

XVI LEGISLATURA – DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

Nel corso del 2009 sono state realizzate alcune modifiche nell'assetto dei mercati gestiti da Borsa Italiana. A partire da giugno il mercato Expandi è stato accorpato all'Mta; inoltre, è stato introdotto l'AIM (*Alternative Investment Market*), un Mtf (*multilateral trading facilities*) che dovrebbe favorire la raccolta di capitale di rischio da parte delle piccole e medie imprese.

Nel 2009 è aumentata la capitalizzazione delle società domestiche quotate, sia in valore assoluto (da 368 a 457 miliardi di euro) che in rapporto al Pil (dal 23 al 30 per cento circa, + 24 per cento; Tav. 6).

Tav. 6 Indicatori dei mercati azionari regolamentati gestiti da Borsa Italiana Spa
(valori monetari in miliardi di euro)

	Borsa ¹									Mercato Expandi ²			Nuovo Mercato			
	Capitalizzazione ³	Capitalizzazione ³ (per cento del Pil)	Scambi di titoli azionari ³	N° società quotate (domestiche)	N° società neoquotate (domestiche)	N° società cancellate (domestiche)	Variazione del MIB storico ⁴	Rapporto dividendi - prezzi ⁴	Rapporto utili - prezzi ⁴	Capitalizzazione ³	Scambi di titoli azionari ³	N° società quotate (domestiche)	Capitalizzazione ³	Scambi di titoli azionari	N° società quotate (domestiche)	Variazione dell'indice NM ⁴
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 ⁵
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	—	—	—	—
2007	723	49,0	1.510	263	19	14	-8,0	4,1	8,4	11	4	38	—	—	—	—
2008	368	23,2	1.156	251	4	16	-49	8,4	13,7	7	1	43	—	—	—	—
2009	457	30,3	562	280	40	11	21	3,5	6,7	—	—	—	—	—	—	—

Fonte: Borsa Italiana e Thomson Reuters. ¹Dal 2005 Mta/Mtax. Nel 2009 il Mercato Expandi è stato accorpato a MTA. ²Nell'2007 e nel 2008 sono inclusi i dati del Mac. ³Dati riferiti alle sole società domestiche. ⁴Valori in percentuale rilevati a fine anno. ⁵Dal 17 giugno 1999 al 30 dicembre 1999.

Le 39 società quotate sul Mercato Expandi a giugno 2009 sono state ammesse alle negoziazioni sull'MTA, sul quale si è registrata, invece, una sola Ipo (si veda §4 del Capitolo 1 "Le Società"). Complessivamente, quindi, si sono avute 40 nuove ammissioni sull'MTA, che, a fronte delle 11 cancellazioni, hanno portato il numero delle società domestiche quotate da 251 a 280.

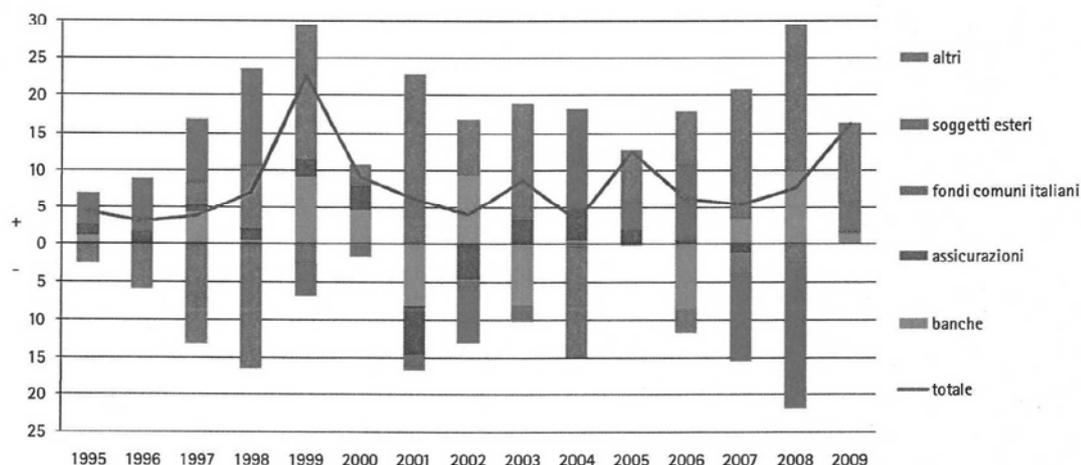
Il numero di società ammesse a negoziazione sul segmento Mta International (riservato alle società di diritto estero già quotate su altri mercati regolamentati da più di 18 mesi) è rimasto stabile a 36.

Le società ammesse a negoziazione sugli Mtf gestiti da Borsa Italiana sono 11, ossia 6 sul Mac e 5 sull'Aim; su quest'ultimo Mtf ci sono state 3 Ipo (si veda il §4 del Capitolo 1 "Le Società") con una capitalizzazione complessiva pari a 619 milioni di euro.

La riduzione della volatilità ha favorito una significativa flessione del volume degli scambi dei titoli azionari che si è ridotto da 1.156 miliardi di euro nel 2008 a 562 miliardi di euro nel 2009 (-51 per cento). La ripresa dei corsi azionari, invece, ha favorito una riduzione del rapporto dividendi/prezzi (dall'8,4 al 3,5 per cento) e di quello utili/prezzi (dal 13,7 al 6,7 per cento).

Da gennaio a settembre 2009, gli acquisti netti di azioni quotate italiane sono stati pari a 16 miliardi di euro (valore in linea con le emissioni di nuovi titoli da parte delle società quotate; si veda il Capitolo 1 "Le società"). I dati, ancora provvisori, mostrano che i soggetti esteri e le banche sono stati acquirenti netti di azioni, rispettivamente, per 4 e 2 miliardi di euro circa (Fig. 33).

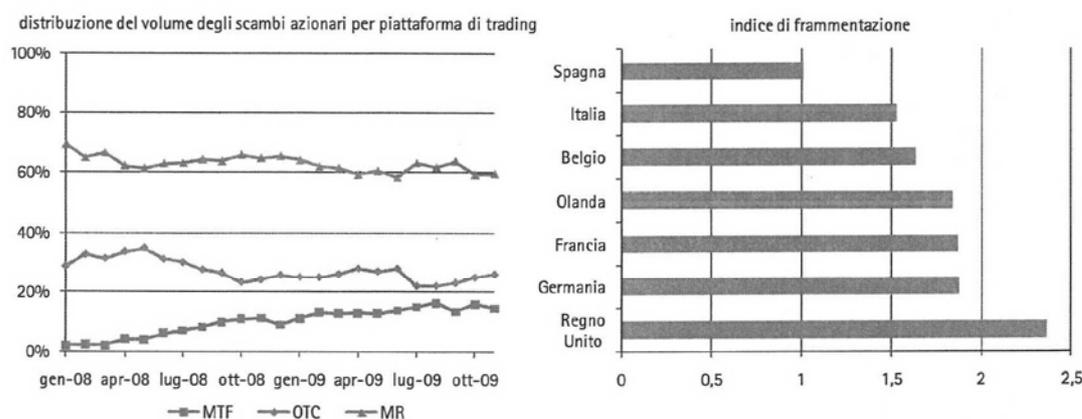
Fig. 33 Acquisti netti di azioni quotate italiane per settore istituzionale
(miliardi di euro)



Fonte: Banca d'Italia. Il settore istituzionale "Altri" comprende le famiglie, le imprese, le amministrazioni centrali e locali, la Cassa depositi e prestiti e le Sim. Per il 2009 la categoria "Altri" include anche le assicurazioni. I dati sul 2009 si riferiscono al periodo gennaio- settembre 2009.

Il recepimento della Mifid ha coinciso con una tendenza all'incremento dell'attività di negoziazione sui sistemi multilaterali di negoziazione (Mtf) nei principali paesi europei (mentre residuali sono i volumi scambiati presso le cosiddette *dark pool* e gli internalizzatori sistematici). In particolare, gli scambi sugli Mtf hanno esibito una crescita pressoché costante, passando dal 2 per cento del totale degli scambi nel gennaio 2008 al 15 per cento a novembre 2009 (Fig. 34). La quota dell'attività di *trading* sui mercati regolamentati, invece, è scesa di circa 10 punti percentuali (da 69 a 59 per cento circa). Anche il peso delle transazioni *over-the-counter* (Otc) ha subito una flessione, se pure di lieve entità (dal 29 per cento a gennaio 2008 al 26 per cento circa a novembre 2009).

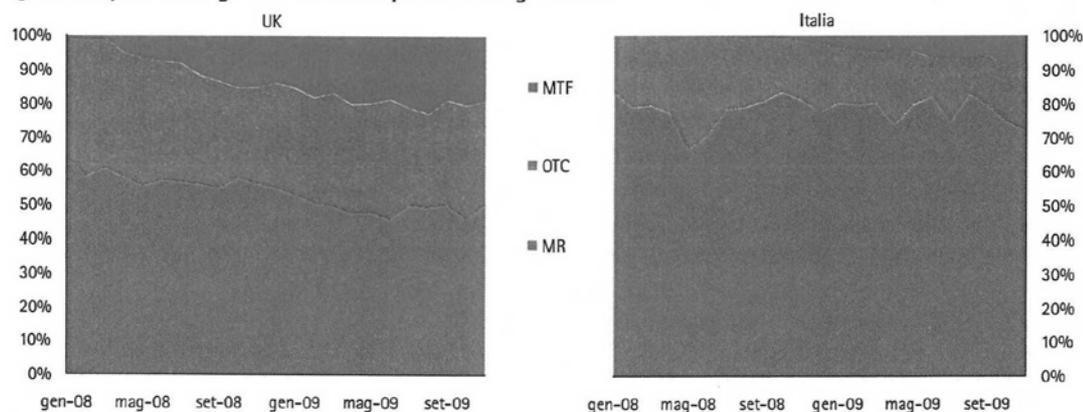
Fig. 34 Frammentazione degli scambi azionari in Europa
(dati mensili; da gennaio 2008 a novembre 2009)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters e Fidessa Group plc. MR indica i mercati regolamentati, MTF le *multilateral trading facility* e OTC l'*over-the-counter*. Nel grafico di sinistra, la distribuzione del volume degli scambi azionari è relativa alle negoziazioni di titoli inclusi nell'indice Dow Jones Euro Stoxx 600. Il grafico di destra riporta il *Fidessa Fragmentation Index*, realizzato da Fidessa Group plc, che assume valori compresi tra 1 (qualora gli scambi siano effettuati in un solo mercato) e N (nel caso di equidistribuzione degli scambi fra le N piattaforme di negoziazione operative, essendo N il numero di *trading venues* che varia da paese a paese). L'indice di frammentazione è calcolato sugli scambi relativi ai titoli inclusi nei principali indici azionari di ciascun paese (Ibex 35, Ftse Mib, Bel20, Aex, Cac40, Dax, Ftse100).

Il processo di frammentazione degli scambi azionari non ha avuto, tuttavia, la stessa intensità in ambito europeo, manifestandosi in modo più significativo nel Regno Unito, dove il peso degli scambi sugli Mtf, pressoché nullo al gennaio 2008, ha raggiunto a novembre 2009 i 20 punti percentuali, a fronte di una riduzione del peso dell'attività di *trading* sull'Otc e nei mercati regolamentati (pari, rispettivamente, a 5 e 15 punti percentuali; Fig. 35).

Fig. 35 Composizione degli scambi azionari per sede di negoziazione



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters. MR indica i mercati regolamentati, MTF le *multilateral trading facility* e OTC l'*over-the-counter*.

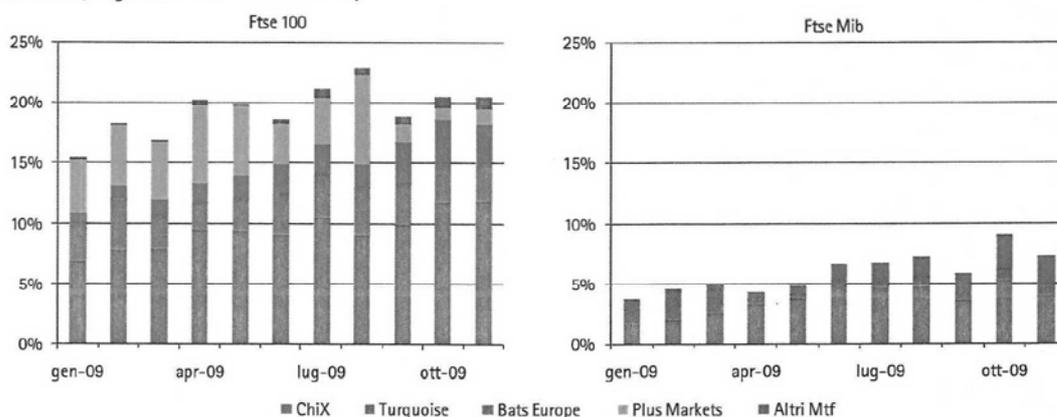
L'Italia, invece, è fra i paesi nei quali l'attività di negoziazione tende ancora a concentrarsi prevalentemente nei mercati regolamentati (cioè il mercato Mta gestito da Borsa Italiana Spa). Il processo di frammentazione degli scambi azionari è iniziato a ottobre 2008, quando due Mtf, Chi-X e Turquoise, hanno avviato l'operatività sui principali titoli del listino di Borsa Italiana, seguiti, a fine novembre dello stesso anno, da un terzo Mtf, Bats Trading. Nel medesimo periodo, peraltro, l'Mta ha adottato la più evoluta piattaforma di scambio (*Trade Elect*) già in uso presso il mercato regolamentato inglese London Stock Exchange.

L'importanza dell'Mta sul volume complessivo degli scambi di titoli azionari italiani si è ridotta soprattutto nel corso del 2009 (passando dall'80 per cento a gennaio al 72 per cento a novembre). Nello stesso periodo di tempo, la quota sul volume complessivo degli scambi azionari sugli Mtf è cresciuta di 7 punti percentuali. Le negoziazioni sull'Otc sembrano essere caratterizzate, invece, da una forte variabilità e molto spesso sono influenzate da specifiche dinamiche aziendali delle società emittenti i cui titoli sono oggetto di scambio.

Chi-X è l'Mtf più importante nell'Unione Europea in termini di volumi scambiati, con un peso sul totale che è cresciuto dal 4 all'8 per cento circa da gennaio a novembre 2009. In particolare, nel Regno Unito la quota degli scambi azionari su Chi-X è aumentata dal 7 al 12 per cento, mentre in Italia è passata dall'uno al 4 per cento circa (Fig. 36). Le motivazioni di questa posizione di leadership sono molteplici. Chi-X, così come molti altri Mtf, ha una micro-struttura simile a quella dell'Mta, basata su un *book* di negoziazione visibile, e attira flussi di ordini mediante l'applicazione di regimi commissionali molto favorevoli e l'adozione di una piattaforma di negoziazione tecnologicamente avanzata. In particolare, il regime commissionale di Chi-X è del tipo *maker-taker*, ossia prevede che l'intermediario che immette un ordine con limite di prezzo che resta sul *book*, non debba pagare alcuna

commissione di negoziazione bensì sia lui stesso a ricevere da Chi-X un "rimborso" nel caso in cui l'ordine venga poi eseguito. Viceversa, gli intermediari, che "consumano liquidità", immettendo un ordine al meglio oppure un ordine con limite di prezzo che va a eseguire ordini opposti già presenti sul *book*, pagano commissioni di negoziazione che sono comunque inferiori a quelle richieste dai mercati regolamentati.

Fig. 36 Quota degli Mtf sul totale degli scambi azionari
(dati mensili; da gennaio 2009 a novembre 2009)



Fonte: elaborazioni su dati Thomson Reuters.

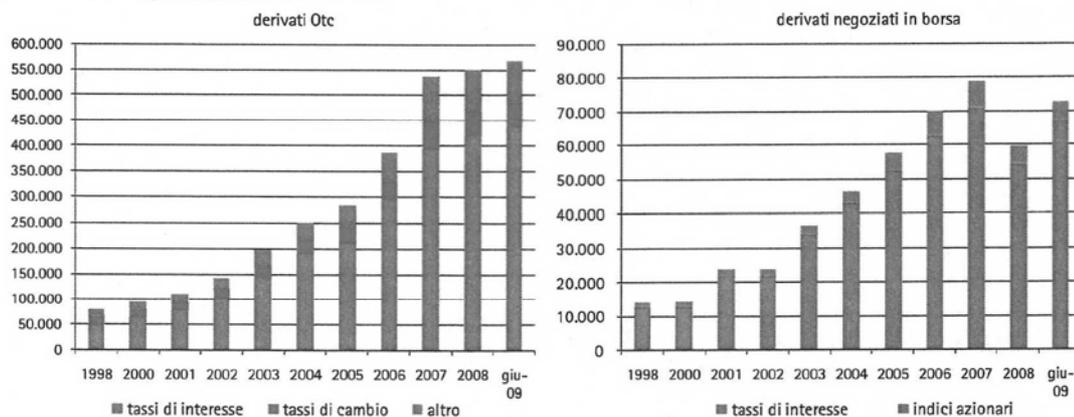
2 Il mercato degli strumenti finanziari derivati

Nei primi sei mesi del 2009, a livello globale, il mercato degli strumenti finanziari derivati non ha risentito in modo rilevante degli effetti della crisi. Infatti, il valore nozionale dei derivati su strumenti finanziari (tassi di interesse, tassi di cambio, azioni) e su merci negoziati *over the counter* (Otc) si è attestato a giugno 2009 su livelli lievemente superiori rispetto a quelli rilevati a fine 2008; anche il mercato dei derivati scambiati in borsa (*exchange traded*) ha manifestato segnali di ripresa (Fig. 37).

Il valore nozionale dei derivati Otc (su tassi di cambio, tassi di interesse, azioni e merci) è cresciuto da 550.100 miliardi di dollari Usa a dicembre 2008 circa a 568.600 miliardi di dollari a giugno 2009 (+3 per cento). Rimane preponderante il peso sulle consistenze complessive dei derivati sui tassi di interesse (77 per cento), mentre la quota del nozionale rappresentata dai derivati *over the counter* sui tassi di cambio rimane stabile al 9 per cento circa.

Nei primi 6 mesi del 2009 è ritornato a crescere l'ammontare del nozionale dei derivati negoziati in borsa (da 60 a 73 miliardi di dollari Usa circa; + 22 per cento circa), che, prevalentemente, hanno come sottostante tassi di interesse (92 per cento delle consistenze complessive).

Fig. 37 Valore nozionale degli strumenti finanziari derivati nei paesi del G-10
(consistenze di fine periodo; miliardi di dollari Usa)

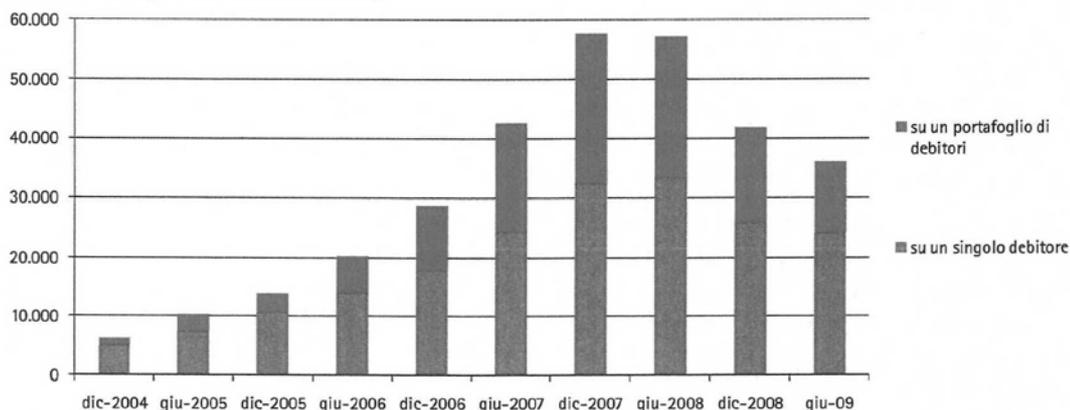


Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali.

Gli effetti della crisi continuano a manifestarsi, invece, sul mercato dei derivati su rischio di credito (*credit default swap*; Cds). Il valore nozionale di questi strumenti finanziari, infatti, è sceso da 41.900 miliardi di dollari Usa a dicembre 2008 a 36.000 miliardi di dollari Usa circa a giugno 2009 (-14 per cento; Fig. 38).

In particolare, la contrazione più rilevante si è registrata per i Cds su un portafoglio di debitori, le cui consistenze sono scese da 16.000 miliardi di dollari Usa a dicembre 2008 a 11.900 miliardi di dollari Usa circa a giugno 2009 (-26 per cento).

Fig. 38 Valore nozionale dei *credit default swap* nei paesi del G-10
(consistenze di fine periodo; miliardi di dollari Usa)



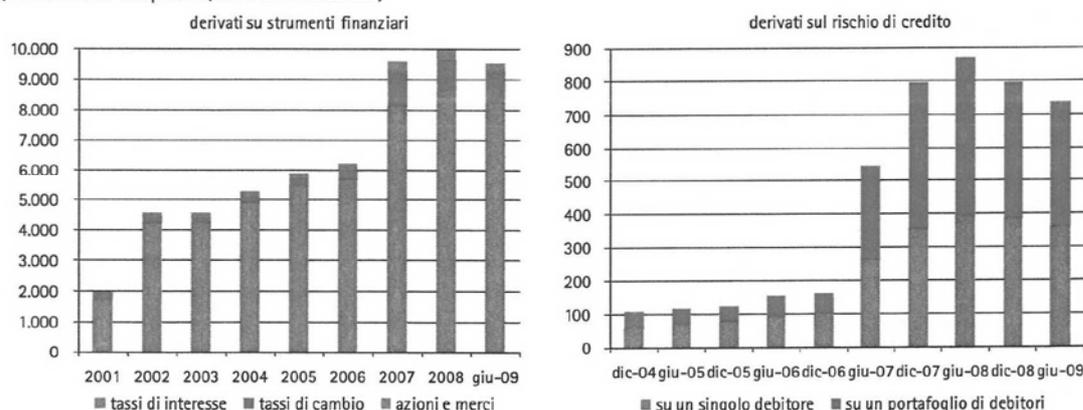
Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali.

In Italia, a differenza di quanto rilevato a livello globale, la crisi ha avuto un impatto piuttosto significativo sul mercato degli strumenti finanziari derivati.

Nei primi sei mesi del 2009, le consistenze dei derivati *over the counter* hanno subito per la prima volta dal 2001 una flessione, passando da 9.980 a 9.600 miliardi di dollari Usa circa (-4 per cento; Fig. 39). Nello stesso periodo di tempo, il valore nozionale dei derivati sul rischio di credito ha subito una riduzione del 7 per cento, scendendo da 796 a 739 miliardi di dollari Usa.

Gli strumenti finanziari derivati cosiddetti *exchange traded* negoziati sui mercati regolamentati italiani sono quelli negoziati sul Mercato Italiano dei Derivati (Idem) gestito da Borsa Italiana Spa e hanno come sottostante indici azionari e azioni.

Fig. 39 Valore nozionale degli strumenti finanziari derivati Otc in Italia
(consistenze di fine periodo; miliardi di dollari Usa)

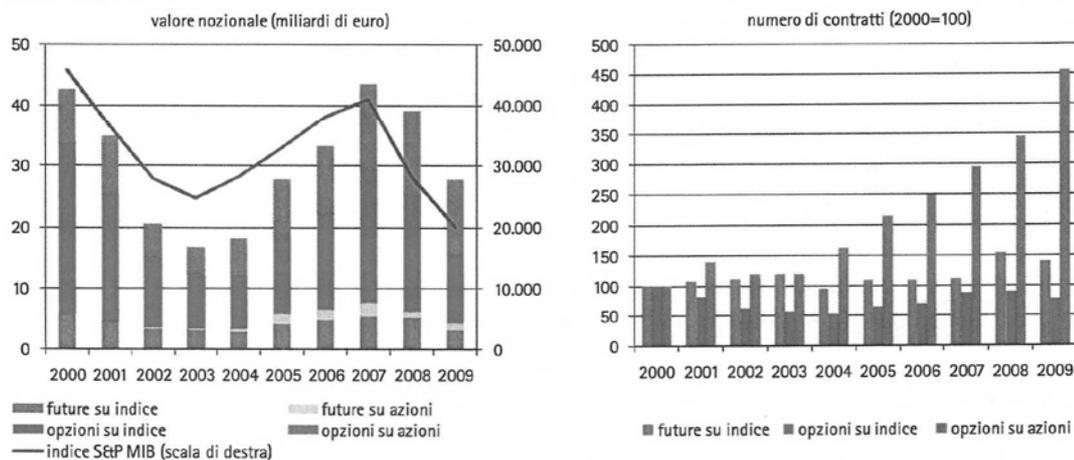


Fonte: Banca d'Italia.

Nel corso del 2009, il valore nozionale dei contratti aperti (cosiddetto *open interest*) sull'Idem (calcolato come media giornaliera) è diminuito del 29 per cento, scendendo da 40 a 28 miliardi di euro (Fig. 40).

In termini di controvalore medio giornaliero, la quota preponderante dei contratti aperti è costituita dalle opzioni su azioni (43 per cento), seguite dalle opzioni su indice (41 per cento).

Fig. 40 Valore nozionale e numero delle posizioni aperte in strumenti finanziari derivati negoziati sull'Idem
(valori medi giornalieri)

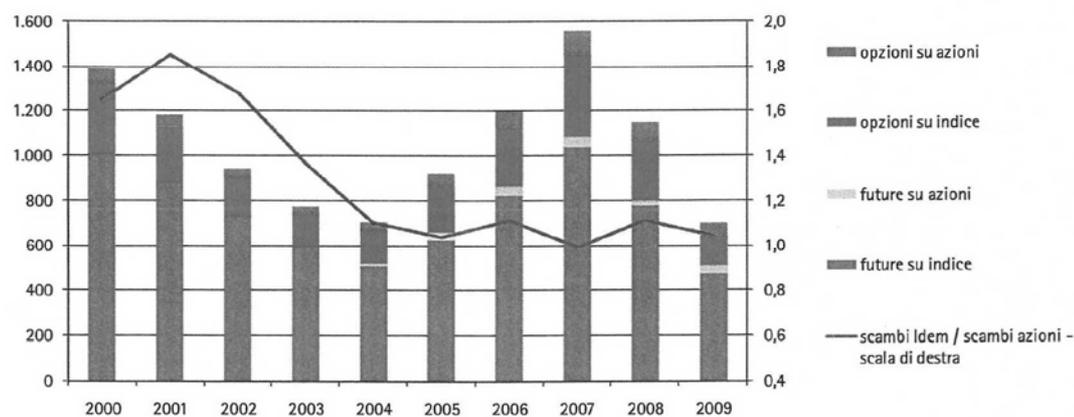


Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana. Nel grafico relativo al valore nozionale delle posizioni aperte la categoria "future su indice" include i *minifuture* su indice. I valori annuali dell'indice S&P/Mib sono medie dei dati di fine mese.

Nel 2009 il valore nozionale degli scambi sull'Idem è sceso significativamente rispetto al 2008, passando da 1.100 miliardi di euro a 673 miliardi di euro circa (-35 per cento; Fig. 41). È diminuito lievemente anche il rapporto fra scambi su derivati e scambi su azioni (da 1,1 a poco più di 1,0).

I volumi di scambi più consistenti riguardano soprattutto i *future* su indice (70 per cento del totale); seguono le opzioni su indice (21 per cento del totale), mentre le opzioni su azioni, i *minifuture* su indice e i *future* su azione rappresentano una quota residuale degli scambi.

Fig. 41 Valore nozionale degli scambi su strumenti finanziari derivati negoziati sull'Idem
(miliardi di euro)



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