

# Le azioni

## Cosa sono

I **titoli azionari** rappresentano quote di proprietà dell'azienda che li emette. Contrariamente ai titoli obbligazionari, non prevedono il pagamento periodico di cedole fisse o il rimborso del capitale. Chi acquista un titolo azionario acquista la proprietà di una parte di una impresa e quindi la proprietà di una parte corrispondente degli utili da questa prodotti. Tali utili possono essere distribuiti agli azionisti sotto forma di dividendi, oppure possono essere reinvestiti nell'azienda e contribuire alla crescita di valore della stessa.

### Azioni e obbligazioni

Nel caso in cui una stessa impresa abbia emesso sia titoli azionari sia titoli obbligazionari, i primi sono più rischiosi dei secondi. Le **obbligazioni** consentono ai loro detentori un posto privilegiato nella spartizione dei ricavi prodotti dall'impresa, che è tenuta innanzitutto a remunerare le obbligazioni mediante le cedole convenute nel contratto. Le **azioni** vengono remunerate solo successivamente, se i ricavi sono sufficientemente elevati da compensare gli altri partecipanti al processo produttivo dell'impresa: lavoratori, fornitori, detentori di obbligazioni e così via. Inoltre in caso di fallimento dell'impresa il valore delle attività viene utilizzato innanzitutto per rimborsare i detentori di obbligazioni e gli altri creditori; agli azionisti spetta un posto residuale che aumenta il rischio della detenzione dei titoli azionari.

## Tipi di azioni

Nel regime italiano esistono vari tipi di titoli azionari, distinti fra di loro in merito a due caratteristiche:

- la **tutela** assegnata ai detentori circa la distribuzione dei dividendi
- la possibilità di influenzare le decisioni dell'azienda mediante il **diritto di voto**

Sulla base di queste caratteristiche, i titoli azionari si dividono in tre tipologie: azioni ordinarie, privilegiate e di risparmio.

Tipologia	Caratteristiche	Tutela nella distribuzione dei dividendi	Diritto di voto
<b>Azioni ordinarie</b>	Consentono al detentore di votare in tutte le assemblee degli azionisti della società, ma non conferiscono alcuna protezione in merito alla distribuzione di dividendi.		✓
<b>Azioni privilegiate</b>	Conferiscono un diritto di priorità nel riparto degli utili e nel rimborso del capitale all'atto dello scioglimento della società, ma conferiscono la possibilità di votare solo nelle assemblee straordinarie.	✓	✓*
<b>Azioni di risparmio</b>	Conferiscono una tutela più sostanziale in merito alla distribuzione dei dividendi ma non danno alcun diritto di voto. La legge lascia alle società emittenti libertà circa i privilegi da assegnare alle azioni di risparmio. Tipicamente il dividendo delle azioni di risparmio è più elevato di quello delle azioni ordinarie di un ammontare almeno pari al 2% del valore nominale delle azioni. Inoltre l'azione di risparmio ha diritto di ricevere un dividendo minimo annuale pari almeno al 5% del valore nominale del titolo. In caso di mancata riscossione l'azione conserva il diritto a ricevere tale importo nei due esercizi successivi.	✓	

\* solo nelle assemblee straordinarie

Le azioni privilegiate e quelle a risparmio, proprio a causa delle penalizzazioni menzionate in termini di diritto di voto, quotano un prezzo più basso rispetto alle azioni ordinarie. Chi desiderasse assumere il controllo della società mediante l'acquisto di un numero sufficiente di titoli sul mercato azionario, non si rivolgerebbe ai titoli senza diritto di voto perché ciò che conta è avere la maggioranza nelle assemblee.

## **Mercato primario e secondario**

### **Mercato Primario**

Nel caso dei titoli azionari, così come per le obbligazioni, il trasferimento di risorse finanziarie tra l'acquirente del titolo e l'emittente avviene soltanto inizialmente, quando il titolo viene venduto sul mercato primario. Questo è il momento in cui l'azienda, tramite un IPO (Initial Public Offering) vende le azioni agli investitori e ottiene capitali che possono essere impiegati nello sviluppo successivo. In questa fase è essenziale stimare con precisione il prezzo a cui possono essere collocati i titoli: da una parte, l'azienda vuole fissare un prezzo alto per massimizzare la raccolta di capitale; dall'altra, non vuole correre il rischio di un fallimento proponendo un prezzo così elevato da scoraggiare la domanda degli investitori. Tipicamente si osserva un fenomeno di underpricing di breve periodo per cui i prezzi di mercato tendono a posizionarsi su valori superiori a quelli di collocamento.

### **Mercato Secondario**

Le transazioni che avvengono dopo la quotazione hanno luogo sul mercato secondario (la Borsa) e riguardano in genere soggetti terzi diversi dall'emittente. La Borsa è di importanza fondamentale perché consente la liquidabilità dei titoli. In assenza di mercato secondario gli investitori sarebbero costretti a detenere i titoli acquistati sul mercato primario. Il mercato secondario consente quindi di modificare in modo immediato la composizione dei propri investimenti e di avere una valutazione continua del valore di mercato delle aziende che vi sono trattate. Quanto più efficiente è il mercato secondario, tanto meglio funziona il mercato primario. Le imprese, quindi, non traggono diretti benefici dall'aumento dei prezzi di borsa dei titoli azionari - dato che questi coinvolgono solo il pubblico degli investitori - a meno che esse intervengano mediante nuove emissioni di titoli, dette **secondary offering (1)** o mediante il riacquisto delle azioni proprie precedentemente emesse, **buy back (2)**. In questi casi l'aumento passato del prezzo di borsa del titolo consente di emettere le nuove azioni a prezzi più elevati di quelli precedenti e quindi, o di ottenere più capitale per ogni titolo ceduto, o di aumentare il valore delle proprie azioni detenute in portafoglio.

## **(1) Secondary offering**

- λ *Le nuove emissioni sono dovute alla necessità di reperimento di nuovi capitali (aumento di capitale) oppure al desiderio da parte dell'azionista di controllo di ridurre la sua quota - come è successo ad esempio con le varie tranche della privatizzazione dell'Eni o Deutsche Telekom.*
- λ *Nel caso di aumento di capitale si concede agli azionisti la precedenza nella sottoscrizione dei nuovi titoli. Questo vantaggio si materializza nella proprietà del diritto di opzione, un titolo finanziario che può essere ceduto nel caso in cui non si voglia sfruttare tale opportunità di aderire all'aumento di capitale. Nel caso di vendite di nuovi titoli da parte dell'azionista di riferimento, in genere, non si concedono privilegi particolari a chi ha aderito alle offerte precedenti.*

## **(2) Buy Back**

- λ *Il buy-back rappresenta il caso opposto al secondary offering: l'azienda riacquista le proprie azioni mediante un'attività diretta sul mercato ai prezzi di Borsa o mediante una offerta pubblica di*

acquisto (Opa) ad un prezzo predeterminato. I **buy-back** possono avere luogo perché l'azienda ritiene che il mercato stia sottovalutando il titolo e quindi trova conveniente impiegare la liquidità per l'acquisto di un titolo sottovalutato, aumentando quindi il valore per coloro che credono nell'azienda e intendono rimanere azionisti. In questo caso sorge il dubbio che l'azienda in realtà stia riacquistando i propri titoli perché dispone di ampie riserve di liquidità e non ha a disposizione validi progetti di investimento produttivo. Il buy-back può anche avere luogo come forma di remunerazione degli azionisti, alternativo alla distribuzione di dividendi. L'azienda che compra le azioni sul mercato e poi le cancella, fa crescere il prezzo di borsa e il valore patrimoniale dei titoli rimasti in circolazione, dato che il valore globale del patrimonio dell'impresa viene ripartito fra un numero minore di proprietari.

## Gli IPO

Le imprese in possesso dei giusti requisiti possono quotare le azioni in Borsa. Si parla di **Initial Public Offering (Ipo)**, che possono prendere due forme:

- offerta pubblica di sottoscrizione (**Ops**), quando l'azienda emette nuovi titoli azionari,
- offerta pubblica di vendita (**Opv**) se le azioni non sono di nuova emissione ma vengono vendute dal socio o dai soci di maggioranza.

Il problema della determinazione del prezzo a cui offrire i titoli in caso di prima quotazione è particolarmente difficile ma è meno complesso nel caso in cui si tratti di una nuova tranche di titoli già quotati sul mercato per cui esiste un prezzo di riferimento.

In molti casi nelle Ipo si fa riferimento al rapporto fra prezzo di mercato ed utili, espresso da società quotate e simili in qualche modo all'azienda quotanda, ad esempio, perché appartenenti ad un settore simile. Nel prospetto informativo redatto per informare il pubblico sulle caratteristiche dell'operazione, si fissa un prezzo massimo ed uno minimo per cominciare a dare un'idea del prezzo di collocamento. Questo viene deciso in seguito, alla fine della presentazione agli investitori (il cosiddetto **road show**) e dopo avere appreso l'interesse all'acquisto da parte degli investitori istituzionali

Un caso particolarmente famoso di Opv è rappresentato dalle **privatizzazioni** in cui lo Stato, unico azionista di tante imprese pubbliche, ha ceduto una parte dei titoli esistenti ad investitori sul mercato. Molto spesso nel caso delle privatizzazioni lo Stato concede vari privilegi a chi acquista i titoli per incentivarne la domanda. Ad esempio, si può stabilire un premio pari al 10% dei titoli acquistati se l'acquirente detiene i titoli per almeno un anno dopo l'acquisto iniziale. In Italia le privatizzazioni hanno avvicinato notevolmente gli investitori all'investimento azionario facilitando la transizione da un modello di scelta di portafoglio interamente basato sui titoli di Stato a quello attuale in cui la ricchezza finanziaria è investita sia in azioni sia in obbligazioni. Le privatizzazioni italiane più famose sono state quelle di Eni, Enel e Telecom Italia, che ancora oggi rappresentano alcune delle principali blue chip sul mercato.

L'aumento di prezzo che accompagna la nuova quotazione di molte imprese ha un effetto negativo sul rendimento successivo dei titoli. Mentre acquistare un IPO al prezzo di collocamento si rivela in genere profittevole, acquistare un titolo al prezzo di prima quotazione si rivela di solito svantaggioso nel lungo periodo (underpricing).

In Italia uno studio condotto da Roberto Arosio, Sergio Cavallino, Giancarlo Giudici e Stefano Paleari del Politecnico di Milano ha verificato che nei 135 collocamenti che si sono succeduti dal 1985 al 1998 a Piazza Affari l'underpricing si è progressivamente ridimensionato, assestandosi su valori inferiori al 10%.

## La negoziazione dei titoli in Italia

La negoziazione dei titoli azionari in Italia avviene su due mercati principali: **il mercato diurno** e quello **after hours**, successivo alla chiusura del primo.

In Italia il mercato azionario è cresciuto continuamente dal punto di vista dimensionale: la capitalizzazione di Borsa, pari al prodotto fra prezzo dei titoli quotati e numero degli stessi, è cresciuta sino a raggiungere quasi il 70% del prodotto interno lordo, un valore comunque minore di quello dei Paesi anglosassoni o di altri Paesi europei di forza economica simile a quella italiana. Considerando il valore delle transazioni telematiche su titoli nazionali, l'Italia con 4,1 miliardi di euro di turnover medio giornaliero è terza in Europa, dopo Germania (5,2 miliardi) e Francia (4,2 miliardi). La crescita della capitalizzazione e degli scambi non è avvenuta parallelamente ad un aumento del numero dei titoli quotati. Nel maggio del 2000 i titoli presenti erano circa 250, non molti di più di quelli di una decina di anni prima. Dal 1998 la gestione della Borsa è passata da un organismo pubblico, il Consiglio di Borsa, a una società privata, composta da banche, SIM e altri operatori finanziari.

La giornata di Borsa comprende una serie di fasi:

- la **pre-apertura** (dalle 9 alle 9.30): gli intermediari raccolgono le proposte di acquisto e vendita dalla clientela e le inseriscono nel sistema telematico;
- l'**apertura** (alle 9.30): si incrociano gli ordini di acquisto e vendita e si determina il prezzo di apertura per i vari titoli;
- la **negoziazione** (dalle 9.30 alle 17.30): si tratta della giornata borsistica fra l'apertura e la chiusura in cui sopraggiungono sempre nuove proposte di compravendita e i prezzi dei titoli reagiscono all'eccesso di domanda ed offerta;
- la **chiusura** (17.30): si calcola il prezzo ufficiale, ottenuto dalla media ponderata dei prezzi ai quali sono state effettuate le varie transazioni durante la giornata. Si calcola anche il prezzo di riferimento, pari alla media dei prezzi ai quali è stato scambiato l'ultimo 10% delle azioni contrattate nel corso della giornata.

Per altri titoli, i cosiddetti "**titoli sottili**" le negoziazioni avvengono dalle 11.30 alle 15.30 mediante l'intervento di uno specialista che si preoccupa di garantire un mercato liquido anche per questi titoli.

Il Mercato telematico italiano è caratterizzato dalla presenza dei **lotti minimi**, quantitativi minimi di transazione, che variano da titolo a titolo, anche se è possibile trattare quantitativi inferiori, spezzature, senza però poter indicare limiti di prezzo. Nel dare istruzione a un intermediario per eseguire un ordine di acquisto o vendita è possibile scegliere varie modalità. In particolare si può conferire:

- un **ordine al meglio**: viene eseguito subito ad un prezzo che è il migliore assegnato in quel momento; non esiste alcuna incertezza in merito alla transazione, ma esiste un forte rischio che il prezzo al quale viene eseguita sia fuori linea dalle aspettative dell'investitore.
- un **ordine a prezzo limitato**: viene eseguito solo se il mercato esprime un prezzo più conveniente di quello indicato nell'ordine; si riduce drasticamente l'incertezza sul prezzo, ma si stabilisce una notevole incertezza circa l'esecuzione dell'ordine.

La **liquidazione** degli ordini avviene per contanti, vale a dire le operazioni negoziate in una certa giornata di Borsa vengono liquidate dopo un numero prefissato (attualmente 3) di giorni lavorativi.

### Blocchi

Ordini di dimensione molto elevata possono comportare problemi se la liquidità dei titoli è insufficiente, con conseguenti forti variazioni dei prezzi. Si è quindi stabilito che per compravendite superiori a certi massimi, stabiliti due volte l'anno dalla Consob in maniera specifica per ogni titolo, gli intermediari possano rivolgersi al mercato dei blocchi. Occorre dare comunicazione alla Borsa del tipo di transazione conclusa e del suo prezzo entro 90 secondi. Se si tratta di operazioni effettuate a Borsa chiusa occorre dare comunicazione entro l'apertura del giorno seguente.

## After Hour

L'**after hours** è un mercato regolamentato della Borsa Italiana aperto alle contrattazioni di titoli azionari e covered warrant successivamente alla chiusura del mercato diurno.

Le transazioni possono essere effettuate tramite Internet e tramite i call center predisposti dalle banche.

In Italia il mercato after hours è scattato il 15 maggio del 2000, primo in Europa, con una estensione dell'orario di contrattazione dalle 18 alle 20.30. La sessione serale è divisa da quella diurna che termina alle 17.30 da venti minuti in cui non si svolgono negoziazioni mentre dalle 17.50 alle 18 è possibile effettuare scambi al prezzo di riferimento della giornata. Le prime sedute sono state marcate da scambi rarefatti e poca volatilità dei prezzi. I margini massimi di volatilità consentiti dalla Borsa (del 3,5%) non sono mai stati toccati dai titoli che tendono a muoversi di frazioni di punto percentuale.

I titoli trattati nell'after hours sono quelli del Mib30, del Midex, del Nuovo Mercato e alcuni covered warrant. Gli indici Mibtel, Mib30 e Midex il mattino dopo l'after hours ripartono dalle chiusure del giorno precedente ignorando quanto successo la sera.

La Consob ha preso nel marzo del 2000 una importante decisione per quanto riguarda l'obbligo della concentrazione degli scambi in Borsa: ha stabilito che tale obbligo valga solo sino alle 17.30. Ciò significa che **in orario serale chiunque potrà organizzare una attività di contrattazione** di titoli anche parallelamente all'attività della Borsa ufficiale.

## I tipi di mercato

Tipicamente in un certo Paese coesistono più mercati azionari. Originariamente si trattava di più centri fisici in cui esisteva la possibilità di scambiare i titoli. Ad esempio, in Italia esistevano Borse a Milano, Torino, Napoli e altre grandi città; dal 14 aprile del 1994 esiste solo la Borsa di Milano e tutte le azioni italiane vengono scambiate sul circuito telematico nazionale.

L'evoluzione tecnologica ha trasformato nel tempo il concetto stesso di mercato, che da luogo fisico di scambio di titoli tende sempre di più a diventare luogo virtuale e come tale non necessariamente localizzato in qualche posto fisico. La prevalenza delle transazioni su circuiti elettronici implica la tendenza ad avere un unico circuito virtuale all'interno di ogni Paese. D'altra parte l'evoluzione tecnologica consente anche la proliferazione di circuiti virtuali di contrattazione, alternativi a quelli ufficiali: si tratta dei cosiddetti **ECN** (electronic communication network) che consentono di effettuare scambi al di fuori dei circuiti ufficiali.

La prevalenza di centri virtuali unici di scambio non implica però l'esistenza di un unico mercato azionario. In tutti i Paesi infatti si tende a mantenere più mercati a seconda delle tipologie di titoli considerati.

In **Italia**, oltre al Mercato telematico, ci sono poi il Mercato Ristretto e il Nuovo Mercato.

## Il Mercato Ristretto

E' un mercato regolamentato in cui si negoziano strumenti finanziari non ammessi alla quotazione ufficiale di Borsa.

Il Mercato Ristretto un tempo serviva come anticamera della Borsa ma ora ha perso di importanza. A causa del numero esiguo di titoli (meno di 30, in genere di banche popolari) e della loro scarsa liquidità, al Ristretto non esiste la fase di negoziazione: ci sono solo la pre-apertura e l'apertura che fissa il prezzo ufficiale della giornata.

## Il Nuovo Mercato

E' un mercato in cui si trattano titoli di imprese legate a settori avanzati.

Il Nuovo Mercato è nato come parte del circuito europeo (**Euro.NM**) che comprende anche il Neuer Markt di Francoforte, il Nouveau Marché di Parigi, il Nmax di Amsterdam e l'Euro.NM Belgium di Bruxelles. Non esistono lotti minimi di negoziazione. Le azioni quotate vengono trattate sul Mercato telematico azionario con le stesse regole che valgono per le società quotate in Borsa. Il Nuovo Mercato ha attratto un interesse notevole da parte sia del pubblico che delle società. L'obbiettivo è quello di quotare imprese giovani con non meno di 2,5 miliardi di patrimonio netto, almeno un bilancio redatto e certificato, purché appartenenti a settori legati alla tecnologia. Con solo dieci titoli al maggio del 2000 il Nuovo Mercato ha sorpassato il Noevau Marché sia per capitalizzazione (25.613 miliardi di euro contro 25.608), sia per volumi (3 miliardi di euro di scambi mensili contro 1).

Negli **Stati Uniti** i due mercati rilevanti sono il New York Stock Exchange (NYSE), un mercato con una sede fisica, e il NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation), un mercato virtuale che ha luogo mediante scambi elettronici. Il Nyse comprende titoli di vari settori e varia dimensione; il Nasdaq è finalizzato soprattutto agli scambi di azioni emesse da società appartenenti a settori tecnologicamente avanzati.

## Gli indici di borsa

### Cosa sono

Gli indici di borsa sono indicatori sintetici dell'andamento medio del mercato borsistico, la cui **costruzione** può avvenire secondo due modalità differenti (a partire da medie semplici di titoli o sulla base di medie ponderate), e la cui **composizione** può variare nel tempo. Vediamone più in dettaglio le caratteristiche principali.

L'esigenza di misurare più precisamente i vari aspetti del mercato borsistico e di creare strumenti finanziari di speculazione e copertura sempre più specifici, tendono a fare aumentare il numero di indici azionari per ogni mercato del mondo. Mentre il prezzo di borsa di un certo titolo rappresenta il costo che si deve sostenere per acquistare il titolo stesso, il valore di un indice di borsa ha un significato convenzionale. Un valore dell'indice Mib30 pari a 50.000 non significa che sia possibile acquistare i titoli compresi nell'indice per 50.000 euro.

L'indice di borsa è semplicemente un indicatore, il cui livello di partenza è per convenzione posto pari ad un certo valore di riferimento, in un certo anno base. Mentre il livello dell'indice non ha un significato economico, la sua variazione percentuale rappresenta il rendimento ottenibile da un investitore con un portafoglio di titoli compresi nell'indice esattamente nella stessa proporzione (vedi esempio a lato).

### Esempio

Un indice di borsa è una media del prezzo dei vari titoli che lo compongono. Immaginiamo di voler creare un indice semplice in una borsa in cui sono trattati tre titoli, i cui prezzi sono 10, 20 e 40 euro. Si può allora considerare un portafoglio composto da una azione di ognuno dei tre titoli, il cui prezzo di mercato è 70 euro (la somma dei tre prezzi). Poniamo tale valore pari a 100 (cioè dividiamo il valore di mercato del portafoglio che costituisce l'indice, 70, per il valore iniziale dell'indice, anch'esso pari a 70, e moltiplichiamo per 100) che costituisce la base di partenza dell'indice. Se il giorno dopo i prezzi dei tre titoli sono rispettivamente pari a 15, 10 e 50 euro, il portafoglio vale 75 e l'indice vale  $(75/70) \times 100 = 107,14$ , con un incremento del 7,1% rispetto al giorno precedente. Come si vede, la variazione percentuale dell'indice è una media delle variazioni percentuali dei prezzi dei tre titoli, rispettivamente pari a 50%, -50% e 25%. La variazione percentuale dell'indice di borsa rappresenta quindi un indicatore sintetico della tendenza dell'insieme dei titoli, ma può nascondere un andamento dei singoli titoli che lo compongono ampiamente difforme.



Gli indici di Borsa sono importanti per due motivi:

- costituiscono il **punto di riferimento per il calcolo del valore degli strumenti derivati** come opzioni e futures. Ad esempio in Italia esistono le opzioni Mibo (opzioni sull'indice Mib30), il Fib30 (futures sull'indice Mib30) e il Fidex (futures sull'indice Midex).
- sono di grande importanza nella **valutazione della performance** dei fondi comuni e dei gestori professionali del risparmio. Molto spesso i rendimenti da essi prodotti vengono confrontati con le variazioni percentuali di prezzo degli indici di borsa; in tal caso l'indice assume la connotazione di un **benchmark**.

### I principali indici italiani:

- Il **Mib** viene calcolato come media ponderata dei titoli della borsa di Milano, valutati a un prezzo medio di contrattazione giornaliera.
- Il **Mibtel** è simile al Mib quanto a composizione ma differente quanto a valorizzazione giornaliera dei titoli - dato che i prezzi usati sono quelli di fine giornata. In momenti di ampie oscillazioni quindi Mibtel e Mib possono differire anche sostanzialmente.
- Il **Mib30** è un indice ponderato dei trenta titoli più rilevanti della Borsa di Milano quanto a capitalizzazione e liquidità.
- Il **Midex** rappresenta i principali titoli a media capitalizzazione.

### Come si costruiscono

Gli indici di borsa possono essere costruiti in due modi:

- **a partire da medie semplici dei titoli.** Gli indici con pesi semplici assegnano uguale importanza ai titoli grandi e piccoli. Spesso sono più volatili proprio perché risentono maggiormente dell'andamento dei titoli delle piccole imprese, i quali sono, a loro volta, più volatili dei prezzi dei titoli delle grandi imprese.  
L'esempio migliore di un indice ugualmente pesato è il famoso Dow Jones Industrial Average, che rappresenta un portafoglio di 30 titoli particolarmente rappresentativi dell'economia statunitense. Anche il Nikkei 225 è un indice ugualmente pesato rappresentativo di un'ampia parte dell'economia giapponese e della borsa giapponese (il Nikkei 225 dopo le modifiche di inizio 2000 comprende circa il 69% della capitalizzazione di borsa totale).
- **a partire da medie ponderate.** La rilevanza dei singoli titoli dipende dalla loro capitalizzazione in termini relativi al mercato, vale a dire dal rapporto fra il valore di mercato del singolo titolo (ottenuto moltiplicando il numero di azioni in circolazione, definito flottante, per il prezzo di mercato) e il valore della borsa nel suo complesso. Gli indici ponderati, quindi, riflettono soprattutto l'andamento dei titoli più grandi.

### I criteri per la variazione

In alcuni casi i criteri per la modifica dell'indice sono noti. Nel caso italiano la revisione è semestrale (a marzo e a settembre), ma è prevista anche una revisione legata ad eventi eccezionali (ad esempio la nuova quotazione di un titolo con capitalizzazione superiore al 3% del mercato). Questa revisione avviene sulla base di formule di capitalizzazione e liquidità, il che consente agli intermediari ampia possibilità di modificare il portafoglio prima della variazione di composizione dell'indice.

Nel caso dell'indice Dow Jones, invece, i criteri e le modalità non sono così trasparenti: perché si tratta di decisioni discrezionali dei responsabili della società Dow Jones.

## Gli effetti della variazione

Il cambiamento della composizione ha effetti importanti:

- **sulla domanda dei titoli inclusi o esclusi.** La domanda dei titoli esclusi da un indice, da parte di tutti gli intermediari finanziari che hanno come obiettivo la costituzione di un portafoglio simile all'indice di mercato, diminuisce (aumenta per i titoli inclusi)- come nel caso di fondi esplicitamente indicizzati e passivi che vogliono solo replicare l'indice, oppure fondi i cui gestori non intendono discostarsi troppo dall'indice di riferimento per non aumentare eccessivamente il **tracking error**, cioè la volatilità del differenziale fra rendimento del fondo e rendimento del benchmark.
- **per i gestori di portafoglio**, nel caso in cui un singolo titolo assuma un peso superiore al 10% dell'indice. Molti fondi comuni infatti non possono destinare più del 10% del patrimonio all'acquisto di un solo titolo. Tale proibizione impedisce ai fondi di replicare esattamente un indice in cui uno o più titoli abbiano un peso superiore al 10%. L'inclusione del titolo Telefonica nell'indice azionario spagnolo Ibex-35 ha creato questo problema, perché il peso di tale titolo era pari al 27%.
- **sulla capacità dell'indice di rappresentare una ampia parte dell'economia del paese.** Nel marzo del 2000 il rinnovamento della composizione dell'indice azionario inglese Ftse-100 ha provocato la fuoriuscita di un certo numero di titoli di aziende operanti in comparti tradizionali, per lasciare il posto a quelli di imprese operanti nel settore tecnologico. Nel novembre del 1999 titoli come Microsoft ed Intel hanno fatto il loro ingresso nel Dow Jones Industrial Average.

## Gli indici mondiali

- **Eurex:** nato dalla fusione fra i mercati dei contratti future di Zurigo e di Francoforte. Il suo contratto principale è il future sull'obbligazione pubblica tedesca a 10 anni.
- **Nasdaq:** nato nel 1971, ha attratto molte imprese anche grazie a minori vincoli richiesti per la quotazione. Microsoft fu quotata al Nasdaq nel 1986. A inizio 2000 erano quotate circa 5000 imprese. Esistono due indici di riferimento: Nasdaq Composite Index (comprende tutte le aziende) e Nasdaq 100 (contiene solo 100 azioni).
- **Easdaq:** mercato elettronico nato a Bruxelles a fine del 1996 come appendice del Nasdaq. All'inizio del 2000 su tale mercato erano quotate circa 60 società di diverse nazionalità per una capitalizzazione di 62,5 miliardi di euro. Consente anche di trattare una ventina di titoli statunitensi.
- **New York Stock Exchange (NYSE):** vi sono quotate oltre 3.000 aziende, di cui circa 400 straniere. Circa 2/3 di queste società sono giunte alla quotazione in Borsa nel giro degli ultimi 12 anni. La negoziazione avviene tramite un meccanismo di asta fra gli specialisti e i membri della Borsa, broker (oltre 400) che ricevono ordini dai clienti. Sono quotati anche oltre 2000 titoli obbligazionari, soprattutto privati.
- **Tokyo:** sono quotati quasi 2.000 titoli azionari oltre che una lunga serie di titoli obbligazionari e titoli derivati. L'indice di riferimento è il Nikkei 225.
- **Londra:** la Borsa di Londra è la London Stock Exchange; sono quotate quasi 3.000 aziende di cui circa 500 estere. L'indice di riferimento è il FTSE 100. È la prima piazza mondiale per numero di società straniere.
- **LIFFE, London International Futures and Options Exchange** mercato per i titoli derivati. Non ci sono formalmente quantitativi minimi ma i costi di transazione per compravendite di pochi titoli sono



elevati.

- **Francoforte:** presso il Deutsche Bourse di Francoforte sono quotati 13.188 aziende. L'indice di riferimento è il Dax 30. Francoforte è anche la sede del Neuer Markt che, con 283 aziende quotate e una capitalizzazione di 190.540 milioni di Euro, è il maggiore mercato tecnologico Europeo.
- **Parigi:** presso la Bourse di Parigi sono quotate 2.835 aziende. L'indice di riferimento è il Cac40.
- **Amsterdam:** ci sono circa 250 titoli olandesi, 200 stranieri e molti titoli derivati. L'indice di riferimento è L'AEX (Amsterdam Exchange Index).

Gli orari di apertura delle principali Borse mondiali al momento sono i seguenti :

Borsa	Ora locale		Ora italiana	
	apertura	chiusura	apertura	chiusura
TOKYO	9.00	15.00	1.00	7.00
SINGAPORE	8.00	15.30	1.00	8.30
HONG KONG	9.00	15.30	2.00	8.30
HELSINKI	8.30	16.30	7.30	15.30
PARIGI	7.45	17.35	7.45	17.35
<b>MILANO</b>	<b>9.00</b>	<b>17.30</b>	<b>9.00</b>	<b>17.30</b>
MADRID	8.30	17.30	8.30	17.30
VIENNA	8.30	17.30	8.30	17.30
AMSTERDAM	9.00	16.30	9.00	16.30
BRUXELLES	9.00	17.00	9.00	17.00
FRANCOFORTE	9.00	20.00	9.00	20.00
LONDRA	8.00	16.30	9.00	17.30
ZURIGO	9.00	17.00	9.00	17.00
STOCCOLMA	9.30	17.30	9.30	17.30
NASDAQ	9.30	16.00	15.30	22.00
NYSE	9.30	16.00	15.30	22.00
<b>MILANO After hours</b>	<b>18.00</b>	<b>20.30</b>	<b>18.00</b>	<b>20.30</b>

I titoli possono anche essere quotati in più zone geografiche. Molti titoli italiani sono quotati in USA sotto forma di **ADR** (American Depositary Receipts). Nel futuro è però presumibile che un numero superiore di titoli azionari cercherà la quotazione in Borse di Paesi situati in diversi fusi orari in modo da avere una contrattazione continua.

**In Europa** attualmente esistono due poli principali (non ancora attivati):

- **Euronext**, costituito dalle Borse di Francia, Belgio e Olanda
- **IX**, costituito dalla Borsa di Francoforte e il London Stock Exchange a cui potrebbero aderire in futuro anche Italia e Spagna.

I processi di aggregazione sono molto complessi; si tratta infatti di uniformare modalità di contrattazione diverse, spesso nell'ambito di sistemi di regolamentazione differenti fra di loro. Ad esempio, nei programmi di IX la capitale amministrativa dovrebbe essere Londra mentre quella operativa

Francoforte, le *blue chip* dovrebbero essere trattate a Londra mentre i titoli tecnologici a Francoforte.

Ci sono anche obiettivi di creazione di **circuiti borsistici mondiali**. Il London Stock Exchange e la Deutsche Borse, ad esempio, stanno valutando un'alleanza globale con il Nasdaq per creare un mercato globale sempre aperto, sfruttando i diversi fusi orari di Asia, Europa e Stati Uniti. Occorre notare che un tale mercato già esiste per le valute, per le quali è possibile rilevare prezzi 24 ore su 24, ma non ancora per le Borse.