

In cui i quali siamo ora in un versante non professionale. Il a discutere sulla sollecitazione di rimborso Abi e quindi un simile obbligazionario europeo (con la prevista per le "normali" obbligazioni corporative) del diritto.

Le società quotizzate come vechi soggetti per la cartolarizzazione dei crediti (che normalmente sono le società cessionarie) sono riconducibili in prevalenza a banche o società appartenenti al gruppo bancario (società di variazioni finanziarie, etc.) e poi naturalmente a vere e proprie entità corporate. In altri casi le Spy sono società che hanno emesso obbligazioni a titolo di operazioni di cartolarizzazione di crediti vinti da soggetti di matrice pubblica (l'ergonomia, l'ips, Ministero dell'economia e delle finanze).

Il tavola offre un quadro della dimensione del mercato delle obbligazioni asset-backed, sulla base della tipologia del soggetto cedente, ovvero, cioè la società che cede il credito che normalmente controlla la Spy cessionaria alla data del 31 luglio 2003. Si tratta di circa 360 presiedi collettivi con un portafoglio complessivo di oltre 20 miliardi di denaro. Gli emittenti più importanti sono le Spy di matrice bancaria (quasi 30 miliardi di obbligazioni cartolate), seguite da quelle di matrice pubblica (con quasi 3 miliardi di euro di collocato). Gli emittenti 2003/2004 hanno invece emesso obbligazioni Abi per unica 5 miliardi di euro.

**EMISSIONI DI OBBLIGAZIONI ASSET BACKED DA PARTE DI SOCIETÀ
PER LA CARTOLARIZZAZIONE DEI CREDITI DI DIRITTO ITALIANO¹
(DATI AL 31 LUGLIO 2003; VALORI MONETARI IN MILIONI DI EURO)**

TIPOLOGIA SOGGETTO ORIGINATOR (SOCIETÀ CEDENTE)	CONTROVALORE	N° EMISSIONI	DI CUI CON RATING
BANCA QUOTATA	35.783	167	164
BANCA NON QUOTATA	13.367	94	93
<i>TOTALE BANCHE</i>	<i>49.149</i>	<i>261</i>	<i>257</i>
SOGGETTO PUBBLICO	28.763	36	30
FINANZIARIA NON QUOTATA	5.674	39	38
FINANZIARIA QUOTATA	2.323	9	9
<i>TOTALE FINANZIARIE</i>	<i>7.997</i>	<i>48</i>	<i>47</i>
CORPORATE QUOTATO	3.987	12	9
CORPORATE NON QUOTATO	1.264	5	5
<i>TOTALE CORPORATE</i>	<i>5.252</i>	<i>17</i>	<i>13</i>
NON IDENTIFICABILE	326	3	3
<i>TOTALE GENERALE</i>	<i>91.486</i>	<i>365</i>	<i>351</i>

Fonte: Elaborazione su dati Bondware. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Circa il 19% per cento dei prestiti e provviste di cassa, anche se non si registrano casi di offerta di pubblico (in Italia chiamata ipoteche di strumenti finanziari multiformi come detto in precedenza), la legge 13/01/1999 impone l'infarto dell'anima solo operando solo collocamento di sovvenzioni professionali. Il 92 per cento circa del prestito è quozio di ammortato dell'Unisemburgo (95 per cento in termini di controlli) e quindi nessun prestito va più garantito sullo stesso criterio regolamentato italiano (l'Unisemburgo è una società controllata da un prestito della Società per la Capitalizzazione dei Crediti Immobiliari - soci per circa il 95 per cento della Società per la Capitalizzazione dei Crediti Immobiliari - pubblica - sono quindi obbligati dalla borsa del Lussemburgo anche presso il Mercato Elettronico all'ingresso dei titoli di Stato).

Per ciò che riguarda le obbligazioni bancarie, anche nel corso del 2003 è proseguita la tendenza all'incremento dello stock di titoli in circolazione, confermando il trend degli anni precedenti. Le consistenze di obbligazioni bancarie sono infatti passate da 124,2 miliardi di euro nel 1995 a 336,5 miliardi di euro al 30 settembre 2003 (Fig. II.4).

In particolare, lo stock di obbligazioni bancarie strutturate è cresciuto, passando da circa 124 miliardi di euro nel 1995 (includendo le obbligazioni *callable/puttable*) a circa 244 miliardi di euro al 30 settembre 2003 (+97 per cento).

Tra le diverse tipologie di obbligazioni bancarie strutturate, risultano in sensibile crescita le consistenze di obbligazioni con struttura linked e stochastic interest, passate dai 5,4 miliardi di euro del 1995 ai 149 miliardi di euro del settembre 2003. Tale quota rappresenta il 61 per cento del controvalore in essere del mercato delle obbligazioni strutturate.

Viceversa, le consistenze delle obbligazioni callable e puttable hanno subito una continua contrazione attestandosi, a fine settembre 2003, a un valore di circa 94 miliardi di euro e, in termini di quota di mercato (sul totale delle obbligazioni strutturate), al 39 per cento rispetto al 75 per cento di fine 1998.

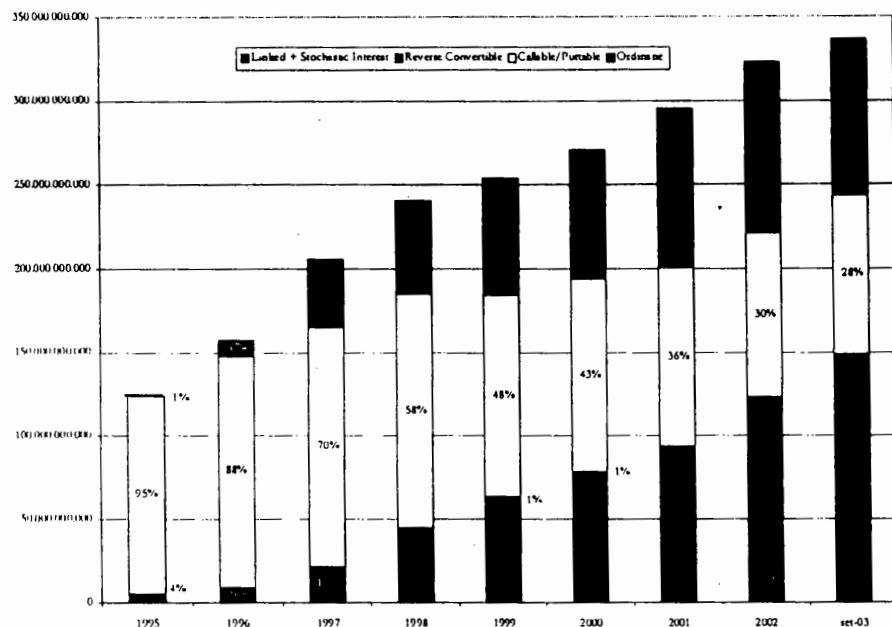
Un'analisi a parte meritano le reverse convertible, che ricoprono oggi un ruolo del tutto marginale. Le consistenze a settembre 2003 rappresentano infatti circa l'11 per cento delle consistenze a fine 1999, anno in cui tali titoli avevano raggiunto il valore massimo pari a 3,4 miliardi di euro. .

Un'analisi più generale della raccolta bancaria attraverso obbligazioni mostra come sia variata notevolmente la tipologia delle strutture caratterizzanti tali titoli verso una maggiore complessità, in termini di ingegnerizzazione delle stesse e quindi di maggiore difficoltà nel

rappresentare in modo trasparente l'effettivo profilo di rischio-rendimento dello strumento finanziario.

Fig. II.4

OBBLIGAZIONI BANCARIE ORDINARIE E STRUTTURATE
(CONSISTENZE SUDDIVISE PER MACRO CATEGORIA; DATI IN EURO)



Fonte: Elaborazioni su dati Kler's.

In particolare, le strutture più semplici, quali le callable/puttable, che nel 1995 rappresentavano la quasi totalità delle obbligazioni bancarie, a settembre 2003 pesavano poco meno del 30 per cento. Di contro, le strutture maggiormente complesse, rappresentate dalle obbligazioni linked e stochastic interest, al 30 settembre 2003 rappresentavano il 44,3 per cento dello stock delle obbligazioni bancarie in circolazione, rispetto al 4 per cento del 1995.

La ricomposizione delle consistenze di obbligazioni bancarie è da ascrivere prevalentemente a una accresciuta domanda di strumenti con rendimenti collegati a indici azionari e a una conseguente maggiore difficoltà nel collocamento di obbligazioni tradizionali a tasso fisso e variabile, per effetto del livello storicamente molto basso dei tassi di interesse a breve e a lunga scadenza.

È possibile stimare che il peso delle obbligazioni bancarie strutturate nel portafoglio finanziario delle famiglie è cresciuto dal 53 per cento nel 1995 al 90 per cento a settembre 2003.

Con riferimento alla concentrazione del mercato delle obbligazioni strutturate, nel periodo oggetto di indagine, i primi cinque emittenti occupavano una quota intorno al 50 per cento del mercato; tale risultato è determinato in larga parte dall'operatività dei primi quattro gruppi bancari. Inoltre, un'analisi di maggior dettaglio sulla situazione dei primi 10 gruppi bancari emittenti di obbligazioni strutturate a settembre 2003 ha evidenziato che oltre il 50 per cento delle consistenze di tali strumenti finanziari si è costituito nel corso dell'ultimo triennio. Focalizzando l'attenzione sui dati relativi ai primi 9 mesi del 2003, è emerso che quasi la metà delle emissioni per controvalore sono state ingegnerizzate nell'ambito della struttura delle *linked* pure.

Il ricorso alla quotazione per le obbligazioni bancarie strutturate è in calo e riguarda principalmente le emissioni di elevato controvalore, che verosimilmente consentono di ammortizzare i costi fissi della quotazione. Inoltre, si ricorre alla quotazione in maniera più ampia per le emissioni appartenenti alla macro categoria che combina le caratteristiche delle *linked* e delle *stochastic interest* rispetto a quelle relative alla macro categoria delle *callable/puttable*.

Le operazioni di raccolta di capitali e di quotazione: un quadro d'insieme

Nel corso del 2003, sono state effettuate 4 operazioni di offerta di titoli azionari finalizzate alla quotazione, contro le 6 dell'anno precedente, per un ammontare che risulta peraltro dimezzato (rispettivamente, 550 milioni e 1.062 milioni di euro; Tav. II.5); tale dato è in linea con la tendenza, già rilevata negli anni precedenti, al calo delle operazioni relative a un segmento, quale quello delle Ipo, molto sensibile alle difficoltà dei mercati finanziari. Gli aumenti di capitale e le obbligazioni convertibili hanno registrato, per contro, un incremento rispetto al 2002, essendo risultate pari a 27 (22 l'anno precedente), per un controvalore di 9,8 miliardi di euro (4,1 nel 2002).

Le operazioni di ammissione a quotazione di titoli obbligazionari sono aumentate, passando da 24 nel 2002 (per un controvalore pari a 4,7 miliardi di euro) a 31 nel 2003 (per un controvalore pari a circa 5,6 miliardi di euro in crescita del 20 per cento circa); viceversa, continua il calo delle nuove quotazioni di *covered warrants* già registrato l'anno precedente.

Altre operazioni di collocamento hanno riguardato 5 operazioni di sollecitazione per un controvalore complessivo di 0,9 miliardi di euro. Di queste, 2 riguardano offerte riferite a società che non hanno titoli quotati su mercati regolamentati, per un controvalore modesto (34 milioni di euro); le rimanenti sono state effettuate da emittenti esteri in Italia, con conseguente riconoscimento di prospetti esteri, per un controvalore sensibilmente più elevato rispetto a quello del 2002 (rispettivamente, 881 verso 35 milioni di euro).

TAV. II.5

**I COLLOCAMENTI FINALIZZATI ALLA QUOTAZIONE SU MERCATI REGOLAMENTATI
E LE ALTRE OPERAZIONI DI SOLLECITAZIONE**
(VALORI MONETARI IN MILIONI DI EURO)

	NUMERO OPERAZIONI				CONTROVALORE			
	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2003
OPERAZIONI FINALIZZATE ALLA QUOTAZIONE¹								
- TITOLI AZIONARI	44	18	6	4	6.903	3.935	1.062	550
- TITOLI OBBLIGAZIONARI	....	21	24	31	....	4.038	4.733	5.558
- COVERED WARRANT ²	3.343	8.194	6.668	4.749	—	—	—	—
- QUOTE DI FONDI CHIUSI	--	--	1	--	--	--	189	--
AUMENTI DI CAPITALE E EMISSIONI DI OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI ³	19	23	22	27	3.624	8.489	4.145	9.800
OFFERTE DI VENDITA RELATIVE A TITOLI GIÀ QUOTATI ⁴	2	1	2	1	6.613	2.721	1.464	2.173
OFFERTE DI TITOLI NON QUOTATI DI EMITTENTI ITALIANI QUOTATI ⁵	....	...	2	--	....	....	1.127	--
OFFERTE DI TITOLI NON QUOTATI DI EMITTENTI ITALIANI NON QUOTATI ⁶	3	2	3	2	97	31	138	34
OFFERTE DI EMITTENTI ESTERI								
- RICONOSCIMENTO DI PROSPECTI ESTERI	11	7	13	3	25	23	35	881
- OFFERTE PUBBLICHE PANEUROPEE ⁷	3	1	--	--	985	63	--	--

¹ I dati riguardano le operazioni per le quali è stato concesso nel corso dell'anno il nulla osta per il deposito del prospetto di ammissione. Il dato relativo ai titoli azionari e alle quote di fondi chiusi comprende le sole ammissioni a quotazione avvenute tramite offerta pubblica. ² Il dato si riferisce al numero di nuovi strumenti ammessi a quotazione nel corso dell'anno. Non è stato inserito un controvalore in quanto sia il prezzo che il numero di titoli inseriti nel prospetto risultano puramente indicativi. ³ Gli aumenti di capitale comprendono le offerte pubbliche di sottoscrizione che non riguardano operazioni di ammissione a quotazione di azioni, le offerte in opzione agli azionisti e le offerte di conversione di azioni di risparmio in azioni ordinarie con conguaglio in denaro. ⁴ Riguardano offerte di vendita, pubbliche o private, non finalizzate all'ammissione alla quotazione. ⁵ Il dato si riferisce a operazioni di sola sollecitazione effettuate da società aventi titoli quotati su mercati regolamentati. ⁶ Offerte riferite a società che non hanno titoli quotati su mercati regolamentati. ⁷ Il dato del controvalore è relativo all'offerta italiana.

Nei principali mercati mondiali la raccolta di capitale di rischio ha continuato a contrarsi anche nel 2003.

Con riferimento agli Stati Uniti, si stima che a fronte di un numero complessivo di operazioni sostanzialmente stabile (88 e 90 rispettivamente nel 2003 e nel 2002), l'ammontare di mezzi freschi raccolti sia calato del 38 per cento circa (passando da 24 a 15 miliardi di euro circa). Con riferimento all'Europa, i mercati Euronext Paris e i vari segmenti della Deutsche Börse non hanno registrato alcuna operazione di ammissione a quotazione nel corso del 2003; nel mercato azionario del Regno Unito il numero di operazioni e il relativo ammontare hanno subito, rispetto al 2002, una riduzione del 60 per cento circa (Tav. II.6).

TAV. II.6

AMMISSIONI A QUOTAZIONE NEI PRINCIPALI MERCATI AZIONARI EUROPEI¹
 (VALORI MONETARI IN MILIARDI DI EURO)

	FRANCIA (EURONEXT PARIS ²)		GERMANIA (DEUTSCHE BÖRSE ³)		U.K. (LONDON STOCK EXCHANGE ⁴)			
	NUMERO SOCIETÀ	RISORSE RACCOLTE	NUMERO SOCIETÀ	RISORSE RACCOLTE	NUMERO SOCIETÀ		RISORSE RACCOLTE	
					TOTALE	DI CUI INVESTMENT COMPANIES E PREFERENCE SHARES	TOTALE	DI CUI INVESTMENT COMPANIES E PREFERENCE SHARES
1996	54	1	20	10	....	....	14	....
1997	63	7	25	3	....	....	11	....
1998	116	7	67	3	84	....	6	....
1999	66	7	134	13	74	42	9	3
2000	77	12	134	26	133	51	18	5
2001	20	13	21	3	85	69	11	5
2002	8	3	5	..	42	25	8	2
2003	--	--	--	--	17	13	3	..

Fonte: Borse nazionali. Dati relativi alle sole quotazioni tramite offerta (escluse scissioni, fusioni e passaggi da un segmento a un altro) di società domestiche. ¹ Per Francia e Germania i dati in valuta locale antecedenti al 1999 sono convertiti in euro al cambio fisso euro-franco e euro-marco tedesco. Per il Regno Unito i dati sono convertiti al cambio euro-sterlina di fine anno e per gli anni antecedenti al 1999 al cambio euro-sterlina di fine anno calcolato da Thomson Financial Data. ² Escluso *marché libre*. ³ Escluso il segmento *Freiverkehr*. ⁴ Escluso il segmento AIM.

Le offerte finalizzate alla quotazione di titoli azionari

Come riferito, nel 2003 sono state effettuate 4 offerte finalizzate all'ammissione a quotazione di titoli azionari sul Mercato Telematico Azionario; nessuna offerta è stata effettuata sul Mercato Expandi e sul Nuovo Mercato (Tav. II.7). È proseguita dunque la contrazione del numero di operazioni di quotazione, che ha raggiunto il valore più basso dal 1995; è parimenti diminuito, rispetto al 2002, l'ammontare di capitali raccolti. Tale evidenza conferma la nota correlazione positiva tra l'andamento dei mercati azionari e le operazioni di Ipo.

TAV. II.7

OFFERTE FINALIZZATE ALL'AMMISSIONE A QUOTAZIONE DI TITOLI AZIONARI
 (VALORI MONETARI IN MILIONI DI EURO)

NUMERO SOCIETÀ	CAPITALIZZAZIONE ANTE OFFERTA ¹	CONTROVALORE OFFERTA			PESO SULLA CAPITALIZZAZIONE POST OFFERTA ²
		SOTTOSCRIZIONE	VENDITA	TOTALE	
BORSA (MTA) E MERCATO EXPANDI					
1995	11	22.675	274	3.396	3.670
1996	12	5.550	721	945	1.666
1997	10	2.126	227	606	833
1998	16	3.844	614	1.231	1.845
1999	21	65.069	1.187	21.567	22.754
2000	13	14.296	1.130	1.379	2.509
2001	13	7.820	2.078	1.722	3.800
2002	6	2.504	638	424	1.062
2003	4	1.340	67	483	550
NUOVO MERCATO					
1999	6	719	227	39	266
2000	31	14.012	3.840	554	4.394
2001	5	372	121	14	135
2002	--	--	--	--	--
2003	--	--	--	--	--

Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Capitalizzazione delle società ammesse a quotazione, calcolata sulla base del prezzo di offerta e del numero di azioni *ante offerta*. ² In rapporto alla capitalizzazione *post* quotazione, misurata al prezzo di offerta. Valori in percentuale, ponderati per l'ammontare delle offerte. I dati relativi alla Borsa non comprendono l'Eni nel 1995, l'Enel nel 1999 e la Snam Rete Gas nel 2001.

L'ammontare di mezzi freschi complessivamente raccolti mediante le operazioni di offerte di sottoscrizione di nuovi titoli finalizzati all'ammissione a quotazione è stato pari a 67 milioni di euro, corrispondente al 12 per cento dell'offerta complessiva. Rispetto alla capitalizzazione post offerta, l'offerta aggregata di sottoscrizione e di vendita è risultata pari al 39 per cento, in lieve crescita rispetto al valore rilevato nel 2002.

Con riferimento agli assetti proprietari delle società quotate in Borsa nel 2003, non si sono registrate significative variazioni rispetto ai valori rilevati negli anni precedenti (Tav. all.3). La quota detenuta, in media, dagli azionisti di controllo prima della quotazione era pari all'87 per cento (poco più dell'83 per cento nel 2002); essa sale al 91 per cento circa (contro il 99 per cento circa nel 2002) prendendo in considerazione gli azionisti con una partecipazione superiore al 2 per cento. Dopo l'offerta, la quota detenuta dagli azionisti di controllo è risultata pari al 54 per cento circa (58 nel 2002); tale valore aumenta di pochi punti percentuali se riferito agli azionisti con una partecipazione superiore al 2 per cento, passando al 58 per cento (67 nel 2002).

Nel 2003, gli esiti delle offerte finalizzate alla quotazione hanno continuato a risentire della fase congiunturale negativa, proseguendo una tendenza manifestatasi già a partire dal 2000 (Tav. all.4). Il rapporto tra domanda e offerta è mediamente risultato in lieve aumento rispetto all'anno precedente, portandosi a valori prossimi a 2 sia per l'offerta pubblica (1,8 a fronte di 1,1 nel 2002) che per l'offerta istituzionale (1,6 contro 1,1 nel 2002).

Rispetto al 2002, risulta modificata la distribuzione dei titoli azionari offerti tra le varie tipologie di soggetti assegnatari. È infatti diminuita la quota relativa agli investitori istituzionali (dal 50 al 45 per cento), mentre è sensibilmente aumentata la quota assegnata al pubblico (dal 28 al 40 per cento circa). In ulteriore calo rispetto agli anni precedenti risulta la quota attribuita agli investitori istituzionali esteri (da poco più del 20 al 15 per cento circa).

Per i due emittenti non appartenenti al gruppo delle società a controllo pubblico (Isagro e Trevisan), il prezzo di mercato del primo giorno di quotazione (corretto per la variazione dell'indice di mercato) è stato inferiore al prezzo di offerta per un valore pari in media a circa il 4 per cento (in questo senso è da interpretare il valore negativo dello sconto alla quotazione riportato nella Tav. II.8). A causa del numero esiguo di operazioni, il dato non consente tuttavia di trarre indicazioni conclusive in merito all'andamento dello sconto alla quotazione.

TAV. II.8

SCONTO ALLA QUOTAZIONE

	N° OFFERTE ¹	SCONTO MEDIO ²	SCONTO MEDIANO ²
<i>BORSA (MTA) E MERCATO EXPANDI</i>			
1995	10	9,3	8,3
1996	11	8,9	8,7
1997	9	5,3	8,8
1998	15	5,7	2,7
1999	17	13,2	-0,8
2000	9	0,9	4,9
2001	11	-1,3	-1,1
2002	4	2,3	4,8
2003	2	-4,1	-4,1
<i>NUOVO MERCATO</i>			
1999	6	26,9	14,1
2000	31	15,6	8,8
2001	5	4,5	5,1
2002	--	--	--
2003	--	--	--

Fonte: Elaborazioni Consob su dati Datastream. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Non sono state incluse le offerte relative a società privatizzate e quelle relative a società controllate da fondazioni o enti pubblici. ² Differenza percentuale tra prezzo di mercato del primo giorno di quotazione e prezzo di offerta, corretta per la variazione dell'indice di Borsa (Mib storico, indice storico del Mercato Expandi e, a partire dall'anno 2000, indice del Nuovo Mercato).

Con riferimento ai potenziali conflitti di interessi degli intermediari collocatori, nel 2003 tutte le società ammesse a quotazione avevano un'esposizione debitoria nei confronti dei soggetti collocatori, ovvero di altri soggetti dello stesso gruppo (Tav. II.9). I finanziamenti erogati nell'ambito di tali rapporti creditizi ammontavano, in media, al 14 per cento circa del totale dei debiti finanziari delle società considerate: tale dato, sebbene riferito a un numero ristretto di emittenti, è sensibilmente inferiore a quello registrato nel triennio precedente. In un solo caso, lo *sponsor* (che svolgeva anche i ruoli di *global coordinator* e responsabile dell'offerta pubblica) deteneva una partecipazione prima della quotazione; la quota risultava tuttavia molto contenuta (pari allo 0,02 per cento circa).

TAV. II.9

**RAPPORTI CREDITIZI E PARTECIPATIVI
FRA SOCIETÀ AMMESSE A QUOTAZIONE E INTERMEDIARI COLLOCATORI¹**

	2000	2001	2002	2003
SOCIETÀ CON RAPPORTI CREDITIZI CON SPONSOR O SOGGETTI COLLOCATORI				
NUMERO SOCIETÀ	23	10	3	4
QUOTA SUL TOTALE DELLE AMMISSIONI A QUOTAZIONE ²	52,3	55,6	50,0	100,0
QUOTA MEDIA DEI FINANZIAMENTI CONCESSI DA SPONSOR O SOGGETTI COLLOCATORI ³	27,2	27,8	46,1	13,9
SOCIETÀ CON RAPPORTI PARTECIPATIVI CON SPONSOR O SOGGETTI COLLOCATORI				
NUMERO SOCIETÀ	11	2	1	1
QUOTA SUL TOTALE DELLE AMMISSIONI A QUOTAZIONE ²	25,0	11,1	16,7	25,0
QUOTA MEDIA DELLA PARTECIPAZIONE DI SPONSOR O SOGGETTI COLLOCATORI ⁴	18,1	19,8	28,3	..

Fonte: Consob e elaborazioni su dati di Borsa Italiana spa. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Si fa riferimento ai rapporti creditizi e partecipativi esistenti tra le società ammesse a quotazione (in Borsa - Mta, sul Mercato Expandi e sul Nuovo Mercato) e lo sponsor, lo specialist, il global coordinator, il lead manager dell'offerta pubblica o altri intermediari appartenenti al gruppo di questi ultimi, alla data dell'offerta. ² Valori in percentuale. ³ In rapporto ai debiti finanziari totali; valori in percentuale. ⁴ In rapporto al capitale sociale *ante offerta*; valori in percentuale.

Nel corso dell'anno si è accentuato, anche a fronte del ristretto numero di ammissioni a quotazione, il processo di concentrazione nel comparto dell'*investment banking*. La quota di mercato dei primi 3 intermediari che hanno svolto il ruolo di *global coordinator* è cresciuto dal 65 all'82 per cento circa (Tav. II.5), mentre è stabile quella relativa al primo soggetto (attorno al 30 per cento). La presenza di intermediari esteri si è riscontrata solo in un caso, ossia nel 25 per cento delle operazioni; il dato è in calo rispetto al biennio precedente quando si era attestato al 50 per cento.

Con riferimento alla presenza di investitori istituzionali (ossia fondi comuni di tipo chiuso, società di *venture capital*, banche commerciali e d'investimento) nella compagine azionaria delle neoquotate, si rileva che l'assunzione di partecipazioni ha riguardato 3 delle 4 società ammesse a quotazione (Tav. II.10); rispetto all'anno precedente, è calato il numero medio di investitori (passato da 2,5 a 2), mentre è rimasto stabile il divario tra la quota prima dell'offerta (pari al 22 per cento) e quella dopo l'offerta (pari a poco più del 10 per cento).

TAV. II.10

**INVESTITORI ISTITUZIONALI
NELL'AZIONARIATO DELLE SOCIETÀ NEOQUOTATE¹**

SOCIETÀ		Nº INVESTITORI ISTITUZIONALI ⁴	QUOTA ANTE OFFERTA ⁵	QUOTA POST OFFERTA ⁶
NUMERO ²	QUOTA SUL TOTALE ³			
BORSA (MTA) E MERCATO EXPANDI				
1995	6	54,5	2,3	27,7 .
1996	6	50,0	3,7	47,3
1997	2	20,0	1,5	40,9
1998	4	25,0	4,3	48,3
1999	6	28,6	1,7	20,1
2000	4	30,8	2,0	26,9
2001	5	38,5	1,6	32,6
2002	2	33,3	2,5	27,1
2003	3	75,0	2,0	22,0
NUOVO MERCATO				
1999	3	50,0	2,7	42,3
2000	14	45,2	2,9	25,6
2001	1	20,0	1,0	5,0
2002	--	--	--	--
2003	--	--	--	--

Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Per investitori istituzionali si intende fondi comuni d'investimento di tipo chiuso, società di *venture capital*, banche commerciali e d'investimento. Sono escluse le fondazioni e le casse di risparmio. I dati si riferiscono alle sole società nel cui azionariato era presente tale categoria di investitori. ² Numero di società, quotate nell'anno, in cui erano presenti investitori istituzionali alla data dell'offerta. ³ In percentuale del totale delle neoquotate nel corso dell'anno sul mercato considerato. ⁴ Numero medio di investitori istituzionali presenti nella compagnie azionaria alla data dell'offerta. ⁵ Quota media del capitale sociale detenuta dagli investitori istituzionali al momento dell'offerta; valori in percentuale. ⁶ Quota media del capitale sociale detenuta dagli investitori istituzionali subito dopo l'offerta; valori in percentuale.

Il collocamento di titoli delle società quotate e le operazioni di finanza straordinaria

Nel corso del 2003, le offerte di azioni e di obbligazioni convertibili, comprendenti sia le offerte iniziali di ammissione a quotazione, sia gli aumenti di capitale e le offerte di vendita di

società già quotate, hanno raggiunto un controvalore pari a circa 12,5 miliardi di euro (Tav. II.11). Rispetto al 2002, il dato registra un incremento superiore all'80 per cento, dovuto prevalentemente agli aumenti di capitale.

TAV. II.11

**COLLOCAMENTO DI AZIONI E OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI
DI SOCIETÀ QUOTATE¹
(MILIONI DI EURO)**

	EMISSIONI DI NUOVI TITOLI	OFFERTE DI TITOLI GIÀ IN CIRCOLAZIONE	TOTALE
1995	4.377	3.396	7.773
1996	2.306	5.611	7.917
1997	5.624	18.427	24.051
1998	9.142	11.274	20.416
1999	23.172	25.795	48.967
2000	9.525	7.615	17.140
2001	10.688	4.457	15.145
2002	4.783	2.046	6.829
2003	9.868	2.656	12.524

Fonte: Archivio Consob sui prospetti informativi e avvisi della Borsa Italiana spa. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Dati relativi alle società quotate in Borsa (Mta); sono incluse le operazioni relative alle società quotate sul Mercato Expandi e sul Nuovo Mercato, queste ultime a partire dal 1999. Per il 2002 il dato comprende l'offerta pubblica di quote di un fondo immobiliare chiuso finalizzata all'ammissione a quotazione.

L'80 per cento circa dell'offerta complessiva è costituita da emissione di nuovi titoli. Tra i soggetti destinatari dell'offerta, la categoria più rilevante è rappresentata dagli azionisti preesistenti, nell'ambito di offerte in opzione relative ad aumenti di capitale: sono state assegnate, in particolare, azioni e obbligazioni convertibili per poco più di 9 miliardi di euro (corrispondente al 91 per cento dell'ammontare complessivo delle offerte; Tav. all.6). Tale evidenza riflette, come detto, il fatto che le nuove emissioni sono legate quasi esclusivamente ad aumenti di capitale. Tra i destinatari delle offerte, gli investitori istituzionali costituiscono la seconda categoria più importante, risultando assegnatari di azioni e obbligazioni convertibili per 2,5 miliardi di euro (20 per cento dell'ammontare complessivo). Occupa una posizione residuale il pubblico, al quale è stata complessivamente assegnata una quota pari all'8 per cento circa.

Tra le offerte di vendita destinate a investitori istituzionali sono state effettuate 2 operazioni di cessione, da parte di soggetti pubblici, di partecipazioni in società neoquotate (Meta e Hera) per una quota pari rispettivamente al 14,9 e al 25,1 per cento (Tav. all.7). Nel secondo semestre dell'anno, ha avuto luogo la cessione di una quota pari al 6,6 per cento di Enel, detenuta dal

Ministero dell'economia e delle finanze; il controvalore complessivo dell'operazione, realizzata tramite trasferimento a un intermediario che ha successivamente provveduto a collocare le relative azioni presso investitori istituzionali, risulta pari a circa 2,2 miliardi di euro (Tav. all.8).

Tra le operazioni di finanza straordinaria più rilevanti, che in taluni casi sono state dirette alla semplificazione della struttura del gruppo, si evidenziano quelle riguardanti il gruppo Pirelli, i gruppi Olivetti e Telecom, il gruppo Seat Pagine Gialle, il gruppo Snia, il gruppo Autostrade, il gruppo Banca Popolare di Bergamo-Credito Varesino e il gruppo Banca Popolare Commercio e Industria, il gruppo Banca Popolare di Lodi.

Il gruppo Pirelli ha attuato nel corso del 2003 una serie di operazioni volte alla semplificazione e all'aumento della patrimonializzazione del gruppo. In particolare, nel mese di maggio, Pirelli & C. sapa ha deliberato la modifica dell'oggetto sociale e la trasformazione della società da accomandita per azioni in società per azioni con la nuova denominazione di Pirelli & C. spa. Ciò ha comportato l'attribuzione del diritto di recesso agli azionisti dissenzienti. Nel mese di giugno, Pirelli & C. spa ha promosso un aumento di capitale nei termini di 3 nuove azioni per ciascuna azione posseduta. A ogni azione è stato abbinato un warrant gratuito, con esercizio 2003-2006, che attribuirà il diritto a sottoscrivere al valore nominale una nuova azione ordinaria Pirelli & C. ogni 4 warrants posseduti. I warrants sono stati quotati sul Mercato Telematico Azionario a decorrere dal novembre 2003. Nel mese di agosto ha infine avuto efficacia la fusione per incorporazione di Pirelli & C. Luxembourg spa e di Pirelli spa in Pirelli & C. spa. A seguito della fusione, quest'ultima società si è trovata a detenere direttamente le partecipazioni nelle società che gestiscono le principali attività del gruppo. In relazione all'operazione di fusione è stato predisposto dall'emittente il documento previsto dell'art. 70, comma 4, del Regolamento Emittenti.

Nel 2003, Telecom Italia spa si è fusa per incorporazione in Olivetti spa; l'operazione ha avuto tra gli obiettivi principali quello di semplificare la catena di controllo che legava i due gruppi, nell'ambito di un più ampio processo di ristrutturazione industriale e finanziario. Olivetti spa ha abbandonato la denominazione sociale, mutandola in Telecom Italia, e ha assunto l'oggetto sociale della società incorporata, con conseguente riconoscimento del diritto di recesso in capo agli azionisti di Olivetti dissenzienti. Olivetti ha proceduto a liquidare i soci che hanno esercitato tale diritto e ha lanciato un'offerta pubblica di acquisto volontaria parziale su azioni ordinarie e di risparmio Telecom Italia.

Molto complessa risulta l'operazione riguardante il gruppo Seat Pagine Gialle. Seat Pagine Gialle spa ha scisso la parte delle proprie attività denominata directories a favore di un'omonima newco e ha mutato la propria denominazione in Telecom Italia Media spa. Telecom Italia spa ha stipulato un contratto di cessione di azioni ordinarie rappresentative di circa il 61,5 per cento dell'intero capitale sociale di Seat Pagine Gialle post scissione a favore della Silver spa, società appositamente costituita (tramite altre due società veicolo, Spyglass spa e SubSilver sa) da investitori istituzionali. Successivamente all'acquisto, Seat Pagine Gialle si è fusa per incorporazione in Silver spa la quale, con effetto immediatamente successivo, è stata a sua volta incorporata in Spyglass spa. Quest'ultima ha quindi mutato la propria denominazione in Seat Pagine Gialle spa ed è stata ammessa a quotazione al Mercato Telematico Azionario. Le due fusioni non hanno determinato effetti sull'attività operativa della società quotata incorporata, in quanto l'attività sia di Silver sia di Spyglass è stata limitata alla gestione della partecipazione di controllo (diretta per la prima e indiretta per la seconda) nella medesima società incorporata. Seat Pagine Gialle spa, pertanto,

anche dopo la fusione ha continuato a operare nell'editoria telefonica, nel mercato dell'erogazione dei servizi informativi per via telefonica e nell'area della business information. Prima di procedere alla duplice fusione, Silver e Spyglass erano state ricapitalizzate, al fine di azzerare l'indebitamento finanziario da esse assunto per l'acquisizione della Seat Pagine Gialle; a seguito dell'aumento di capitale di Spyglass, il debito da acquisizione è stato trasferito alla SubSilver sa, società che ora controlla Seat Pagine Gialle spa. Al momento dell'annuncio della duplice fusione, i Consigli di amministrazione delle società interessate hanno, tuttavia, prospettato la possibilità che la nuova società quotata, dopo il perfezionamento della fusione, effettuasse una distribuzione straordinaria di riserve, mediante accensione, a tal fine, di finanziamenti. La quota dei dividendi che affluirebbe alla società controllante SubSilver verrebbe da questa utilizzata per il rimborso del debito finanziario legato all'acquisizione. In tal caso si realizzerebbe un vero e proprio leveraged by out, in quanto il debito finanziario connesso all'acquisizione verrebbe, in sostanza, trasferito alla società quotata.

Snia è entrata nel settore delle tecnologie medicali nel 1986 acquisendo il controllo di Sorin Biomedica spa, successivamente fusa per incorporazione nella stessa Snia. Le attività riconducibili a tale società sono state quindi organizzate in business unit con a capo una società capofila. Nel 2003 Snia spa ha scisso tale settore a favore di una newco denominata Sorin spa, conservando invece le aree storiche di intervento della chimica e delle fibre sintetiche. Gli effetti della scissione sono stati subordinati all'ammissione a quotazione sul Mercato Telematico Azionario della società beneficiaria, avvenuta alla fine del 2003. La scissione ha dato quindi luogo a due società indipendenti ed entrambe quotate, ciascuna focalizzata sul proprio business. Le caratteristiche dell'operazione, per la quale è stato predisposto dall'emittente il documento previsto dell'art. 70, comma 4, del Regolamento Emittenti, non hanno determinato l'attivazione del diritto di recesso riconosciuto dal codice civile e dal Tufai soci dissenzienti.

Nei mesi di gennaio e febbraio 2003 Autostrade spa è stata oggetto di un'Opa volontaria totalitaria promossa da Newco28 spa a esito della quale quest'ultima società ha acquisito circa il 54 per cento del capitale di Autostrade. Newco28, a sua volta, era controllata da Schemaventotto spa che già possedeva direttamente una quota di circa il 29,7 per cento nella stessa Autostrade. Per il pagamento del corrispettivo dell'Opa e di tutti gli oneri connessi all'offerta, Newco28 ha fatto ricorso pressoché integrale a finanziamenti bancari. Al fine di razionalizzare l'organizzazione operativa del gruppo e la struttura di controllo, le assemblee di Newco28 e di Autostrade, tenutesi nel maggio 2003, hanno deliberato un articolato progetto di riorganizzazione del gruppo e la fusione per incorporazione di Autostrade in Newco28. L'operazione è stata oggetto di un documento informativo predisposto ai sensi degli artt. 70, 71 e 71 bis del Regolamento Emittenti e di un prospetto di quotazione. Con decorrenza dalla data di avvio delle negoziazioni (22 settembre 2003) la fusione è divenuta efficace e la società incorporante ha assunto la denominazione sociale della società incorporata (Autostrade spa).

La fusione per unione delle società Banca Popolare di Bergamo - Credito Varesino scrl, Banca Popolare Commercio e Industria scrl e Banca Popolare di Luino e di Varese spa ha dato origine il 1° luglio 2003 a Banche Popolari Unite scrl che viene così a essere la nuova capogruppo mentre, attraverso il preliminare scorporo dei rispettivi rami d'azienda bancaria, il marchio delle precedenti realtà bancarie sopravvive nelle banche-reti interamente controllate dalla nuova entità quotata. L'approvazione del progetto di fusione ha comportato il riconoscimento del diritto di recesso, ai sensi dell'art. 2437 del c.c., ai soci di Banca Popolare di Luino e Varese per cambiamento del tipo sociale. In occasione delle assemblee di

approvazione del progetto di fusione è stato inoltre predisposto il documento informativo redatto in base alle disposizioni dell'art. 70, comma 4, del Regolamento Emittenti.

Nel corso dell'anno 2003 il gruppo Banca Popolare di Lodi, unitamente ad alcune società del proprio gruppo bancario, ha attuato una serie di operazioni straordinarie tra cui, a inizio anno, una importante operazione di aumento di capitale rivolta ai soci e agli investitori istituzionali, con emissione di azioni e di obbligazioni subordinate convertibili; al termine dell'anno, il gruppo è stato oggetto di una complessa riorganizzazione della struttura societaria che ha portato alla concentrazione delle attività costituite dalle partecipazioni nelle reti bancarie, acquisite nel corso degli anni, e delle società prodotto parabancarie in due sub-holding quotate: Reti Bancarie Holding, derivante dalla fusione per incorporazione di Bipelle Retail (ex sub-holding non quotata del gruppo) nel Banco di Chiavari e della Riviera Ligure, e Bipelle Investimenti spa.

Merita infine di essere segnalata la fusione per incorporazione di Banca Toscana spa e Banca Agricola Mantovana spa nel Monte dei Paschi di Siena spa.

Le operazioni di raccolta di società non quotate e di emittenti esteri

Nel corso del 2003 la Commissione ha rilasciato il nulla osta alla pubblicazione del prospetto informativo in relazione a 2 offerte pubbliche realizzate da società non aventi titoli quotati su mercati regolamentati italiani. L'ammontare complessivo delle relative operazioni, che hanno tutte riguardato l'emissione di nuovi titoli, risulta pari a 35 milioni di euro (Tav. II.12), valore in netta diminuzione rispetto all'anno precedente.

TAV. II.12

OFFERTE PUBBLICHE SU TITOLI NON QUOTATI¹ (VALORI MONETARI IN MILIONI DI EURO)

TIPO DI OFFERTA	NUMERO OPERAZIONI						CONTROVALORE					
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	1998	1999	2000	2001	2002	2003
OPV	2	--	--	1	--	1	90	--	--	4	--	24
OPS	4	4	3	1	3	1	19	62	97	28	138	11
<i>TOTALE</i>	<i>6</i>	<i>4</i>	<i>3</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>2</i>	<i>109</i>	<i>62</i>	<i>97*</i>	<i>32</i>	<i>138</i>	<i>35</i>

¹ Offerte riferite a società che non hanno titoli quotati su mercati regolamentati.

La prima delle due operazioni ha riguardato una offerta pubblica di vendita, con controvalore pari a 23,6 milioni di euro; essa è stata promossa dalla società Aspes Multiservizi e ha avuto ad oggetto 4,5 milioni di azioni ordinarie al prezzo di 5,25 euro per azione.

La seconda, relativa a una offerta pubblica di sottoscrizione promossa dalla Banca Popolare di Puglia e Basilicata, ha avuto a oggetto il collocamento di 4,1 milioni di obbligazioni al prezzo di 2,58 euro. Il controvalore complessivo è stato pari a 10,6 milioni di euro.

Per quanto attiene alle offerte di emittenti esteri, nel 2003 esse hanno riguardato il riconoscimento di 3 prospetti esteri, per un importo complessivo di circa 880,7 milioni di euro. Le offerte sono state rivolte ai dipendenti di società italiane controllate dalla società offerente.