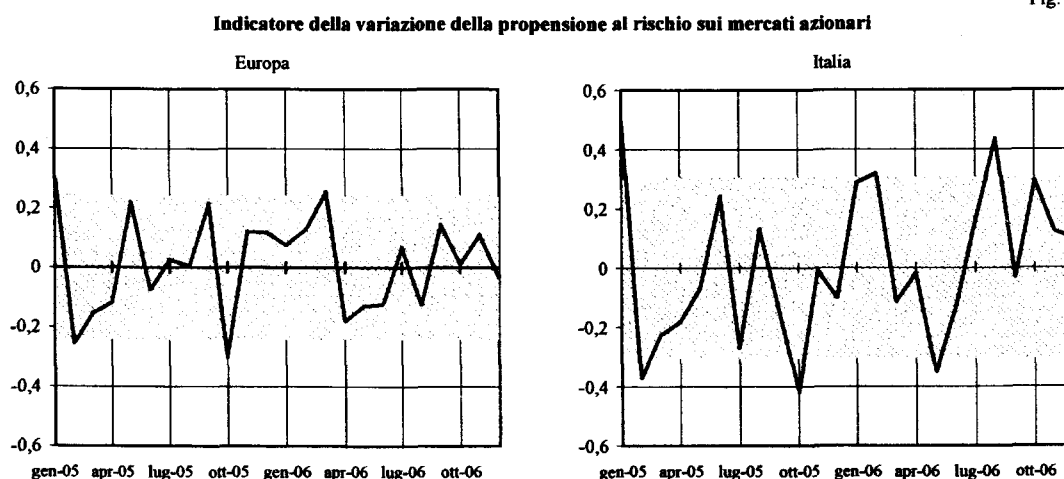


Fonte: Bloomberg. Volatilità implicita desunta dai prezzi delle opzioni sugli indici.

Indicatori statistici che consentono di rilevare l'attitudine verso il rischio degli operatori, sia pure con un certo margine di approssimazione, segnalano che nel corso del 2006 la propensione al rischio degli investitori nell'area dell'euro non sembrerebbe essere cambiata in modo significativo, neanche nella fase di maggiore tensione sui mercati che ha caratterizzato i mesi di maggio e giugno (Fig. B2.3). Nel caso dell'Italia, invece, la propensione al rischio sarebbe diminuita a maggio, per poi nuovamente aumentare in agosto.

All'inizio del 2007 si è registrata una nuova correzione sulle principali borse mondiali derivante da una brusca riduzione dei corsi sulla borsa cinese e dalle preoccupazioni di una eccessiva esposizione di alcuni intermediari finanziari americani verso il segmento dei mutui ipotecari cosiddetti subprime (cioè concessi a soggetti con basso merito di credito), per i quali il tasso di insolvenza è cresciuto in maniera sensibile. Inoltre, le difficoltà del settore immobiliare Usa hanno destato preoccupazioni per la possibilità che un ulteriore rallentamento dell'economia statunitense possa indebolire la crescita a livello globale.

Fig. B2.3

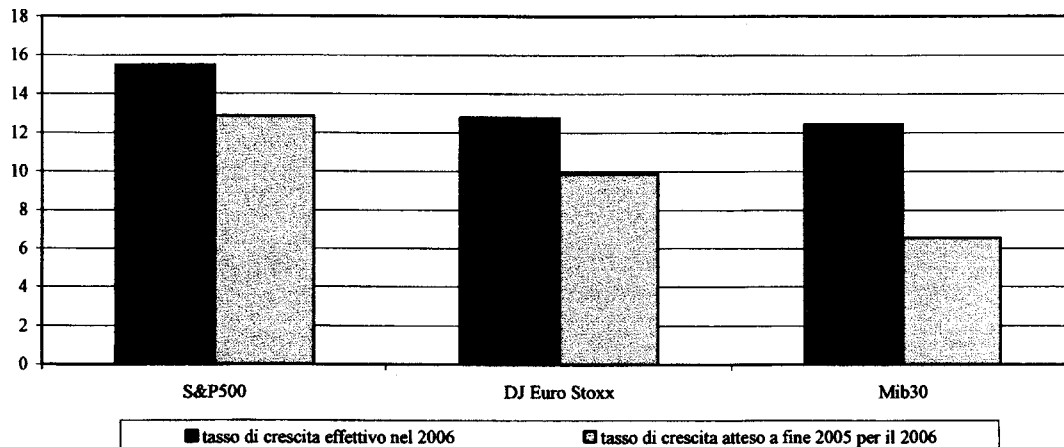


Fonte: elaborazioni su dati Thomson Financial-Datastream. L'indicatore misura la correlazione di rango fra volatilità e rendimenti per i titoli che compongono l'indice Dow Jones Euro Stoxx (Europa) e per i titoli che compongono l'indice S&P/Mib (Italia). I punti del grafico al di sopra (sotto) dell'area tratteggiata individuano aumenti (riduzioni) statisticamente significative della propensione al rischio degli investitori. Confronta Note metodologiche.

La congiuntura favorevole del mercato azionario nel 2006 è da ricollegare essenzialmente al buon andamento degli utili societari. La crescita degli utili per azione delle società Usa incluse nell'indice S&P500 è stata pari al 15% circa; tale aumento ha superato di circa 2,6 punti percentuali le previsioni effettuate dagli analisti a fine 2005 (cosiddetto *earning surprise*; Fig. B2.4). Nell'area dell'euro l'*earning surprise* per le imprese incluse nell'indice Dow Jones Euro Stoxx è stato pari a circa 3 punti percentuali. La crescita degli utili per azione delle società incluse nell'indice Mib30 è stata allineata a quella delle imprese dell'area dell'euro (12% circa) ed è stata pari a circa il doppio rispetto a quella prevista a fine 2005.

Fig. B2.4

Crescita effettiva e attesa degli utili societari nel 2006
(valori percentuali)

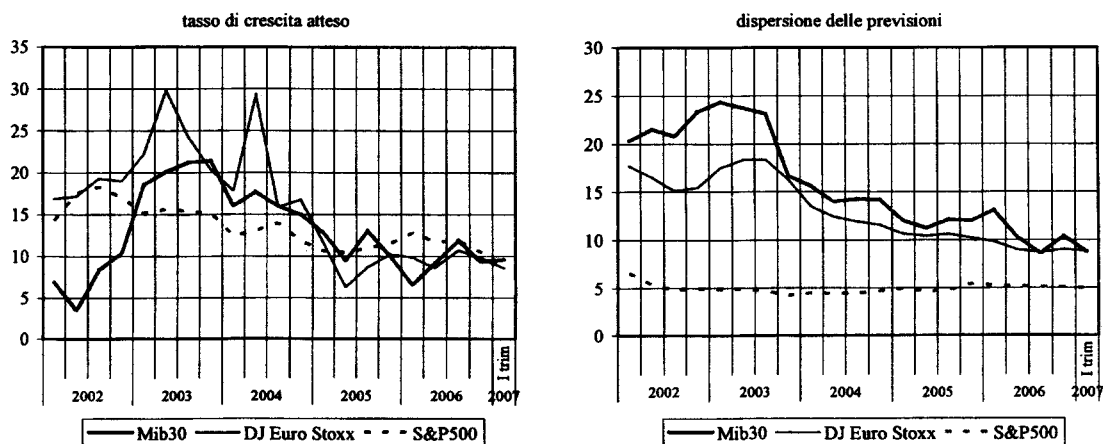


Fonte: Thomson Financial Datastream; dati IBES sulle previsioni degli utili a 12 mesi (prima dell'ammortamento dell'avviamento e di altre componenti atipiche di reddito) a fine dicembre 2005 e sull'utile effettivo 2006 (stima a febbraio 2006).

Le previsioni sul tasso di crescita degli utili societari su di un orizzonte di 12 mesi per le società incluse negli indici S&P500, Dow Jones Euro Stoxx e Mib30 sono migliorate nella prima metà del 2006 in virtù del buon andamento del quadro congiunturale; successivamente le stime sono state riviste al ribasso, a causa del rallentamento dell'economia Usa e delle prospettive di un rallentamento della crescita nell'area dell'euro nel 2007. Per le imprese italiane ed europee è proseguita la tendenza alla riduzione della dispersione delle aspettative sugli utili da parte dei diversi analisti; il tasso di dispersione delle aspettative rimane però significativamente più basso per le imprese americane (Fig. B2.5).

Fig. B2.5

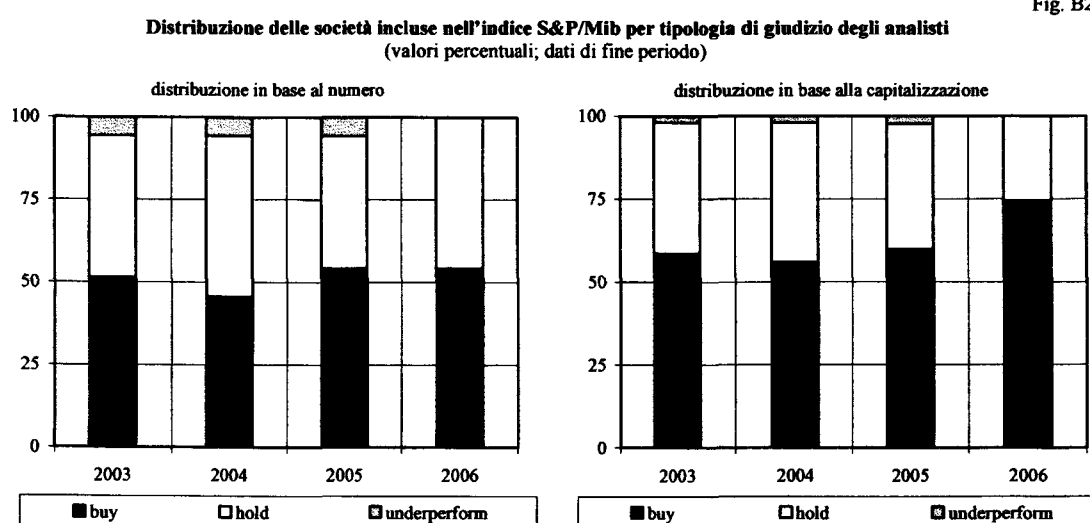
Previsioni degli analisti sugli utili societari
(valori percentuali; dati trimestrali)



Fonte: Thomson Financial Datastream; dati IBES sulle previsioni su 12 mesi degli utili prima dell'ammortamento dell'avviamento e di altre componenti atipiche di reddito. La dispersione è data dal rapporto fra la deviazione standard delle previsioni dei singoli analisti finanziari e la previsione media.

La situazione positiva del settore corporate italiano è messa in evidenza dalle statistiche sui giudizi degli analisti sulle società incluse nell'indice S&P/Mib. Confrontando i dati rilevati a fine dicembre 2006 con quelli dello stesso periodo del 2005, il numero di società che hanno ricevuto il giudizio "buy" è rimasto invariato (54% circa del campione), mentre tutte le società che erano state classificate nella categoria "underperform" sono passate a quella "hold". La composizione del gruppo di imprese connotate dal giudizio "buy", inoltre, si è modificata arricchendosi della presenza di società a capitalizzazione più elevata. La percentuale in termini di capitalizzazione delle imprese che hanno ricevuto la valutazione migliore è, infatti, passata dal 60 al 75% circa (Fig. B2.6).

Fig. B2.6



Fonte: Thomson Financial-Datastream; dati IBES sul Consensus degli analisti finanziari. Non sono incluse le società Lottomatica, Parmalat, STMicroelectronic, Terna e Unipol per le quali non sono disponibili serie complete sui dati di Consensus nei quattro anni considerati.

Il ciclo congiunturale favorevole e la crescita dei corsi azionari hanno contribuito a configurare un quadro complessivamente positivo per il mercato azionario italiano.

La capitalizzazione delle società domestiche quotate sul mercato Mta/Mtax è aumentata sia in valore assoluto (da 669 a 768 miliardi di euro; +15%) che in rapporto al Pil (dal 47,2 al 52,1%; Tav. B2.1).

Il volume degli scambi sul mercato Mta/Mtax (con riferimento alle sole azioni di società domestiche) è cresciuto del 21% (da 893 a 1.076 miliardi di euro) ed è aumentato l'indice di turnover (rapporto fra valore degli scambi e capitalizzazione) da 1,3 nel 2005 a 1,4 nel 2006.

Il listino delle società domestiche quotate non ha subito, tuttavia, variazioni particolarmente rilevanti nel 2006. Il numero delle imprese domestiche quotate è aumentato di sole 9 unità (da 275 a 284), in virtù di 25 nuove quotazioni (17 sul mercato Mta/Mtax e 8 sul Mercato Expandi) e 16 revoche. Delle 25 nuove quotazioni 21 sono dovute alle Ipo (14 sul mercato Mta/Mtax e 7 sul Mercato Expandi).

Tav. B2.1

Indicatori dei mercati azionari gestiti da Borsa Italiana Spa
(valori monetari in miliardi di euro)

	Borsa ¹									Mercato Expandi			Nuovo Mercato			
	Capitalizzazione ²	Capitalizzazione (% del Pil)	Scambi di titoli azionari	N° società quotate (domestiche)	N° società neoquotate (domestiche)	N° società cancellate (domestiche)	Variazione del MIB storico ³	Rapporto dividendi – prezzi ³	Rapporto utili – prezzi ³	Capitalizzazione ²	Scambi di titoli azionari	N° società quotate (domestiche)	Capitalizzazione ²	Scambi di titoli azionari	N° società quotate (domestiche)	Variazione dell'indice NM ³
1996	199	20,3	81	213	14	18	13,1	2,1	6,9	3	..	31	—	—	—	—
1997	310	30,2	174	209	14	18	58,2	1,7	4,6	5	1	26	—	—	—	—
1998	484	44,8	423	219	25	15	41,0	1,6	3,9	4	2	20	—	—	—	—
1999	714	64,4	503	241	28	6	22,3	1,5	3,4	5	1	17	7	4	6	536 ⁴
2000	790	67,8	839	237	16	20	5,4	2,1	4,5	6	1	15	22	30	39	-25,5
2001	575	47,3	637	232	13	18	-25,1	2,8	6,0	5	..	12	13	21	44	-45,6
2002	447	35,7	562	231	11	12	-23,7	3,8	5,9	5	..	13	6	10	44	-50,1
2003	475	36,6	567	219	9	21	14,9	3,4	6,4	5	..	11	8	14	41	27,3
2004	569	42,2	641	219	7	7	17,5	3,4	6,0	5	..	13	7	19	37	-17,5
2005	669	47,2	893	257	13	12	13,9	3,0	5,2	7	1	18	—	—	—	—
2006	768	52,1	1.076	258	17	16	19,0	3,4	6,0	10	2	26	—	—	—	—

Fonte: Borsa Italiana Spa, Thomson Financial. ¹ Dal 2005 Mta/Mtax. ² Il dato sulla capitalizzazione è riferito alle società domestiche.

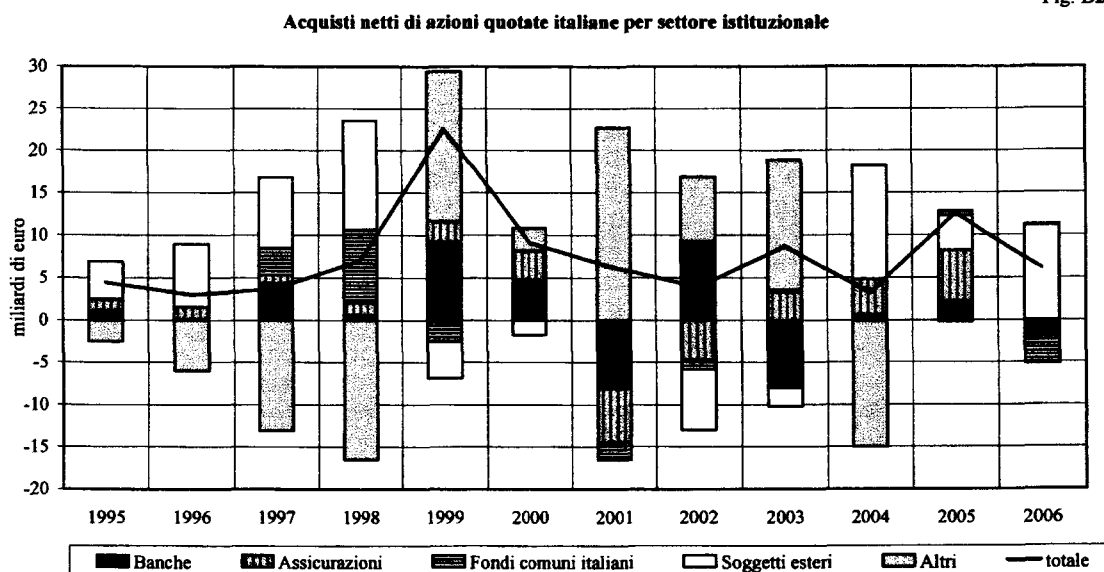
³ Valori in percentuale rilevati a fine anno. ⁴ Dal 17 giugno 1999 al 30 dicembre 1999.

Nel 2006 è stato introdotto un nuovo segmento del mercato Mta, denominato Mta International, riservato alle società di diritto estero già quotate su un altro mercato regolamentato europeo da più di 18 mesi. Le ammissioni alla negoziazione su Mta International sono state 21.

Nonostante l'andamento favorevole del ciclo borsistico, le emissioni azionarie sono diminuite di più del 50% (da 13,2 miliardi di euro nel 2005 a circa 6,2 miliardi di euro nel 2006) a causa principalmente della riduzione delle operazioni di aumento di capitale a pagamento (5 miliardi di euro circa nel 2006, contro 12 miliardi di euro nel 2005).

Sulla base dei dati stimati fino a novembre 2006 dalla Banca d'Italia, i principali acquirenti netti di azioni quotate italiane sono stati gli operatori non residenti; i fondi comuni italiani sono stati venditori netti per 3,2 miliardi di euro e le banche per circa 1,9 miliardi di euro (Fig. B2.7).

Fig. B2.7

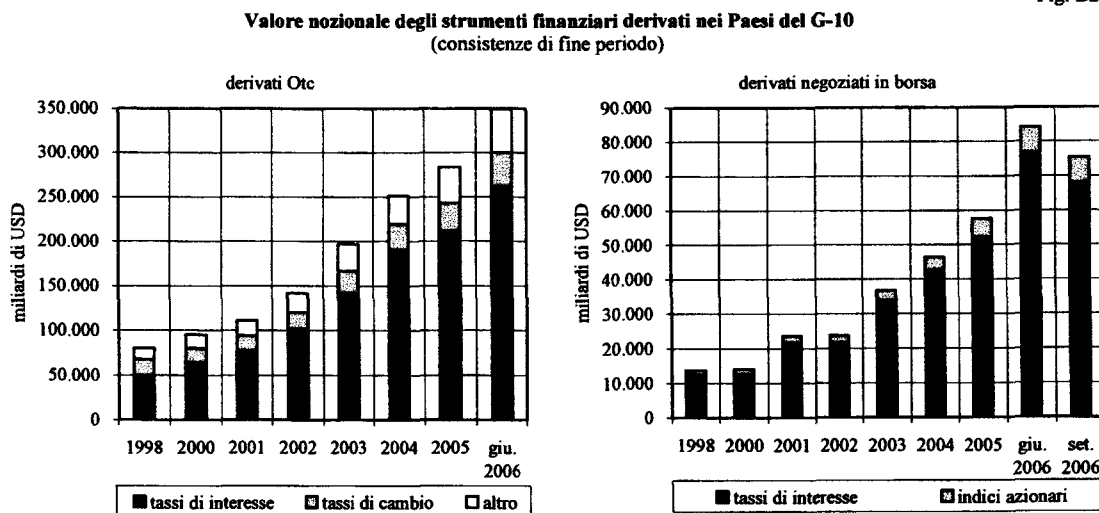


Fonte: Banca d'Italia. Il settore istituzionale "Altri" comprende le famiglie, le imprese, le amministrazioni centrali e locali, la Cassa depositi e prestiti, le Sim e gli Istituti di Previdenza. I dati 2006 sono provvisori e non includono le assicurazioni.

2. Il mercato degli strumenti finanziari derivati

Nel corso della prima metà del 2006 l'ammontare di strumenti finanziari derivati non quotati (cosiddetti *over the counter* o Otc) e quotati (cosiddetti *exchange traded*) è cresciuto a ritmi sostenuti confermando il *trend* degli ultimi anni (Fig. B2.8).

Fig. B2.8



Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali. I derivati negoziati in borsa su valute non sono riportati poiché costituiscono meno dell'1% dell'ammontare nozionale totale in tutti gli anni considerati.

Secondo le rilevazioni della Banca dei Regolamenti Internazionali relative ai Paesi del G-10, il valore nozionale dei derivati Otc su strumenti finanziari ammontava a giugno 2006 a circa 350.000 miliardi di dollari Usa (con un incremento del 30% circa rispetto a giugno 2005 e del 23% circa rispetto a dicembre 2005).

Il controvalore nozionale dei derivati Otc sui tassi di interesse a giugno 2006 ammontava a 262.300 miliardi di dollari, pari a circa il 75% del nozionale complessivo dei derivati Otc. Meno diffusi sono i derivati Otc su cambi (11% del nozionale complessivo), su merci e azioni.

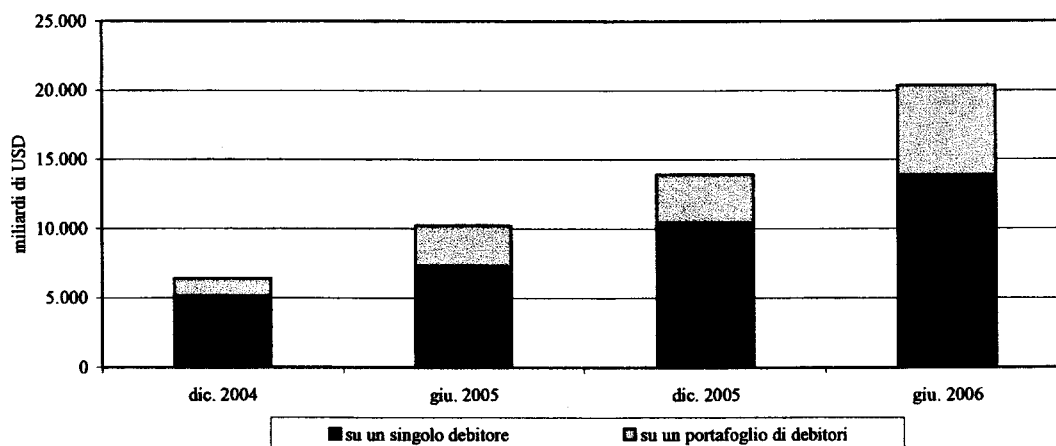
Nel corso del 2006, anche i derivati exchange traded hanno sperimentato un tasso di crescita più sostenuto rispetto all'anno precedente; il lieve calo rilevato da giugno a settembre (da 84.415 a 75.578 miliardi di dollari) è legato a fattori stagionali e a effetti di breve periodo.

Anche per i derivati exchange traded la quota preponderante del nozionale è costituita da derivati su tassi di interesse (circa il 90% del totale); i derivati su indici azionari rappresentano, invece, poco meno del 10% del controvalore nozionale complessivo.

Il mercato dei derivati sul rischio di credito è stato caratterizzato da una dinamica analoga a quella dei derivati su strumenti finanziari. Sulla base dell'indagine effettuata dalla Banca dei Regolamenti Internazionali per i Paesi del G-10, il valore nozionale dei contratti di *credit default swap* (Cds) risulta raddoppiato fra giugno 2005 e giugno 2006 (Fig. B2.9). La quota preponderante dei *credit default swap* è rappresentata dai derivati su un singolo debitore (70% del valore nozionale totale).

Fig. B2.9

Valore nozionale dei *credit default swap* nei Paesi del G-10
(consistenze di fine periodo)

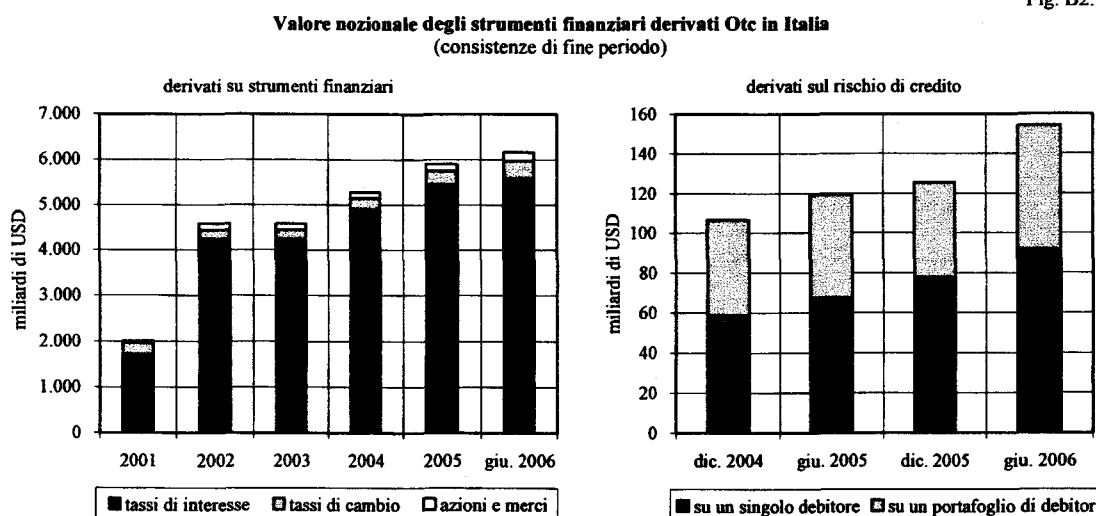


Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali.

Anche in Italia il mercato dei derivati Otc è cresciuto in maniera significativa (come confermano i dati dell'indagine semestrale effettuata dalla Banca d'Italia relativa all'operatività di un campione di gruppi bancari maggiormente rappresentativi del comparto), sebbene a tassi nettamente inferiori rispetto a quanto rilevato per l'insieme dei Paesi del G-10.

A giugno 2006 il controvalore nozionale dei derivati Otc era pari a 6.167 miliardi di dollari Usa, con un aumento rispetto a dicembre 2005 del 5% circa (Fig. B2.10); la quota dell'Italia sull'intero campione dei Paesi del G-10 continua a rimanere esigua (1,8% nel primo semestre del 2006). Da dicembre 2005 a giugno 2006 i derivati su azioni sono cresciuti del 31%, contro un aumento del 28% dei derivati su tasso di cambio e solo del 3% dei derivati su tassi di interesse, che comunque continuano a rappresentare la quota preponderante dei derivati Otc su strumenti finanziari (91% circa).

Fig. B2.10



Fonte: Banca d'Italia.

A giugno 2006 è diminuito notevolmente rispetto allo stesso periodo del 2005 il valore di mercato (al lordo dell'effetto di compensazioni bilaterali o di altri meccanismi tesi alla riduzione del rischio di credito) delle posizioni in derivati del campione di gruppi bancari partecipanti all'Indagine della Banca d'Italia. A tale data, infatti, il valore di mercato delle posizioni in derivati risultava pari a 68,7 miliardi di dollari all'attivo e a 65,7 miliardi di dollari al passivo (contro, rispettivamente, 99 e 95 miliardi di dollari a giugno 2005).

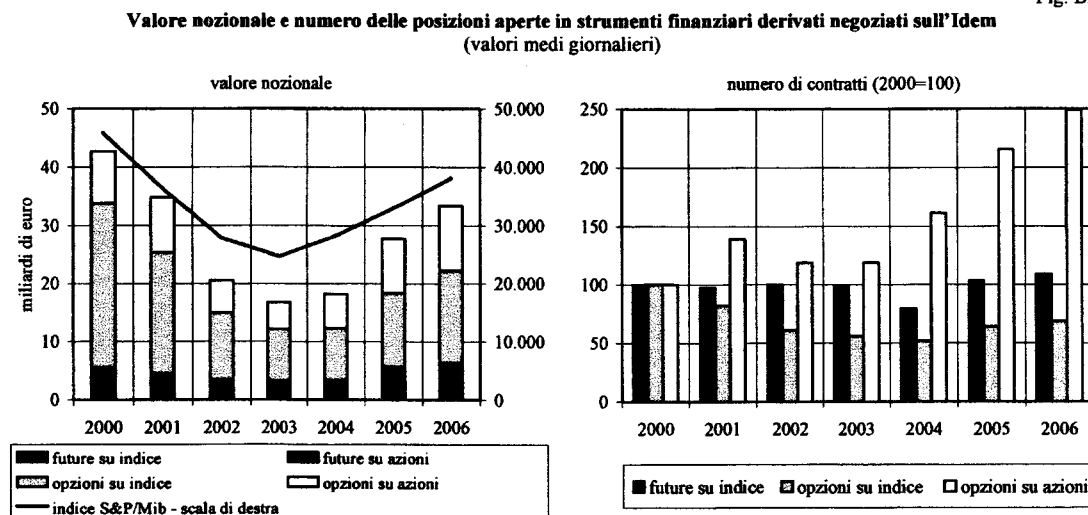
Il mercato italiano dei credit default swap è cresciuto, invece, a un ritmo più sostenuto rispetto a quello dei derivati su strumenti finanziari, ma comunque in misura inferiore rispetto a quanto rilevato per l'insieme dei Paesi del G-10 (23% contro 46%).

Gli unici strumenti finanziari derivati *exchange traded* per il mercato italiano sono costituiti dai derivati quotati sul Mercato Italiano dei Derivati (Idem) gestito da Borsa Italiana Spa e hanno come sottostante esclusivamente indici azionari o azioni. Nel 2006 il valore nozionale dei contratti aperti sull'Idem (calcolato come media giornaliera) è cresciuto in maniera significativa (20% circa; 52% nel 2005), passando da 28 a 33 miliardi di euro circa (Fig. B2.11).

In termini di valore nozionale medio giornaliero, la quota preponderante dei contratti aperti è costituita dalle opzioni sull'indice (47% del totale), seguiti dalle opzioni su azioni (33%), dai future e minifuture su indice (15%) e dai future su azioni (5%). Considerando il numero dei

contratti aperti, le opzioni su azioni mostrano il tasso di crescita più elevato, mentre il numero medio di contratti aperti sulle opzioni sull'indice risulta diminuito rispetto al 2000; i contratti aperti sui future sull'indice risultano, invece, stabili.

Fig. B2.11

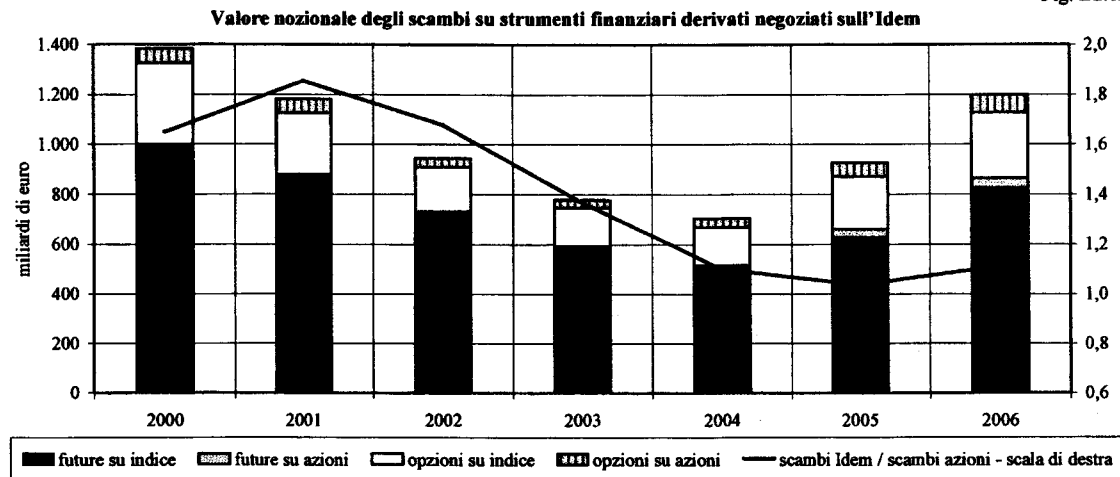


Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana. Nel grafico relativo al valore nozionale delle posizioni aperte la categoria "future su indice" include i minifuture su indice. I valori annuali dell'indice S&P/Mib sono medie dei dati di fine mese.

Nel 2006 il valore nozionale degli scambi sull'Idem ha raggiunto circa 1.200 miliardi di euro (valore simile a quello del 2001), con una crescita rispetto al 2005 del 29% circa (Fig. B2.12). Risulta in aumento anche il rapporto fra scambi su derivati e scambi su azioni (da 1,0 a 1,1 circa).

In termini di valore nozionale la quota preponderante degli scambi sull'Idem è costituita dai future sull'indice (64% del totale), seguiti dalle opzioni sull'indice (22%), mentre i minifuture su indice, le opzioni su azioni e i future su azioni rappresentano invece una quota residuale degli scambi (pari complessivamente al 14%).

Fig. B2.12



Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana. Nella categoria "future su indice" sono inclusi i minifuture su indice.

3. Il mercato dei covered warrants e dei certificates

Nel 2006 gli scambi sul mercato dei *securitised derivatives* gestito da Borsa Italiana Spa (SeDeX) hanno raggiunto i 70 miliardi di euro (+43% rispetto al 2005) e il numero di nuove emissioni è cresciuto del 4% circa (62% nel 2005) (Tav. B2.2).

Tav. B2.2

Covered warrants e certificates quotati sul SeDeX
(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
2006	4.647	7.572	7.001	70

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

I nuovi strumenti sono stati emessi da 18 intermediari che rivestono spesso anche il ruolo di specialist (direttamente o tramite una società del gruppo) che hanno il compito di garantire la liquidità del mercato. Considerando inoltre gli intermediari che negoziano strumenti emessi prima del 2006, il numero degli emittenti presenti sul mercato sale a 21 (+40% rispetto al 2005).

In termini di numero di strumenti in circolazione, i covered warrant plain vanilla rimangono i prodotti più diffusi (76,3% del totale), seguiti dagli investment certificates (14,7% del totale), dai leverage certificates (5,9%) e dai covered warrant esotici/strutturati (3%) (Tav. B2.3).

Con riguardo alla distribuzione dei covered warrants sulla base del profitto derivante da un immediato esercizio della opzione (cosiddetta moneyness), si rileva che, al momento dell'emissione, circa il 51% dei covered warrants plain vanilla call, emessi nel 2006, sull'indice S&P/Mib e su azioni italiane era deep out of the money (ossia emesso con un prezzo di esercizio superiore dell'8% al prezzo di mercato del sottostante). Per gli strumenti put emessi nel 2006, il 48% risultava deep out of the money al momento dell'emissione (ovvero con un prezzo di esercizio inferiore dell'8% a quello di mercato del sottostante). I covered warrants emessi deep in the money (con uno strike inferiore del 4% al prezzo di mercato del sottostante per le call e superiore del 49% per le put) rappresentano, invece, una quota esigua (rispettivamente, il 10 e il 3% delle call e delle put emesse nel 2006) (Tav. B2.4). Con riferimento alla moneyness al momento della scadenza, i covered warrants call scaduti nel 2006 sono risultati in eguale proporzione deep out e deep in the money (35%); i covered warrants put scaduti nel 2006 presentano, invece, una predominanza degli

strumenti scaduti deep out of the money (53% dei casi, mentre il 15% è scaduto deep in the money).

Tav. B2.3

Tipologie di covered warrants e certificates quotati sul SeDeX
(situazione al 31 dicembre)

Segmento e categoria	2005		2006	
	Numero di emissioni	Peso sul totale ¹	Numero di emissioni	Peso sul totale ¹
Covered warrant				
Plain vanilla	3.189	78,2	3.548	76,3
Esotici	151	3,7	142	3,1
Certificates				
Leverage	290	7,1	276	5,9
Investment	446	10,9	681	14,7
Totale	4.076	100,0	4.647	100,0

Fonte: Borsa Italiana Spa. ¹ Valori in percentuale. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Tav. B2.4

Distribuzione dei covered warrants quotati sul SeDeX
sulla base del grado di "moneyness" al momento dell'emissione e della scadenza
(valori in percentuale)

	Grado di moneyness ¹	
	all'emissione ²	alla scadenza ³
Call		
> 8% (deep out of the money)	50,7	35,6
da 8% a 4% (out of the money)	14,0	8,8
da 4% a 0 (at the money)	15,0	10,1
da 0 a -4% (in the money)	11,0	10,4
< -4% (deep in the money)	9,5	35,1
Totale	100,0	100,0
Put		
< -8% (deep out of the money)	48,4	52,9
da -8% a -4% (out of the money)	18,6	12,9
da -4% a 0 (at the money)	18,0	11,3
da 0 a 4% (in the money)	12,1	8,4
> 4% (deep in the money)	2,9	14,5
Totale	100,0	100,0

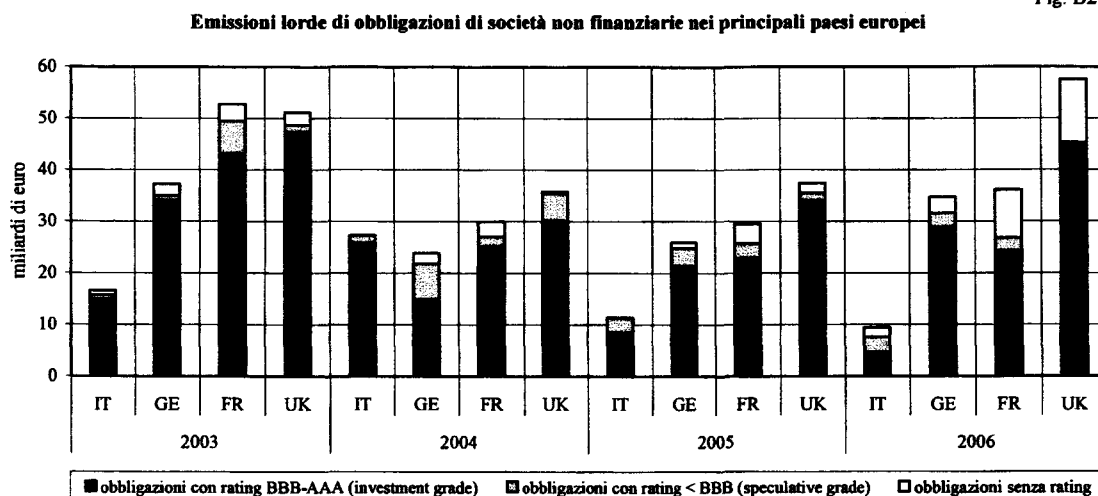
Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana. ¹ Differenza percentuale tra prezzo di esercizio e prezzo di mercato dello strumento sottostante al momento dell'emissione o della scadenza del covered warrant. ² Dati relativi ai covered warrant plain vanilla su azioni italiane e indice S&P/Mib emessi nel 2006. ³ Dati relativi ai covered warrant plain vanilla su azioni italiane e indice S&P/Mib scaduti nel 2006.

L'analisi dei leverage certificate mostra un netto incremento di strumenti revocati prima della scadenza (37% dei leverage certificate emessi nel 2006, rispetto al 17% del 2005). Tali strumenti sono caratterizzati dal meccanismo della barriera o stop-loss che si attiva in caso di andamento sfavorevole del sottostante, determinando l'estinzione del certificate. La revoca per raggiungimento della barriera, il cui valore si trova poco sopra (per i bull/long) o sotto (per i bear/short) lo strike, si traduce per il possessore del certificate in una perdita integrale del capitale investito. I leverage bear/short, che scommettono sul ribasso del sottostante, hanno toccato la barriera più spesso rispetto ai bull/long (43 contro il 32%).

4. Il mercato obbligazionario

Nel 2006 le emissioni lorde di obbligazioni da parte di società non finanziarie sono cresciute a ritmi sostenuti nei principali paesi europei. Le emissioni sono aumentate del 34% in Germania, del 22% in Francia e del 54% nel Regno Unito; nel Regno Unito, inoltre, si è quasi quintuplicato il volume delle obbligazioni con rating speculativo o prive di rating (Fig. B2.13).

Fig. B2.13



Fonte: elaborazioni su dati Bondware. Dati relativi a emissioni obbligazionarie collocate sull'euromercato o attraverso offerte pubbliche sul mercato domestico di società di capitali residenti nel paese di riferimento o di società controllate da gruppi con sede nel paese di riferimento.

Il mercato rimane comunque molto concentrato; alle prime cinque società è riconducibile il 63% delle emissioni obbligazionarie in Germania, il 43% nel Regno Unito e il 32% in Francia.

L'aumento delle emissioni di obbligazioni corporate in Germania e nel Regno Unito è da ricollegare alla forte ripresa del mercato delle fusioni e acquisizioni (M&A). Molte imprese dell'area dell'euro, inoltre, hanno emesso obbligazioni per finanziare il processo di espansione su mercati dei Paesi emergenti.

La forte crescita delle emissioni obbligazionarie *corporate* è stata sostenuta anche dal miglioramento della qualità del credito degli emittenti. Infatti, i differenziali fra i