

Tav. I.12

**SOCIETÀ QUOTATE IN BORSA  
INTERESSATE DA INTERLOCKING NEL 2003**

QUOTA DEI COMPONENTI DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE CON PIÙ DI UNA CARICA	NUMERO DI SOCIETÀ
MENO DEL 25 PER CENTO	61
DAL 25 AL 50 PER CENTO	71
DAL 51 AL 75 PER CENTO	42
PIÙ DEL 75 PER CENTO	17*
<i>TOTALE</i>	<i>191</i>

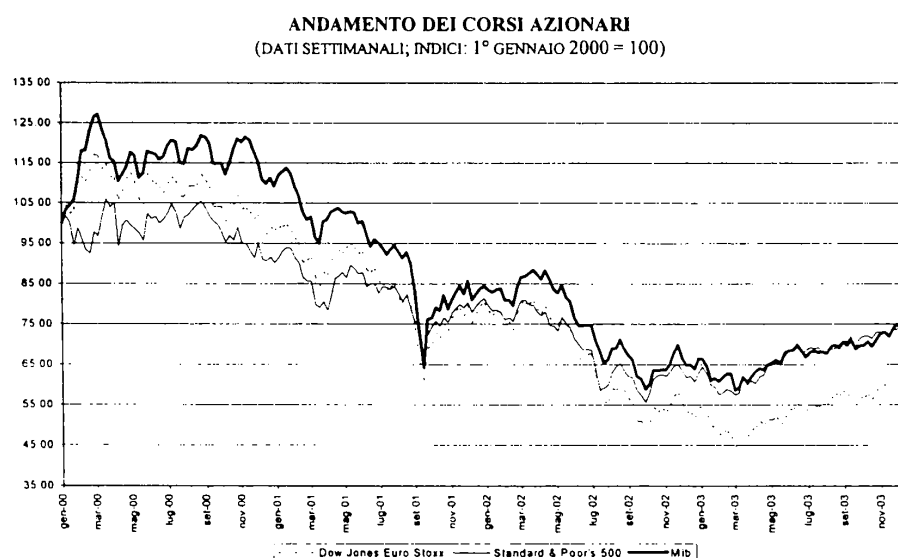
## II. I MERCATI E LE IMPRESE

### *I mercati delle azioni e degli strumenti derivati*

Nel 2003 le prospettive di ripresa dell'economia mondiale e di miglioramento della congiuntura internazionale hanno contribuito a determinare il rialzo dei corsi azionari nei principali mercati e una riduzione del grado di incertezza. Nei paesi dell'area dell'euro, così come in Italia, le attese sui tassi di variazione degli utili aziendali a 12 mesi elaborate dalla società IBES mostrano, a partire dall'ultimo trimestre del 2003, e dopo un periodo di relativa stabilità, un andamento crescente; un dato analogo emerge con riferimento all'economia statunitense.

*Tuttavia, le aspettative di ripresa dei profitti societari stimate con riferimento alle società che compongono l'indice Mib30 esibiscono una crescita più contenuta rispetto a quelle stimate per le società che costituiscono l'indice Msci Europe e solo in prossimità dei primi del 2004 hanno evidenziato un riallineamento ai valori registrati all'inizio del 2002.*

FIG. II.1



Nei paesi dell'area dell'euro, l'incremento dei corsi azionari si è avviato nel corso del primo trimestre del 2003: nel 2003, l'indice Dow Jones Euro Stoxx relativo alle azioni delle maggiori società europee appartenenti all'area dell'euro si è apprezzato del 12 per cento circa (-32 nel 2002; Fig. II.1). Tale andamento è in linea con l'evoluzione dei prezzi azionari delle maggiori società

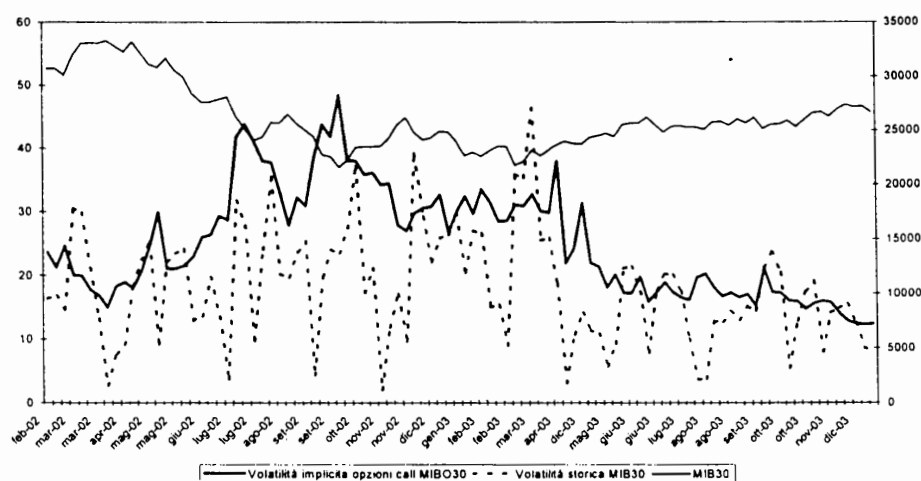
quotate nel mercato statunitense, come si evince dall'evoluzione dell'indice Standard & Poor's 500, che nel corso dell'anno ha registrato una crescita di poco inferiore a 21 punti percentuali (-23 nel 2002).

In linea con le tendenze rilevate nel contesto internazionale, nel 2003 sono cresciuti anche i prezzi delle azioni italiane, interrompendo il calo iniziato a partire dal secondo trimestre del 2000. L'indice Mib storico, relativo al Mercato Telematico Azionario (Borsa), è aumentato del 15 per cento circa (-24 nel 2002), mentre l'indice relativo al Nuovo Mercato è cresciuto di poco più del 27 per cento (-50 nel 2002).

La ripresa delle quotazioni azionarie è stata sostenuta anche da una diminuzione dell'incertezza tra gli operatori di mercato, come emerge dall'andamento della volatilità dei prezzi sia storica che implicita (Fig. II.2). In particolare, il rialzo dell'indice Mib30 è stato accompagnato da una flessione della volatilità implicita nei prezzi dei contratti di opzione Mibo30 (aventi come sottostante il Fib30), scambiati sui mercati degli strumenti derivati gestiti da Borsa Italiana spa (Idem). In particolare, i livelli di volatilità di fine dicembre 2003 risultano quasi dimezzati rispetto a quelli rilevati alla fine del 2002.

FIG. II.2

INDICATORI DI VOLATILITÀ E INDICE MIB30  
(FEBBRAIO 2002 - DICEMBRE 2003)



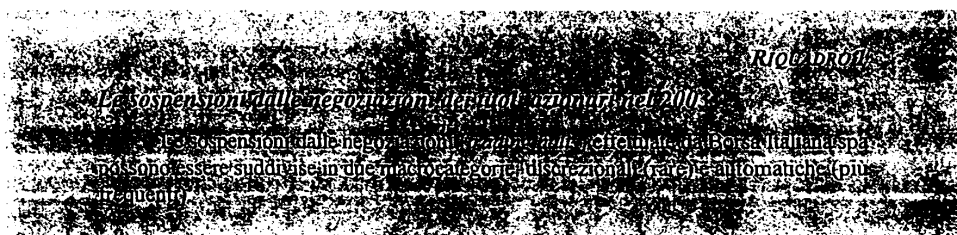
Scala di sinistra: Volatilità implicita opzioni call Mibo30, volatilità storica Mib30. Scala di destra: Indice Mib30.

Nonostante la ripresa dei corsi, il mercato azionario italiano continua a soffrire di talune debolezze strutturali. Il numero di società residenti quotate rimane, infatti, contenuto: a fine 2003 esso si attestava a 271, registrando un calo di 17 unità rispetto al 2002. Tale diminuzione ha interessato tutti i mercati azionari gestiti da Borsa Italiana spa (Tav. aII.1). Le nuove ammissioni ammontano complessivamente a 11 (ma solo 4 sono state realizzate tramite una Opv/Ops), di cui 9 riguardano la Borsa, una il Mercato Expandi e una il Nuovo Mercato. Le revoke dalla quotazione hanno interessato 27 società: di queste, 21 hanno riguardato la Borsa, 3 il Nuovo Mercato e 3 il Mercato Expandi (in un caso la revoca è dovuta al trasferimento alla Borsa). Le cancellazioni sono state determinate dall'incorporazione in altre società quotate, da operazioni di fusione in una nuova società, ovvero dalla conclusione di offerte pubbliche di acquisto.

La capitalizzazione delle società domestiche continua a essere inferiore a quella registrata nei principali mercati azionari internazionali: il dato di fine anno, pari a circa 488 miliardi di euro (in crescita di poco più di 6 punti percentuali rispetto al valore rilevato a fine 2002), colloca il mercato azionario italiano al sesto posto in Europa. Il maggior contributo alla crescita della capitalizzazione proviene dal Nuovo Mercato (+30 per cento circa); seguono il Mercato Telematico azionario (+6,1 per cento) e il Mercato Expandi (+2,2 per cento). La capitalizzazione della Borsa in percentuale del Pil a fine 2003 risultava pari al 37 per cento circa, valore sostanzialmente stabile rispetto all'anno precedente.

Il controvalore complessivo degli scambi dei titoli azionari ha registrato un aumento contenuto (+1,3 per cento), portandosi a 581 miliardi di euro. Il *turnover* degli scambi, definito come rapporto tra il controvalore degli stessi e la capitalizzazione media dell'anno, è risultato superiore all'unità sia per la Borsa che per il Nuovo Mercato.

Alla minore volatilità degli indici di borsa è corrisposta una più bassa frequenza delle sospensioni temporanee delle negoziazioni dei titoli azionari scambiati sui mercati gestiti da Borsa Italiana spa: nel corso del 2003, infatti, si sono verificate 7.858 sospensioni automatiche associabili a variazioni eccessive di prezzo (che hanno interessato 247 titoli azionari sui 377 scambiati) a fronte delle 14.184 sospensioni (per un totale di 295 titoli azionari sui 375 scambiati) registrate nel 2002 (Riquadro 1).



Le sospensioni discrezionali interrompono le negoziazioni di uno o più titoli per un periodo di tempo commisurato alla causa che ne ha determinato l'attuazione (da pochi minuti a più giorni). Le motivazioni del provvedimento di sospensione possono essere di vario genere: come divulgazione di materiale informativo, sospetto di attività fraudolenta o manipolativa, gravi inadempimenti dell'emittente, eventi straordinari.

Le sospensioni automatiche interrompono immediatamente le negoziazioni di un titolo al momento della violazione di determinati livelli di prezzo. La loro durata è solitamente inferiore a quella delle sospensioni discrezionali.

Nel corso del 2003, Borsa Italiana ha disposto 100 sospensioni di tipo discrezionale; in 81 casi il provvedimento è stato preso in attesa della diffusione di comunicati contenenti informazioni rilevanti per gli strumenti finanziari oggetto della sospensione; in 18 casi a causa del verificarsi sul mercato di anomalie in termini di prezzo e/o di quantità e in un caso a causa della perdita integrale del capitale sociale. In tutte le occasioni in cui la motivazione della sospensione è stata la diffusione di comunicati contenenti informazioni rilevanti, Borsa Italiana ha disposto la sospensione di tutti gli strumenti finanziari emessi dall'emittente in questione e, se necessario, da altri emittenti a esso collegati. Nelle circostanze in cui il provvedimento è stato disposto a causa del verificarsi sul mercato di anomalie in termini di prezzo e/o di quantità di un particolare strumento finanziario, Borsa Italiana ha disposto soltanto la sospensione di quel particolare strumento finanziario. In 54 casi la durata delle sospensioni è stata di poche ore; negli altri 46 casi le sospensioni sono state prolungate per una o più giornate.

Complessivamente i provvedimenti di sospensione hanno interessato 66 emittenti. In tre casi i provvedimenti sono stati annullati nell'attesa della quotazione (azioni risparmio emesse da Holly Hotels spa, azioni risparmio emesse da Arnaldo Mondadori Editore spa e azioni ordinarie emesse da OpenGate Group spa). Al 31 dicembre 2003 risultano ancora sospesi a tempo indeterminato gli strumenti finanziari emessi da Cino Finanziaria spa, Giacomelli Sport Group spa, Gandall spa, Arquat spa, Necchi spa, Cio spa e Parmalat Finanziaria spa.

Nelle sedute diurna del 2003 nel Mercato Telematico Azionario (Mta), nel Mercato Expandi (già Mercato Ristretto) e nel Nuovo Mercato si sono registrate 7.858 sospensioni automatiche associabili a variazioni eccessive di prezzo che hanno interessato 247 titoli azionari sui 377 scambiati. Le sospensioni salgono a 13.548 (per un totale di 321 strumenti finanziari) se nel computo si includono anche i diritti di opzione, le obbligazioni convertibili e i warrants. Nelle sedute serali nel Mercato *Trading After Hours* sono stati sospesi 71 titoli azionari generando 954 sospensioni.

L'ampiezza del fenomeno riflette le dimensioni del mercato nel quale si manifesta: la maggior parte delle interruzioni automatiche delle negoziazioni riguarda infatti, le azioni quotate nel Mta, sia in termini di numero di titoli sospesi che di sospensioni (rispettivamente 81,0 e 70,9 per cento).

In termini assoluti il maggior numero di sospensioni associabili a variazioni eccessive di prezzo è attribuibile alle azioni del segmento Ordinario, classe 1 (rispettivamente 35,7 per cento per le azioni ordinarie e 7,8 per cento per quelle di risparmio e privilegiate), alle azioni del Nuovo Mercato (28,2 per cento) e alle azioni del segmento Blue-chip (rispettivamente 8,6 per cento per le azioni ordinarie e 5,6 per cento per quelle di risparmio e privilegiate). Se si considera, tuttavia, il dato delle sospensioni in rapporto al numero di contratti conclusi sul sottoinsieme dei titoli

sospesi emergenti. L'interruzione delle negoziazioni riguarda con maggiore frequenza le azioni di risparmio e privilegiate del segmento *Special Ordinary* (classi 1) (rispettivamente 16,5 e 9 sospensioni per ogni 1.000 contratti). Stante la minore liquidità delle azioni di risparmio e privilegiate tali dati evidenziano una relazione inversa tra numero di sospensioni rapportato al numero dei contratti e il grado di liquidità delle azioni. Più in generale, poiché le sospensioni dalle negoziazioni qui considerate sono causate da variazioni eccessive di prezzo, l'analisi conferma l'esistenza di una relazione inversa tra liquidità dei titoli e variazioni di prezzo.

Per le azioni del segmento *Ordinary*, classe 2, notoriamente poco liquide (e per quelle del Mercato *Expandi*, il rapporto sospensioni/contratti, seppur significativo, è inferiore (rispettivamente 8,5 e 5 sospensioni per ogni 1.000 contratti), ciò trova spiegazione nel fatto che le negoziazioni non si svolgono secondo la modalità di negoziazione continua ma soltanto di asta (di apertura e di chiusura). Fino al 2001 infatti, quando le azioni attualmente quotate nel segmento *Ordinary*, classe 2 erano negoziate anche con la modalità di negoziazione continua, il numero di sospensioni era notevolmente più alto.

Le sospensioni associabili a variazioni eccessive di prezzo sono state suddivise anche per tipologia in negoziazione in validazione e tecnica. Le prime due sono interruzioni automatiche delle negoziazioni per eccessiva variabilità del prezzo, rispettivamente in fase di negoziazione e di asta, mentre le sospensioni tecniche sono causate da scelte discrezionali di Borsa Italiana, comunque associabili a variazioni eccessive di prezzo. Le più frequenti, pari a quasi la metà del totale, sono le sospensioni in negoziazione. Tali interruzioni possono essere causate da eccessiva variabilità fra i prezzi di due contratti consecutivi (23,3 per cento dei casi), o fra il prezzo di un contratto e il prezzo di controllo (21,3 per cento dei casi). Le sospensioni in validazione (36,7 per cento dei casi) possono essere causate soltanto da un eccessivo scostamento fra il prezzo di asta e il prezzo di controllo. È opportuno evidenziare che negli ultimi due anni è aumentata la quota di sospensioni in validazione a discapito della quota di sospensioni in negoziazione. Ciò trova spiegazione nel fatto che è aumentato il peso relativo della fase di asta rispetto alla fase di negoziazione continua sia a motivo del nuovo *market model*, che prevede tra l'altro l'asta di chiusura, che della nuova segmentazione di mercato e degli orari di negoziazione a essa collegati introdotta nel 2001. La diminuzione della quota di sospensioni in negoziazione è anche dovuta all'ampliamento previsto dal nuovo *market model* della variazione consentita ai prezzi dei contratti del giorno (6) rispetto al prezzo di riferimento del giorno (1-1). Infine, la restante quota è attribuibile alle sospensioni tecniche (18,7 per cento).

Nel corso del 2003, così come era accaduto nell'anno precedente, sono prevalse le sospensioni al rialzo, ossia le sospensioni causate da variazioni percentuali di prezzo positive, pari a più del doppio di quelle al ribasso. Questa proporzione è dovuta sia alle sospensioni in validazione, che sono quasi tutte al rialzo (77,8 per cento) che a quelle in negoziazione (64,1 per cento).

**SOSPENSIONI TEMPORANEE DELLE NEGOZIAZIONI DEI TITOLI AZIONARI<sup>1</sup>**  
(SEDUTE DIURNE DEI MERCATI GESTITI DA BORSA ITALIANA SPA, 2003)

SOSPENSIONI PER MERCATO E SEGMENTO	AZIONI SOSPENSE		AZ. SOSPENSE/ AZ. QUOTATE <sup>3</sup>	SOSPENSIONI		SOSPENSIONI/ N. CONTRATTI <sup>4</sup>
	NUMERO	PESO SUL TOTALE <sup>2</sup>		NUMERO	PESO SUL TOTALE <sup>2</sup>	
MTA	200	81,0	63,7	5.569	70,9	0,154
BLUE -CHIP (ORDINARIE)	39	15,8	46,4	679	8,6	0,022
BLUE -CHIP (ALTRE <sup>3</sup> )	25	10,1	67,6	438	5,6	0,255
STAR (ORDINARIE)	27	10,9	64,3	267	3,4	0,229
STAR (ALTRE <sup>3</sup> )	5	2,0	71,4	514	6,5	14,646
ORDINARIO, CL. 1 (ORDINARIE)	79	32,0	74,5	2.808	35,7	0,959
ORDINARIO, CL. 1 (ALTRE <sup>3</sup> )	15	6,1	55,6	610	7,8	8,602
ORDINARIO, CL. 2 (TUTTE)	10	4,0	90,9	253	3,2	7,836
MERCATO EXPANDI	6	2,4	35,3	73	0,9	2,883
NUOVO MERCATO	41	16,6	89,1	2.216	28,2	0,565
<i>TOTALE</i>	<i>247</i>	<i>100,0</i>	<i>65,5</i>	<i>7.858</i>	<i>100,0</i>	<i>0,195</i>

SOSPENSIONI PER TIPOLOGIA	NUMERO	PESO SUL TOTALE <sup>2</sup>
IN NEGOZIAZIONE	3.503	44,6
RISPETTO ALL'ULTIMO PREZZO	1.827	23,3
RISPETTO AL PREZZO DI CONTROLLO	1.676	21,3
IN VALIDAZIONE	2.887	36,7
TECNICHE	1.468	18,7
<i>TOTALE</i>	<i>7.858</i>	<i>100,0</i>

SOSPENSIONI PER VARIAZIONE DI PREZZO	SOSPENSIONI IN NEGOZIAZIONE		SOSPENSIONI IN VALIDAZIONE		SOSPENSIONI TECNICHE		TOTALE	
	NUMERO	PESO SUL TOTALE <sup>2</sup>	NUMERO	PESO SUL TOTALE <sup>2</sup>	NUMERO	PESO SUL TOTALE <sup>2</sup>	NUMERO	PESO SUL TOTALE <sup>2</sup>
AL RIALZO	2.247	64,1	2.246	77,8	—	—	4.493	57,2
AL RIBASSO	1.256	35,9	641	22,2	—	—	1.897	24,1
DISCREZIONALI <sup>6</sup>	—	—	—	—	1.468	100,0	1.468	18,7
<i>TOTALE</i>	<i>3.503</i>	<i>100,0</i>	<i>2.887</i>	<i>100,0</i>	<i>1.468</i>	<i>100,0</i>	<i>7.858</i>	<i>100,0</i>

<sup>1</sup> L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. <sup>2</sup> Dati in percentuale. <sup>3</sup> Rapporto percentuale fra il numero di azioni sospese e il numero di azioni quotate in ciascun mercato e segmento. <sup>4</sup> Rapporto fra il numero di sospensioni e il numero di contratti conclusi sul sotto insieme delle azioni sospese in ciascun mercato e segmento moltiplicato per 1.000. <sup>5</sup> Azioni di risparmio e privilegiate. <sup>6</sup> Il dato comprende solo le sospensioni causate da variazioni eccessive di prezzo, non sono incluse le sospensioni discrezionali causate da eventi quali la divulgazione di materiale informativo, il sospetto di attività fraudolente o manipolative, gravi inadempimenti dell'emittente, eventi straordinari.



Nel corso dell'anno, sulla base delle rilevazioni della Banca centrale europea, il tasso di crescita delle emissioni di azioni quotate nei paesi dell'area dell'euro è stato contenuto: in novembre, esso si attestava all'1,1 per cento sui dodici mesi precedenti. Con riferimento alle azioni quotate emesse da società non finanziarie, è rimasto basso il volume delle operazioni di prima quotazione (*Initial public offerings*, Ipo) mentre sono risultati più sostenuti i collocamenti successivi alla quotazione.

Con riferimento all'Italia, nel corso dell'anno sono state effettuate 26 operazioni di aumento di capitale in opzione a pagamento, per un ammontare pari a 9,7 miliardi di euro in forte crescita rispetto al 2002. Le operazioni sono state realizzate in 3 casi attraverso collocamento di obbligazioni convertibili, in un caso attraverso l'emissione combinata di azioni ordinarie, di risparmio e obbligazioni convertibili, in 4 casi tramite azioni più *warrants* e nei rimanenti 18 casi tramite emissione di sole azioni. Sono state, inoltre, effettuate 4 operazioni di prima quotazione, un'offerta di obbligazioni convertibili e un collocamento presso investitori istituzionali, per un importo complessivo di 2,8 miliardi di euro.

Tav. II.1

**ACQUISTI NETTI DI AZIONI QUOTATE ITALIANE<sup>1</sup>**  
(MILIONI DI EURO)

SOTTOSCRITTORI	2000	2001	2002	2003
BANCA D'ITALIA - UIC	231	201	346	96
FONDI COMUNI <sup>2</sup>	49	- 1.787	- 1.133	229
BANCHE	4.592	- 8.270	8.947	- 5.836
COMPAGNIE DI ASSICURAZIONE	3.328	- 594	- 4.847	....
ALTRI INVESTITORI <sup>3</sup>	2.663	17.153	7.735	....
ESTERO	- 1.714	- 532	- 7.155	- 2.864
<i>TOTALE</i>	<i>9.148</i>	<i>6.171</i>	<i>3.893</i>	<i>8.710</i>

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

I dati sugli acquisti netti di azioni italiane quotate mostrano, nel 2003, un saldo positivo e più che raddoppiato rispetto a quello rilevato a fine 2002, riflettendo il valore delle emissioni nette appena citato (Tav. II.1). A differenza del periodo precedente, le banche hanno fornito un contributo