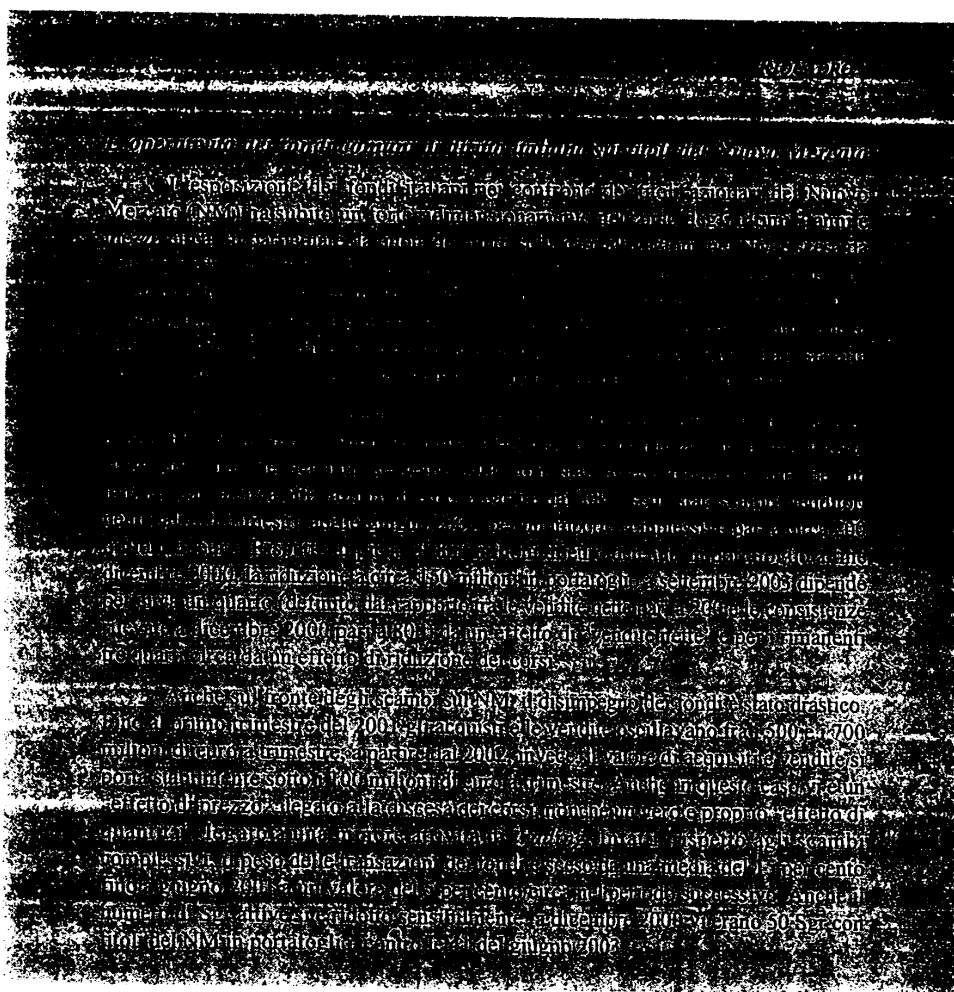
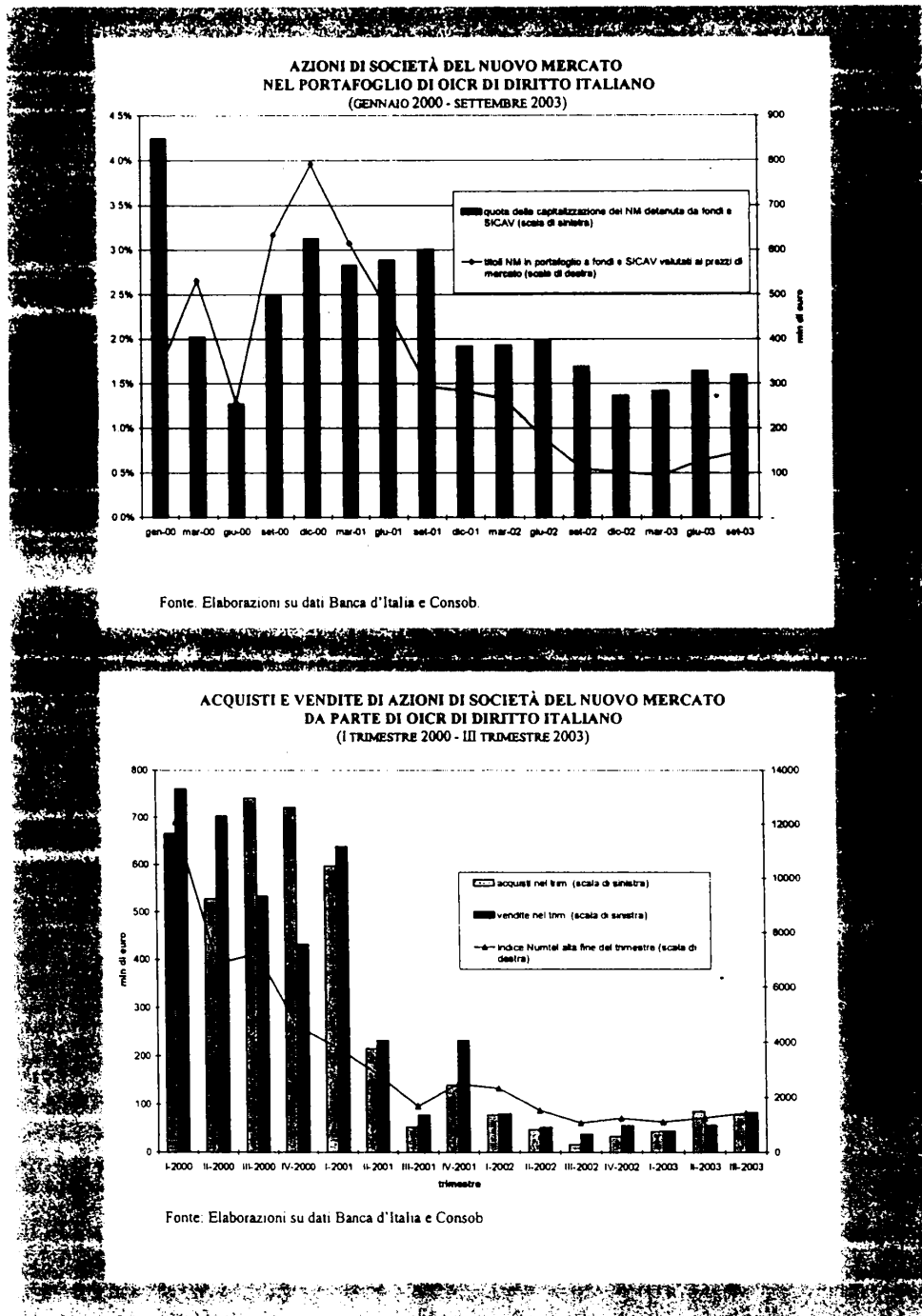


negativo; anche gli operatori non residenti, sia pure in misura meno accentuata rispetto al 2002, hanno ceduto azioni italiane. Si segnala, per contro, un'inversione di tendenza per quanto riguarda i fondi comuni di investimento di diritto italiano, divenuti acquirenti netti di azioni dopo un biennio nel quale avevano prevalentemente disinvestito.

Nell'ultimo triennio è mutata anche l'esposizione dei fondi comuni di diritto italiano rispetto ai titoli azionari del Nuovo Mercato. La quota dei fondi sulla capitalizzazione del Nuovo Mercato è infatti passata dal 4 per cento circa nel dicembre 2000 a poco più dell'1,5 per cento nel settembre del 2003. Tale ridimensionamento è dovuto sia alla flessione dei corsi sia a vendite consistenti di titoli (Riquadro 2).





Il turnover del portafoglio dei titoli del NM (definito come rapporto tra la somma di acquisti e vendite e il valore medio del portafoglio nel periodo) per il intero settore dei fondi comuni è sceso considerevolmente, da valori prossimi a 3 all'inizio del 2000, fino a valori inferiori all'unità negli anni successivi. In ogni caso, vi è un'evidente correlazione tra turnover e variazione dei corsi: la ripresa dei corsi nel 2° e 3° trimestre del 2003 ha coinciso con un marcato incremento della rotazione del portafoglio rispetto ai minimi del 2002.

Nel corso del 2003, il mercato telematico dei *covered warrants* ha confermato la tendenza degli anni precedenti, registrando una contrazione sia delle emissioni che degli scambi (Tav. II.2).

TAV. II.2

COVERED WARRANTS QUOTATI  
(VALORI MONETARI IN MILIARDI DI EURO)

	NUMERO DI EMISSIONI			CONTROVALORE DEGLI SCAMBI
	IN ESSERE <sup>1</sup>	NUOVE <sup>2</sup>	SCADUTE <sup>3</sup>	
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

Fonte: Consob e Borsa Italiana spa. <sup>1</sup> Dati a fine anno. <sup>2</sup> Ammesse a quotazione nel corso dell'anno. <sup>3</sup> Il dato include i *covered warrants* revocati, su richiesta dell'emittente, prima della scadenza naturale.

A fine 2003, risultavano quotati 2594 *covered warrants* (-27 per cento rispetto all'anno precedente). Le emissioni sono calate del 29 per cento circa: la contrazione ha interessato soprattutto le emissioni di *covered warrants* di tipo call e benchmark (con un saldo negativo di 1.721 emissioni rispetto al 2002) seguite dai *covered warrant put* (con un saldo negativo di 359 emissioni rispetto al 2002). Per contro, sono aumentate le emissioni dei *covered warrants* esotici e certificates (con un saldo positivo di 163 emissioni rispetto al 2002). Anche gli scambi sono diminuiti, passando da 18,3 miliardi di euro del 2002 a 10,8 del 2003 (-41 per cento circa).

*Al pari di quanto rilevato negli anni precedenti, le contrattazioni sono risultate concentrate in capo a pochi intermediari: il 50 per cento circa del controvalore negoziato sul lato delle vendite fa capo a tre intermediari, dei quali due soli detengono una quota di mercato pari al 41 per cento. Le negoziazioni si sono concentrate sullo scambio di covered warrants di tipo call e benchmark (sia di tipo americano che europeo), che rappresentano circa il 66 per cento del controvalore negoziato nel 2003, mentre i covered warrant put (sia di tipo americano che europeo) costituiscono il 21 per cento circa del controvalore scambiato.*

Con riferimento al mercato delle contrattazioni serali gestito da Borsa Italiana spa (denominato *Trading after Hours, Tah*), nel corso del 2003 la media giornaliera dei contratti conclusi ha subito un'ulteriore flessione, passando da poco più di 7.100 a 5.383 e confermando la tendenza rilevata nel 2002. Continua, invece, la crescita del controvalore medio degli scambi giornalieri, di poco superiore a 31 milioni di euro, contro i 28 dell'anno precedente.

Nel corso del 2003, il numero dei contratti eseguiti sul Mercato Italiano dei Derivati (Idem) si è attestato attorno a 17 milioni, in lieve aumento rispetto all'anno precedente (+4 per cento); è tuttavia mutata la composizione degli scambi per tipologia di strumento, in taluni casi confermando e in altri invertendo le tendenze rilevate nei periodi precedenti (Tav. II.3).

TAV. II.3

## STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI SCAMBIATI SULL'IDEM NEL 2003

	NUMERO DI CONTRATTI ESEGUITI <sup>1</sup>	MEDIA GIORNALIERA <sup>1</sup>	VARIAZIONE PERCENTUALE <sup>2</sup>
FIB30	4.264	16,9	- 12,6
MIBO30	2.505	9,9	- 3,2
OPZIONI SU SINGOLI TITOLI	7.924	31,4	4,4
MIDEX FUTURE	..	..	- 53,7
MINI FIB	2.570	10,2	20,5
FUTURE SU SINGOLI TITOLI	468	1,9	280,0

Fonte: Elaborazioni su dati Borsa Italiana spa e Cassa di compensazione e garanzia spa.  
<sup>1</sup> Migliaia di contratti. <sup>2</sup> Rispetto all'anno 2002. Nel caso dei *future* sui singoli titoli il dato è calcolato sulla media giornaliera.

*Le negoziazioni del future sull'indice Mib30, misurate dal numero di contratti conclusi, hanno mostrato una riduzione del 13 per cento circa rispetto all'anno 2002. Sono aumentati, invece, i contratti eseguiti sul MiniFib (+20 per cento), quelli sulle opzioni su singoli titoli (+4 per cento) e quelli relativi al future su singoli titoli. È risultato estremamente contenuto il numero di negoziazioni sul contratto future sull'Indice Midex. La Borsa Italiana, a causa della flessione degli scambi e dell'azzeramento dell'operatività, ha disposto che non venissero generati nuovi contratti a sostituzione di quelli in scadenza;*

*le negoziazioni sono pertanto terminate con la scadenza del contratto di settembre 2003 e con la successiva esclusione dalle negoziazioni del contratto stesso.*

*L'ammontare dei contratti futures su singoli titoli, le cui negoziazioni sono state avviate nel luglio 2002, ha raggiunto nell'anno trascorso un totale di circa 468.000 contratti eseguiti, passando da una media giornaliera di poco più di 500 contratti nel 2002 a una media giornaliera di circa 2.000 contratti nel 2003. La Borsa Italiana ha inoltre ampliato la disponibilità della scelta tra i titoli sottostanti ai futures, che sono ora negoziabili su un totale di 12 singoli titoli.*

### ***Il mercato obbligazionario***

Nel 2003, gli scambi di titoli obbligazionari sui mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana spa (Mot e Euromot) hanno subito una sensibile contrazione, passando da 161 a 146 miliardi di euro (-9 per cento); tuttavia, gli scambi sull'Euromot, sia pure limitati, risultano raddoppiati rispetto al 2002 (Tav. aII.2). Per il secondo anno consecutivo è risultato in calo il controvalore negoziato sul mercato telematico all'ingrosso dei titoli di stato (Mts), gestito da Mts spa (-4 per cento). Risulta pari a circa 2 miliardi di euro, infine, il controvalore negoziato sul mercato regolamentato Tlx, attivo dal 20 ottobre 2003.

A dicembre del 2003, il controvalore delle obbligazioni emesse da imprese non finanziarie italiane era pari a circa 86 miliardi di euro, di cui 83 miliardi circa riferibili a gruppi quotati e 3 miliardi circa a gruppi non quotati (Tav. II.4). Per i gruppi quotati, le obbligazioni emesse rappresentano il 25 per cento circa della relativa capitalizzazione di borsa (sulla base dei corsi di fine settembre 2003).

Sui mercati regolamentati italiani (Mot e Euromot) è quotato solo il 17 per cento circa delle obbligazioni *corporate* italiane in termini di controvalore e il 9 per cento circa in termini di numero, mentre alla borsa del Lussemburgo è quotato il 72 per cento circa di detti prestiti obbligazionari in termini di controvalore e il 67 per cento circa in termini di numero di emissioni.

Una quota molto consistente delle obbligazioni *corporate* italiane, almeno in termini di numero di prestiti, è priva di *rating* (circa il 40 per cento, ma meno del 20 per cento in termini di controvalore). Tale fenomeno si riscontra anche in altri paesi dell'area dell'euro, quali la Francia e la Germania, che pure contano un numero elevato di imprese senza *rating* che hanno collocato obbligazioni. Sulla base di una stima a fine 2002 del valore complessivo del mercato europeo dei *corporate bonds*, pari a circa 550 miliardi di euro, la quota dell'Italia risulterebbe prossima al 15 per cento circa, al terzo posto dopo quella di Francia e Germania.

Lo sviluppo del mercato italiano dei *corporate bonds* si è concentrato sostanzialmente fra il 1999 e il 2002, in un contesto congiunturale caratterizzato (almeno a partire dal 2000) da una brusca correzione al ribasso dei corsi azionari e da una fase di ristagno dell'economia.

TAV. II.4

**OBBLIGAZIONI CORPORATE EMESSE DA GRUPPI ITALIANI<sup>1</sup>**  
(DATI AL 31 DICEMBRE 2003; VALORI MONETARI IN MILIARDI DI EURO)

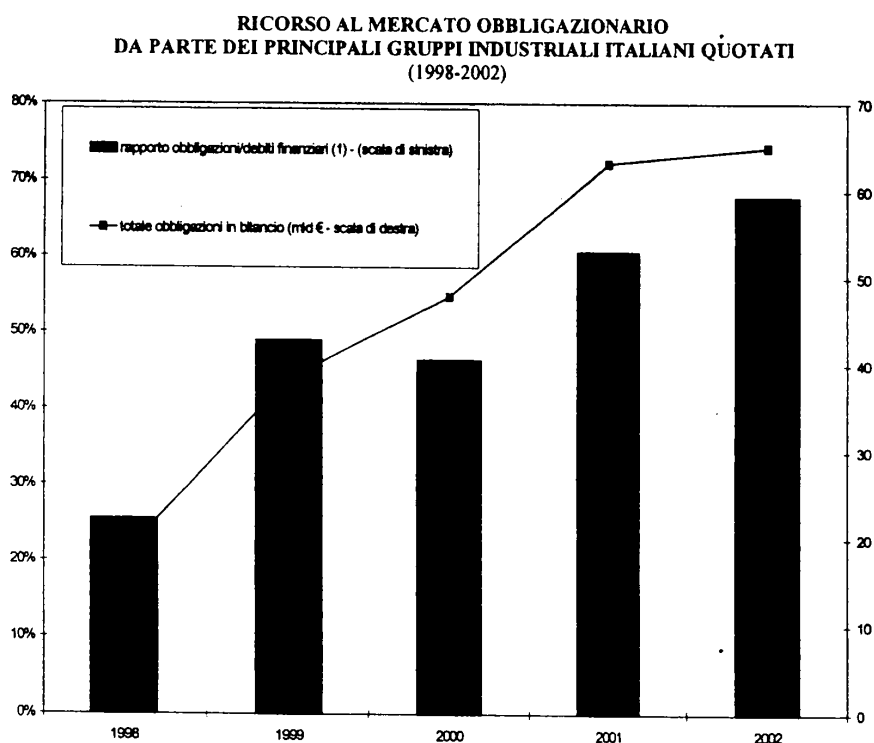
TIPOLOGIA DI OBBLIGAZIONI	CONTROVALORE	N° EMISSIONI
<b>OBBLIGAZIONI EMESSE DA IMPRESE</b>		
<b>APPARTENENTI A GRUPPI ITALIANI QUOTATI</b>		
OBBLIGAZIONI QUOTATE SU MERCATI REGOLAMENTATI ITALIANI	15	22
<i>DI CUI MOT</i>	5	13
<i>EUROMOT</i>	10	9
OBBLIGAZIONI DIFFUSE IN ITALIA	..	9
OBBLIGAZIONI QUOTATE SU MERCATI REGOLAMENTATI ESTERI	61	142
<i>DI CUI LUSSEMBURGO</i>	58	139
OBBLIGAZIONI NON QUOTATE O DIFFUSE IN ITALIA	7	43
<i>TOTALE</i>	83	216
<b>OBBLIGAZIONI EMESSE DA IMPRESE</b>		
<b>APPARTENENTI A GRUPPI ITALIANI NON QUOTATI</b>		
OBBLIGAZIONI QUOTATE SU MERCATI REGOLAMENTATI ESTERI (LUSSEMBURGO)	3	21
OBBLIGAZIONI NON QUOTATE O DIFFUSE IN ITALIA	..	2
<i>TOTALE</i>	3	23
<b><i>TOTALE GENERALE</i></b>	<b>86</b>	<b>239</b>

Fonte: Elaborazioni su dati Bloomberg. <sup>1</sup> Sono escluse le obbligazioni emesse da società per la cartolarizzazione dei crediti. Sono inclusi i titoli di società in *default* del 2003. Il controvalore dei prestiti in valute diverse dall'euro è stato convertito in euro con i tassi di cambio della data di riferimento. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

A partire dalla fine degli anni novanta, infatti, le maggiori imprese non finanziarie italiane hanno profondamente mutato la composizione e la struttura dei loro debiti finanziari, aumentando notevolmente il ricorso all'emissione di titoli obbligazionari. A livello aggregato, il peso delle obbligazioni rispetto agli altri debiti finanziari dei principali gruppi industriali quotati è passato dal 25 per cento circa nel 1998 a quasi il 70 per cento nel 2002 (Fig. II.3). In termini assoluti, le obbligazioni in bilancio (valutate al nominale) sono passate, fra il 1998 e il 2002, da 18 a 65 miliardi di euro (che equivale a un tasso di crescita medio annuo del 38 per cento circa), mentre gli altri debiti finanziari (essenzialmente debiti a breve e medio-lungo termine nei confronti delle banche) sono passati da 72 a 96 miliardi di euro (che equivale invece a un tasso di crescita dell'8 per cento circa).

Questi dati mostrano chiaramente come, a partire dal 1998, i principali gruppi industriali quotati abbiano preferito emettere obbligazioni per raccogliere nuovo capitale di debito, piuttosto che aumentare il ricorso al sistema bancario. Non vi è stata dunque, almeno a livello aggregato, una sostituzione fra debito bancario e obbligazioni, ma piuttosto la tendenza a fare un maggiore ricorso all'emissione di titoli di debito.

FIG. II.3



Fonte: Elaborazioni su dati R&S 2003 Mediobanca. I debiti finanziari sono al netto delle obbligazioni. La quota di obbligazioni con scadenza entro l'anno che viene inclusa nei debiti finanziari a breve è stata sommata ai prestiti obbligazionari (e quindi sottratta dal totale dei debiti finanziari). (1) Dato calcolato sulla base dei bilanci consolidati di tutti i gruppi industriali quotati censiti in R&S (IFI-Fiat, Edison-Italenergia, Parmalat, Enel, Eni, Cofide-Cir, Pirelli, Olivetti-Telecom, Finmeccanica, ST Microelectronics, Impregilo, Alitalia, Edizione Holding (Benetton), Merloni, De Longhi, Autostrada TO-MI, Bulgari, Dalmine, ACEA, Danieli, Davide Campari, Fininvest, Italmobiliare, De Agostini, Gim, Luxottica, Gemina, AEM, ASM Brescia, Caltagirone, ERG, Ericson, Marzotto, RCS MediaGroup, Recordati, Sirti e Snia). I dati relativi al "gruppo Olivetti-Telecom" si riferiscono, per il 1998, alla somma dei dati dei bilanci consolidati di Olivetti, Telecom e Seat, per il 1999, alla somma dei dati del bilancio consolidato Olivetti (che consolidava Telecom) e di quello Seat e a partire dal 2000 al solo bilancio consolidato Olivetti (che a partire dal 2000 ha consolidato sia Telecom che Seat). È stato escluso dall'analisi il gruppo Cirio. I dati in dollari USA del bilancio di ST Microelectronics sono stati convertiti in euro ai tassi di cambio euro-USD di fine anno.

Lo sviluppo del mercato obbligazionario *corporate* ha portato con sé i primi, e allo stesso tempo assai rilevanti, casi di fallimento societario. Nei principali paesi europei, il fenomeno dei fallimenti di emittenti con obbligazioni diffuse è di gran lunga più ampio e datato nel tempo che in Italia. Esso è inoltre fortemente concentrato nei paesi anglosassoni che tradizionalmente hanno sistemi finanziari più orientati al mercato.

Sulla base delle ricerche effettuate dall'agenzia di rating Moody's, si vince come nel periodo 1985-2001 vi siano stati 69 fallimenti di società europee che avevano emesso *corporate bonds*, per un importo complessivo di circa 22 miliardi di euro. Delle 69 società fallite, ben 29 erano inglesi (42 per cento del totale) con obbligazioni in default per circa 13 miliardi di euro (circa 60 per cento del totale). Al secondo posto si trova l'Olanda con 4 società fallite e obbligazioni in default per 1,9 miliardi di euro; in Francia sono fallite 4 società e in Germania 3, con obbligazioni emesse, in entrambe i casi, per importi inferiori a 500 milioni di euro. Non vi sono stati invece casi di default di obbligazioni di società italiane. Nel 2002, sempre sulla base delle ricerche pubblicate da Moody's, il volume complessivo delle obbligazioni di società europee fallite è notevolmente aumentato ed è stato pari a circa 43 miliardi di euro, quasi il doppio dell'intero importo delle obbligazioni in default nei 16 anni precedenti. Nel 2002 sono andati in default i prestiti obbligazionari di 32 emittenti europei, di cui 15 inglesi, 8 olandesi, e 3 tedeschi (mentre si è registrato un solo caso in Svezia, Norvegia, Svizzera, Francia, Belgio e Italia). Dei 43 miliardi di euro di obbligazioni in default, il 65 per cento circa era stato emesso da imprese inglesi e il 25 per cento da imprese olandesi, mentre il rimanente 10 per cento circa da imprese di altri paesi europei.

Una categoria particolare di obbligazioni (anche per le relative peculiarità tecniche) è rappresentata dai titoli emessi dalle società per la cartolarizzazione dei crediti. Alla data del 30 luglio 2003, risultavano in essere circa 360 prestiti obbligazionari, per un controvalore emesso di oltre 90 miliardi di euro (Riquadro 3).

#### RIQUADRO 3

##### *Le asset backed securities*

I titoli collocati a fronte di operazioni di cartolarizzazione dei crediti (cosiddetti *asset backed securities* - Abs) sono obbligazioni emesse da società di diritto italiano, iscritte nell'elenco speciale delle società finanziarie tenuto dalla Banca d'Italia (di cui all'art. 107 del Testo Unico Bancario), utilizzate come "veicoli speciali" (*special purpose vehicle*, Spv) per effettuare tali operazioni. Tali società emettono quindi obbligazioni "collateralizzate" da *asset* rappresentati da crediti di varia natura (nel caso di mutui ipotecari si parla di *mortgage backed securities*).

Tali obbligazioni sono, per alcuni versi, assimilabili a quelle *corporate*. In particolare, sotto il profilo regolamentare, la legge 130/1999 che contiene le disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti, prevede che il collocamento di tali titoli sia sempre accompagnato dalla predisposizione di un prospetto informativo (anche se l'offerta è riservata a investitori professionali), oltre che dal rilascio del *rating* nel caso