costituiscono mediamente il 97,7 per cento del totale; ne discende che raramente è stata offerta agli investitori l'opportunità di beneficiare della facoltà di estinzione anticipata del prestito in presenza di condizioni di mercato a loro favorevoli.

Una diversa aggregazione dei flussi e delle consistenze del mercato in esame, effettuata distinguendo tra prestiti obbligazionari con una struttura pura e prestiti obbligazionari con una struttura mista (che incorpora cioè diverse strutture pure), mostra una crescita più contenuta delle obbligazioni indicizzate miste. Tale dato può essere dovuto sia a una maggiore incertezza circa l'effettivo profilo di rischio-rendimento che dovrebbe tradursi nel riconoscimento di un maggiore premio per il rischio agli investitori, sia alla difficoltà per gli intermediari di gestire i costi di copertura di prodotti molto complessi.

Solo una parte esigua delle obbligazioni strutturate risulta essere quotata: il numero delle obbligazioni non quotate approssima la quasi totalità delle emissioni, attestandosi al 99 per cento per le *callable/puttable* e al 90 per cento per la categoria costituita dall'insieme delle indicizzate e delle *stochastic interest*. In termini di controvalore, le emissioni non quotate sono pari rispettivamente al 90 per cento e al 62 per cento. Nel caso di titoli destinati alla quotazione, i controvalori medi emessi sono sensibilmente maggiori rispetto alle emissioni non quotate. In particolare, essi si attestano a circa 160 milioni di euro per le *callable/puttable* e a circa 122 milioni di euro per le indicizzate e le *stochastic interest*, mentre in assenza di quotazione essi sono pari, rispettivamente, a circa 18 milioni di euro e 21 milioni di euro. È ragionevole ipotizzare che la maggiore dimensione dei controvalori medi riscontrati in caso di quotazione siano funzionali ad abbattere efficacemente i costi aggiuntivi legati alle procedure di *listing*.

Con riferimento alla concentrazione del mercato delle obbligazioni strutturate, nel periodo considerato ai primi cinque emittenti è ascrivibile una quota mai inferiore al 26 per cento, che ha raggiunto nel corso del 2000 un valore massimo pari al 41 per cento. In particolare, con riferimento alla categoria costituita dalle obbligazioni indicizzate e *stochastic interest*, il numero di emittenti è cresciuto fino ai 126 del settembre 2002 rispetto agli 83 del 1997, mentre la quota di mercato dei primi cinque emittenti è calata dal 47 per cento del 1997 al 37 per cento del settembre 2002. Per le obbligazioni *callable/puttable*, il numero di emittenti è passato dai 125 del 1997 ai 56 del settembre 2002, mentre è più che raddoppiata la quota di mercato detenuta dai primi cinque emittenti, passata nel periodo considerato dal 27 al 57 per cento.

Un'analisi a parte meritano le *reverse convertible*, titoli atipici assimilati in fase di collocamento dagli intermediari alle obbligazioni bancarie strutturate, nonostante l'aleatorietà del rimborso a scadenza connesso alla vendita di un'opzione *put* da parte dell'investitore. Le consistenze di *reverse convertible* sono sempre state marginali e non hanno mai superato la soglia del 2 per cento. Al riguardo si evidenzia che tale prodotto ha raggiunto nel settembre del 2002 il livello minimo assoluto. Su tali strumenti la Consob ha peraltro svolto un'intensa attività di vigilanza e ha realizzato iniziative specifiche di *investor education*, che hanno consentito all'investitore di conoscere le caratteristiche del *pay-off* e di apprezzarne il valore teorico con l'utilizzo dei calcolatori stocastici messi a disposizione sul sito ufficiale.

Per quanto riguarda i mercati non regolamentati, alla fine del 2002 risultavano 301 sistemi di scambi organizzati. Di questi, 298 sono sistemi bilaterali, nei quali il gestore fissa le condizioni ed è sempre controparte nelle transazioni (mercati con *market maker* unico; Tav. II.5), mentre 3 sono sistemi multilaterali aperti esclusivamente a operatori qualificati. La quasi totalità dei sistemi bilaterali (291) sono utilizzati dalle banche per effettuare transazioni attraverso le filiali con la propria clientela sia per agevolare il collocamento dei propri prestiti obbligazionari che per la negoziazione dei propri titoli azionari e di titoli di Stato (italiani ed esteri); il controvalore delle transazioni appartenenti a questa tipologia, pari a circa 58 miliardi di euro, corrisponde al 74,6 per cento del controvalore totale scambiato sui sistemi organizzati (esclusi quelli che effettuano scambi all'ingrosso). Per quanto riguarda i criteri di formazione dei prezzi, vi è di norma un ufficio centrale che fissa giornalmente i prezzi dei titoli trattati utilizzando come riferimento titoli quotati con caratteristiche simili. I restanti 7 sistemi bilaterali ammettono alle transazioni solo operatori qualificati, ossia intermediari e investitori istituzionali, e permettono di effettuare transazioni su obbligazioni (anche strutturate), titoli di Stato e vari strumenti derivati; i controvalori scambiati sono pari all'11,8 per cento del totale (9 miliardi di euro circa) e i prezzi vengono fissati dal *market maker* in via continuativa.

TAV. II.5

**CARATTERISTICHE DEI SISTEMI DI SCAMBI ORGANIZZATI**[1]
(DATI 2002)

| TIPOLOGIA | OPERATORI AMMESSI | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | OPERATORI NON QUALIFICATI | | INTERMEDIARI E INVESTITORI ISTITUZIONALI | | *TOTALE* | |
| | N° | CTVL SCAMBI[2] | N° | CTVL SCAMBI[1] | N° | CTVL SCAMBI[1] |
| BILATERALI | 291 | 58,6 | 7 | 9,3 | 298 | 67,9 |
| MULTILATERALI | .. | .. | 3 | 10,6 | 3 | 10,6 |
| *TOTALE* | *291* | *58,6* | *10* | *19,9* | *301* | *78,5* |

[1] Esclusi i sistemi che effettuano esclusivamente gli scambi all'ingrosso. [2] In miliardi di euro.

I sistemi multilaterali sono sistemi *order-driven*, nei quali i soggetti ammessi possono inserire proposte di negoziazione e scambiare tra loro senza passare attraverso una controparte unica. In essi si possono scambiare azioni (quotate e non quotate italiane ed estere), obbligazioni di vario tipo e varia nazionalità, titoli di Stato e strumenti derivati di diverse tipologie. I controvalori scambiati in questi sistemi rappresentano il 13,5 per cento del totale. I prezzi si formano in base alle proposte

di negoziazione inserite dagli operatori le quali vengono accoppiate in base a regole esplicite descritte nel regolamento (quantitativi minimi, priorità temporale, etc.).

Le funzioni svolte dai sistemi di scambi organizzati, e di conseguenza il numero di transazioni effettuate nell'anno 2002, sono differenti a seconda del tipo di clientela ammessa al sistema: le transazioni su azioni di propria emissione, obbligazioni di varia emissione e titoli di Stato rappresentano il 92 per cento delle transazioni effettuate mentre il controvalore risulta essere il 22,5 per cento del totale scambiato sui sistemi organizzati. Queste transazioni sono effettuate primariamente sui sistemi bilaterali gestiti dalle banche e aperti alla clientela *retail*. Gli scambi di azioni quotate, data la regola di concentrazione, sono ridotti e risultano pari al 6,3 per cento delle transazioni totali e allo 0,2 per cento rispetto al controvalore totale (Tav. II.6). Risultano parimenti marginali gli scambi su azioni non quotate, che, benché pari all'1 per cento del numero totale dei contratti conclusi, hanno un peso molto modesto in termini di controvalore complessivo (0,06 per cento). Hanno un peso rilevante invece gli scambi sulle obbligazioni per le quali, con riferimento alle sole quotate, il relativo controvalore rappresenta poco più del 27 per cento del totale degli scambi effettuati sul Mot. Le transazioni avvenute sui derivati su tassi d'interesse, infine, costituiscono il 77,2 per cento del controvalore totale scambiato su sistemi organizzati nel corso del 2002 pur con un numero di contratti molto ridotto (1.041).

TAV. II.6

**STRUMENTI FINANZIARI SCAMBIATI NEI SISTEMI DI SCAMBI ORGANIZZATI**
(DATI 2002)

| | CTVL SCAMBI[1] | N. CONTRATTI |
|---|---|---|
| AZIONI QUOTATE ITALIANE ED ESTERE | 747 | 162.010 |
| AZIONI NON QUOTATE | 220 | 26.112 |
| OBBLIGAZIONI | 40.753 | 1.661.842 |
| - DI CUI STRUTTURATE | 3.080 | 147.126 |
| TITOLI DI STATO | 36.532 | 678.992 |
| DERIVATI SU TASSI DI INTERESSE A BREVE TERMINE | 266.099 | 1.041 |
| COVERED WARRANT E ALTRI STRUMENTI DERIVATI | 212 | 45.935 |
| ALTRO | 47 | 71 |

[1] In milioni di euro.

*RIQUADRO 3*

***Analisi delle transazioni sul BTP 4,5% 1/3/2007 su due sistemi di scambi organizzati***

L'analisi delle transazioni sul Btp 4,5% 1/3/2007 su due diversi sistemi di scambi organizzati (A e B d'ora in poi) mira a confrontare puntualmente, ossia per ciascun contratto, le condizioni delle transazioni effettuate nei due sistemi con quelle presenti sul Mot allo stesso istante. Il Mot è preso a riferimento in quanto i due organizzatori considerati sono sempre in grado di conoscere le condizioni ivi presenti e di accedervi, non potendo per contro operare nel sistema di scambi dell'altro intermediario.

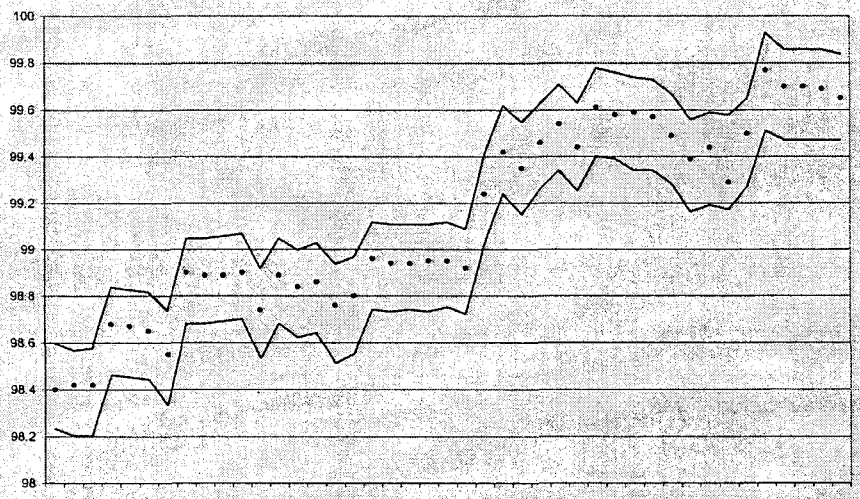
La frequenza infragiornaliera dei dati, con precisione al secondo, ha permesso di individuare il miglior prezzo a cui era possibile vendere (prezzo *bid*) o comprare (prezzo *ask*) sul Mot nell'istante in cui è stata effettuata la transazione sul sistema di scambi organizzati.

Al proposito, è opportuno osservare che per il cliente finale, il cui ordine viene eseguito sul Mot, lo *spread* effettivo è maggiore di quello rilevato sul mercato, in quanto comprensivo delle commissioni unitarie, applicate dall'intermediario, che comportano rispettivamente un aumento e una diminuzione dei prezzi *ask* e *bid*. Un ulteriore elemento rilevante ai fini della comparazione riguarda l'entità della transazione, essendo lecito riscontrare prezzi unitari differenti in corrispondenza di transazioni che si caratterizzano per quantità scambiate molto diverse.

Una volta individuati il miglior *bid* e il miglior *ask* che valevano sul mercato regolamentato all'istante della transazione eseguita sul sistema di scambi organizzati, sono state confrontate le quantità scambiate sui sistemi organizzati con le quantità che sul Mot potevano essere acquistate al prezzo *ask*, nel caso di acquisto, ovvero vendute al prezzo *bid*, nel caso di vendita. In tal modo, si è proceduto a eliminare dall'analisi quelle operazioni che per le quantità scambiate non avrebbero potuto essere eseguite sul Mot senza scendere di livello nel book di negoziazione.

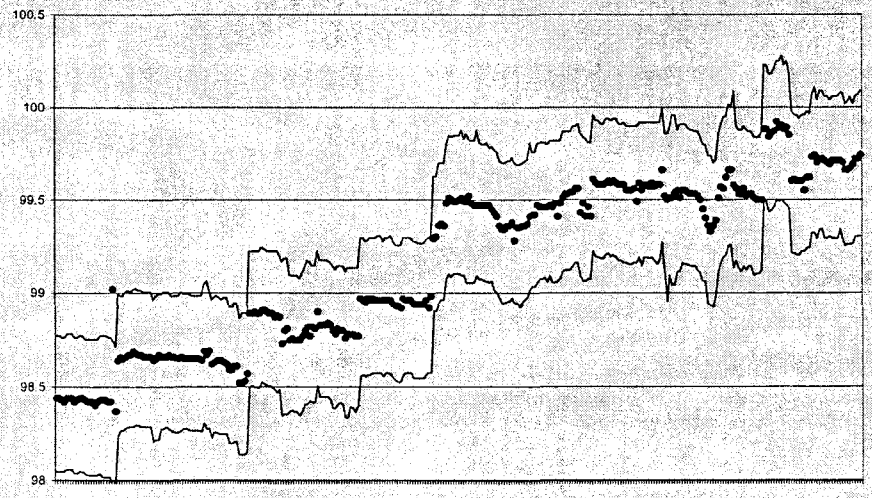
Dai risultati dell'analisi, condotta per il mese di giugno, si evince che tutte le transazioni sul BTP07MZ, compatibili per quantità, eseguite nei sistemi organizzati considerati sono interne allo *spread* effettivo rilevato per il Mot; ciò implica che le transazioni sono state effettuate a condizioni migliori rispetto a quelle che il cliente avrebbe ottenuto se il suo ordine fosse stato eseguito sul mercato regolamentato. Tale risultato dipende, peraltro, dall'entità delle commissioni applicate dall'intermediario alla clientela: se le commissioni fossero uguali a zero, infatti, lo *spread* di riferimento per il cliente finale sarebbe quello registrato sul Mot e molte transazioni risulterebbero esterne allo *spread* stesso. Sembra plausibile ritenere che l'intermediario possa utilizzare le commissioni per rendere arbitrariamente costoso l'accesso al Mot per l'investitore e, contestualmente, più favorevole l'esecuzione sul proprio sistema di scambi organizzati.

***SPREAD BID-ASK* SUL MOT E PREZZI DELLE TRANSAZIONI SUL BTP 4,5% 1/3/2007 SUL SISTEMA DI SCAMBI ORGANIZZATI A NEL CORSO DEL MESE DI GIUGNO 2002**




Nota - La linea continua indica lo *spread bid-ask* rilevato sul MOT (corretto per le commissioni di negoziazione medie applicate dall'intermediario A), mentre i singoli punti indicano i prezzi delle transazioni effettuate sul sistema di scambi organizzati gestito dall'intermediario A.

***SPREAD BID-ASK* SUL MOT E PREZZI DELLE TRANSAZIONI SUL BTP 4,5% 1/3/2007 SUL SISTEMA DI SCAMBI ORGANIZZATI B NEL CORSO DEL MESE DI GIUGNO 2002**




Nota - La linea continua indica lo spread bid-ask rilevato sul MOT (corretto per le commissioni di negoziazione medie applicate dall'intermediario B), mentre i singoli punti indicano i prezzi delle transazioni effettuate sul sistema di scambi organizzati gestito dall'intermediario B.

Per quanto concerne le condizioni di esecuzione delle transazioni sui sistemi organizzati rispetto a quelle presenti sui mercati regolamentati, il confronto tra i prezzi degli scambi su di un Btp *benchmark* (Btp 4,5 per cento 1/3/2007), effettuati su due diversi sistemi, con le proposte di negoziazione presenti sul Mot, mette in luce le modalità concrete di funzionamento degli scambi organizzati rispetto ai mercati regolamentati (Riquadro 3).

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

La forte discesa dei corsi azionari verificatasi nel 2002 ha avuto un impatto fortemente negativo sul numero e sull'ammontare delle operazioni di raccolta di capitali e di ammissione a quotazione. Nel corso dell'anno, si sono infatti riscontrate solo 6 operazioni di offerta finalizzate alla quotazione (tra Mta, Mercato Ristretto e Nuovo Mercato), per un ammontare complessivo di poco più di un miliardo di euro, a fronte di 18 operazioni, per un controvalore di quasi 4 miliardi di euro, verificatesi nel 2000, un dato già peraltro fortemente in calo rispetto al 1999 (Tav. II. 7). Anche gli aumenti di capitale e le emissioni di obbligazioni convertibili, benché rimasti sostanzialmente invariati come numero rispetto all'anno precedente, si sono dimezzati in termini di controvalore (4,1 rispetto a 8,3 miliardi di euro).

Con riferimento alle altre operazioni di ammissione a quotazione, quelle riferite a titoli obbligazionari sono risultate in lieve crescita (24 operazioni nel 2002 a fronte di 21 nel 2001, per un controvalore complessivo di 4,7 miliardi di euro, in crescita del 17 per cento rispetto all'anno precedente), mentre le nuove quotazioni di *covered warrant* sono risultate in diminuzione rispetto al 2001. Si è altresì verificata un'operazione di offerta avente a oggetto la quotazione di quote di un fondo mobiliare chiuso, per un controvalore di 189 milioni di euro.

*Altre operazioni di collocamento hanno riguardato 2 operazioni di offerta relative a titoli quotati, per un ammontare complessivo di circa 1,5 miliardi di euro, e 5 operazioni di sollecitazione relative a titoli non quotati, per un controvalore di 1,3 miliardi di euro; tra queste ultime, le 2 operazioni di maggiore entità (1,1 miliardi di euro complessivi) hanno riguardato titoli obbligazionari. Infine, si sono verificate 13 offerte da parte di emittenti esteri in Italia, che hanno determinato il riconoscimento di prospetti esteri, per un controvalore complessivo piuttosto modesto (35 milioni di euro).*

La fase di calo dei corsi azionari ha quindi influito, come nel 2001, soprattutto sul segmento delle nuove ammissioni a quotazione di titoli azionari, tradizionalmente il più sensibile a situazioni di difficoltà dei mercati finanziari; tuttavia, a differenza dell'anno precedente, nel 2002 si è riscontrata, sul mercato italiano, anche una riduzione della raccolta tramite aumenti di capitale successivi alla quotazione.

TAV. II.7

**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 | 2000 | 2001 | 2002 |
| OPERAZIONI FINALIZZATE ALLA QUOTAZIONE[1] | | | | | | |
| - TITOLI AZIONARI | 44 | 18 | 6 | 6.903 | 3.935 | 1.062 |
| - TITOLI OBBLIGAZIONARI | .... | 21 | 24 | .... | 4.038 | 4.733 |
| - COVERED WARRANT[2] | 3.343 | 8.194 | 6.668 | — | — | — |
| - QUOTE DI FONDI CHIUSI | -- | -- | 1 | -- | -- | 189 |
| AUMENTI DI CAPITALE E EMISSIONI DI OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI[3] | 23 | 33 | 35 | 3.477 | 8.307 | 4.148 |
| ALTRE OFFERTE RELATIVE A TITOLI QUOTATI[4] | 2 | 1 | 2 | 6.613 | 2.721 | 1.464 |
| OFFERTE DI TITOLI NON QUOTATI DI EMITTENTI ITALIANI | 3 | 2 | 5 | 97 | 31 | 1.265 |
| OFFERTE DI EMITTENTI ESTERI | | | | | | |
| - RICONOSCIMENTO DI PROSPETTI ESTERI | 11 | 7 | 13 | 25 | 23 | 35 |
| - OFFERTE PUBBLICHE PANEUROPEE | 3 | 1 | -- | 985[5] | 63[5] | -- |

[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, le offerte di conversione di azioni di risparmio in azioni ordinarie con conguaglio in denaro e quelle finalizzate a piani di *stock options* riservate ai dipendenti. [4] Riguardano offerte di vendita, pubbliche o private, non finalizzate all'ammissione alla quotazione. Il dato 2000 include, con riferimento all'offerta Finmeccanica, un collocamento privato di obbligazioni convertibili per un importo di circa 878 milioni di euro. [5] Dato relativo all'offerta italiana.

*Il calo nella raccolta di capitale di rischio si è verificato in modo simile nei principali mercati azionari europei e mondiali. Con riferimento all'Europa, il dato relativo alle operazioni di initial public offerings (Ipo), in Francia e Germania mostra infatti un sostanziale crollo di tali operazioni: sull'Euronext Paris le offerte sono state 8, per un ammontare complessivo di risorse raccolte pari a 2,6 miliardi di euro (rispetto a 20 operazioni e 13 miliardi di euro nel 2001 e 77 operazioni e circa 12 miliardi di euro nel 2000), mentre sui vari segmenti della Deutsche Borse sono avvenute 5 operazioni per un controvalore di soli 200 milioni di euro (a fronte di 21 operazioni per 3 miliardi di euro di controvalore nel 2001 e 134 operazioni e oltre 25 miliardi di euro nel 2000) (Tav. II. 8). Anche sul mercato azionario del Regno Unito il numero di operazioni e il relativo ammontare raccolto si sono ridotti di circa i due terzi rispetto al 2000.*

TAV. II.8

**AMMISSIONI A QUOTAZIONE NEI PRINCIPALI MERCATI AZIONARI EUROPEI**

| | FRANCIA (EURONEXT PARIS[1]) | | GERMANIA (DEUTSCHE BÖRSE[2]) | | U.K. (LONDON STOCK EXHANGE[3]) | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | NUMERO SOCIETÀ | | RISORSE RACCOLTE[4] | |
| | NUMERO SOCIETÀ | RISORSE RACCOLTE[4] | NUMERO SOCIETÀ | RISORSE RACCOLTE[4] | TOTALE | DI CUI INVESTMENT TRUSTS E PREFERENCE SHARES | TOTALE | DI CUI INVESTMENT TRUSTS E PREFERENCE SHARES |
| 1996 | 54 | 1,0 | 20 | 10,4 | .... | .... | 14,2 | .... |
| 1997 | 63 | 7,3 | 25 | 2,5 | .... | .... | 10,7 | ..... |
| 1998 | 116 | 6,8 | 67 | 3,2 | 84 | .... | 5,6 | .... |
| 1999 | 66 | 6,9 | 134 | 12,9 | 74 | 42 | 8,5 | 2,5 |
| 2000 | 77 | 11,6 | 134 | 25,5 | 133 | 51 | 18,1 | 5,3 |
| 2001 | 20 | 12,8 | 21 | 2,9 | 85 | 69 | 11,3 | 4,7 |
| 2002 | 8 | 2,6 | 5 | 0,2 | 42 | 25 | 7,5 | 1,6 |

Fonte: Borse nazionali. Dati relativi alle sole quotazioni tramite offerta (escluse scissioni, fusioni e passaggi da un semento ad un altro) di società domestiche. [1] Escluso *marché libre*. [2] Escluso il segmento *Freiverkehr*. [3] Escluso il segmento AIM. [4] Valori in miliardi di euro. 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.

## *Le offerte finalizzate alla quotazione di titoli azionari*

Nel 2002 sono state ammesse a quotazione, tramite offerta pubblica, 5 società sul Mercato Telematico Azionario e 1 sul Mercato Ristretto, mentre non si è verificata nessuna *initial public offering* sul Nuovo Mercato (Tav. II.9). Anche l'ammontare dei capitali raccolti ha subito una brusca contrazione: il controvalore complessivo delle offerte di sottoscrizione e vendita sul Mta e sul Mercato Ristretto è il più basso dal 1997. Tali dati mostrano una prosecuzione della tendenza, iniziata a partire dal 2000, alla riduzione del numero di operazioni di quotazione e dei relativi capitali raccolti, quale conseguenza della caduta dei listini azionari, in particolare quelli riferiti a settori tecnologici e a elevata crescita.

TAV. II.9

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

| | NUMERO SOCIETÀ | CAPITALIZZAZIONE[1] | OFFERTA | | OFFERTA TOTALE[2] |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | DI SOTTOSCRIZIONE | DI VENDITA | |
| *BORSA (MTA) E MERCATO RISTRETTO* | | | | | |
| 1995 | 10 | 22.638 | 267 | 3.391 | 33,2 |
| 1996 | 12 | 5.550 | 721 | 945 | 26,6 |
| 1997 | 10 | 2.126 | 227 | 606 | 35,4 |
| 1998 | 15 | 3.831 | 609 | 1.230 | 41,7 |
| 1999 | 21 | 65.069 | 1.187 | 21.567 | 33,6 |
| 2000 | 13 | 14.296 | 1.130 | 1.379 | 16,3 |
| 2001 | 13 | 7.820 | 2.078 | 1.722 | 36,1 |
| 2002 | 6 | 2.504 | 638 | 424 | 33,8 |
| *NUOVO MERCATO* | | | | | |
| 1999 | 6 | 719 | 227 | 39 | 27,9 |
| 2000 | 31 | 14.012 | 3.840 | 554 | 24,6 |
| 2001 | 5 | 372 | 121 | 14 | 27,3 |
| 2002 | -- | -- | -- | -- | -- |

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 tramite l'emissione di nuovi titoli nell'ambito di offerte iniziali risulta pari a 638 milioni di euro (circa il 60 per cento dell'ammontare complessivo delle offerte), mentre il peso dell'offerta complessiva rispetto alla capitalizzazione post offerta è pari a circa il 34 per cento, in lieve diminuzione rispetto all'anno precedente.*

*Gli assetti proprietari delle società quotatesi in Borsa e sul Mercato Ristretto nel 2002 non si differenziano significativamente rispetto alle società neoquotate negli anni precedenti: gli azionisti di controllo detengono prima della quotazione una quota di poco superiore, in media, all'83 per cento (88 per cento nel 2001), che si riduce al 58 per cento dopo la quotazione (59 per cento l'anno precedente) (Tav. all.3). Se si considerano tutti gli azionisti superiori al 2 per cento, la quota media detenuta prima e dopo la quotazione è pari al 99 per cento e al 67 per cento, valori di poco superiori rispetto al 2001.*

Gli esiti delle offerte finalizzate alla quotazione hanno fortemente risentito, come era logico attendersi, della fase di crisi dei mercati azionari: il livello medio di *oversubscription* (rapporto tra domanda e offerta) è stato di poco superiore all'unità con riferimento sia all'offerta pubblica sia a quella istituzionale, in ulteriore calo rispetto ai valori dell'anno precedente (almeno con riferimento all'offerta istituzionale), a fronte di valori medi vicini o superiori a 10 negli anni tra il 1997 e il 1999 (Tav. aII.4).

Con riferimento alla tipologia di soggetti assegnatari delle azioni, la quota largamente preponderante (50,4 per cento quale media ponderata per l'ammontare delle offerte, in notevole crescita rispetto al 2001) è risultata quella relativa a investitori istituzionali italiani, mentre la quota assegnata al pubblico è stata pari al 28 per cento (sostanzialmente stabile rispetto al 2001) e quella attribuita a investitori istituzionali esteri di poco superiore al 20 per cento (in diminuzione rispetto all'anno precedente).

TAV. II.10

***BOOKBUILDING* NELL'OFFERTA ISTITUZIONALE ITALIANA PER LE SOCIETÀ AMMESSE A QUOTAZIONE NEL 2002[1]**
(VALORI IN PERCENTUALE)

| SOCIETÀ | SCONTO ALLA QUOTAZIONE[2] | QUOTA RICHIESTA DAL PRIMO INVESTITORE[3,4] | QUOTA ASSEGNATA AL PRIMO INVESTITORE[3,4] | QUOTA MEDIA ASSEGNATA AGLI INVESTITORI[3] | QUOTA IN ECCESSO ASSEGNATA AL PUBBLICO[5] |
|---|---|---|---|---|---|
| ***PRIMO GRUPPO*[6]** | | | | | |
| ASM BRESCIA | 5,2 | 3,0 | 2,8 | 0,4 | 1,2 |
| ASTALDI | 4,6 | 3,3 | 2,5 | 0,6 | 1,0 |
| SOCOTHERM | 5,0 | 3,6 | 3,6 | 0,6 | - 0,1 |
| *MEDIA* | *4,9* | *3,3* | *3,0* | *0,5* | *0,7* |
| ***SECONDO GRUPPO*** | | | | | |
| CIT | 6,5 | 2,0 | 2,0 | 0,7 | 0,1 |
| FIERA MILANO | 7,4 | 5,3 | 2,1 | 0,5 | 15,0 |
| PIRELLI&C. REAL ESTATE | - 6,9 | 4,1 | 4,1 | 0,3 | - 1,4 |
| *MEDIA* | *2,3* | *3,8* | *2,7* | *0,5* | *4,6* |

Si veda la sezione Note metodologiche. [1] Borsa (MTA) e Mercato Ristretto. [2] Differenza percentuale tra prezzo di mercato del primo giorno di quotazione e prezzo di offerta, corretta per la variazione dell'indice del mercato. [3] Dati in rapporto al capitale sociale ordinario *post* offerta. [4] Il primo investitore è l'investitore istituzionale italiano che ha domandato il maggior numero di azioni; nel caso in cui la domanda massima di azioni sia effettuata da più di un investitore, il primo investitore è quello che ha ricevuto in assegnazione il maggior numero di azioni. [5] Rispetto a quella minima indicata nel prospetto. [6] Sono elencate nel primo gruppo le offerte in cui il primo investitore è un soggetto controllato da uno degli intermediari italiani che ha svolto il ruolo di *global coordinator* o di *lead manager* dell'offerta stessa.

*I dati sul bookbuilding dell'offerta istituzionale italiana non confermano l'evidenza, riscontrata per il 2000 e il 2001, che la performance nel primo giorno di contrattazione risulta peggiore nei casi in cui il primo richiedente istituzionale appartiene al gruppo dei collocatori. Per entrambi i sottogruppi di società neoquotate si rileva infatti un aumento del prezzo di mercato nel primo giorno di contrattazione rispetto al prezzo di offerta, al netto della variazione dell'indice, ma tale valore risulta superiore per il sottogruppo in cui il primo investitore appartiene al gruppo dei collocatori (Tav. II.10). I dati relativi alle quote domandate e assegnate mostrano inoltre alcune differenze, seppur minime, tra i 2 sottogruppi: le imprese per le quali il primo richiedente era un soggetto collegato con i collocatori si sono viste assegnare una quota media proporzionalmente maggiore. Peraltro, il ristretto numero di società neoquotate nell'anno rende opportuno considerare tali dati con qualche caveat, in quanto fortemente influenzati dall'esito delle singole operazioni.*

Il confronto tra i prezzi di offerta e i prezzi del primo giorno di quotazione mostra, escludendo le società privatizzate, uno sconto alla quotazione, pari in media al 2,3 per cento, in crescita rispetto ai 2 anni precedenti ma significativamente inferiore rispetto ai valori riscontratisi negli anni tra il 1995 e il 1999 (Tav. II.11).

TAV. II.11

**SCONTO ALLA QUOTAZIONE**

| ANNO | N° OFFERTE[1] | SCONTO MEDIO[2] | SCONTO MEDIANO[2] |
|---|---|---|---|
| *BORSA (MTA) E MERCATO RISTRETTO* | | | |
| 1995 | 9 | 9,7 | 9,3 |
| 1996 | 11 | 8,9 | 8,7 |
| 1997 | 9 | 5,3 | 8,8 |
| 1998 | 14 | 5,2 | 2,0 |
| 1999 | 17 | 13,2 | - 0,8 |
| 2000 | 9 | 0,9 | 4,9 |
| 2001 | 11 | - 1,3 | - 1,1 |
| 2002 | 4 | 2,3 | 4,8 |
| *NUOVO MERCATO* | | | |
| 1999 | 6 | 26,9 | 14,1 |
| 2000 | 31 | 15,6 | 8,8 |
| 2001 | 5 | 4,5 | 5,1 |
| 2002 | -- | -- | -- |

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 del Mercato Ristretto e, a partire dall'anno 2000, indice del Nuovo Mercato).

Con riferimento al ruolo degli intermediari nelle offerte iniziali, le attestazioni rilasciate dagli *sponsor* a Borsa Italiana spa e le informazioni contenute nei prospetti in materia di potenziali conflitti di interessi degli intermediari collocatori offrono un quadro sui rapporti creditizi e partecipativi esistenti tra tali soggetti (e i relativi gruppi di appartenenza) e le società di nuova quotazione.

Per 3 delle 6 società ammesse a quotazione nel 2002 esistevano rapporti creditizi fra lo sponsor o i soggetti collocatori (ovvero altri soggetti dello stesso gruppo) e la società stessa; in media, i finanziamenti concessi da tali soggetti costituivano circa il 46 per cento del totale dei debiti finanziari delle società considerate (Tav. II.12). Quest'ultimo indicatore, pur calcolato su un numero ristretto di società, risulta sensibilmente superiore rispetto ai valori medi dei 2 anni precedenti. Inoltre, in solo un caso lo sponsor, gli intermediari collocatori o altri soggetti collegati figuravano nella compagine sociale prima della quotazione, con una quota di partecipazione pari al 28 per cento.

TAV. II.12

**RAPPORTI CREDITIZI E PARTECIPATIVI FRA SOCIETÀ AMMESSE A QUOTAZIONE E INTERMEDIARI COLLOCATORI[1]**

| | 2000 | 2001 | 2002 |
|---|---|---|---|
| *SOCIETÀ CON RAPPORTI CREDITIZI CON SPONSOR O SOGGETTI COLLOCATORI* | | | |
| - NUMERO SOCIETÀ | 23 | 10 | 3 |
| - QUOTA SUL TOTALE DELLE AMMISSIONI A QUOTAZIONE[2] | 52,3 | 55,6 | 50,0 |
| - QUOTA MEDIA DEI FINANZIAMENTI CONCESSI DA SPONSOR O SOGGETTI COLLOCATORI[3] | 27,2 | 27,8 | 46,1 |
| *SOCIETÀ CON RAPPORTI PARTECIPATIVI CON SPONSOR O SOGGETTI COLLOCATORI* | | | |
| - NUMERO SOCIETÀ | 11 | 2 | 1 |
| - QUOTA SUL TOTALE DELLE AMMISSIONI A QUOTAZIONE[2] | 25,0 | 11,1 | 16,7 |
| - 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 crediti e partecipativi esistenti tra le società ammesse a quotazione (in Borsa - MTA, sul Mercato Ristretto 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 del 2002 è aumentato, verosimilmente anche in conseguenza del basso numero di ammissioni a quotazione, il grado di concentrazione nel comparto dell'attività di *investment banking*

relativo alle ammissioni a quotazione. La quota di mercato dei primi 5 intermediari che svolgono il ruolo di *global coordinator* dell'offerta globale e di *lead manager* dell'offerta italiana è infatti passata rispettivamente da 63 a 83 per cento e da 84 a 100 per cento (Tav. aII.5); risultano in aumento anche le quote di mercato relative al primo e ai primi 3 soggetti. La presenza di intermediari esteri in qualità di *global coordinator* o *joint global coordinator* delle operazioni di offerta iniziale ha riguardato il 50 per cento delle operazioni, un dato sostanzialmente stabile rispetto al 2001. Inoltre, in 3 operazioni su 6 le offerte sono state coordinate da intermediari medio-piccoli, da soli o insieme con altri soggetti.

TAV. II.13

**INVESTITORI ISTITUZIONALI NELL'AZIONARIATO DELLE SOCIETÀ NEOQUOTATE[1]**

| ANNO | SOCIETÀ | | N° INVESTITORI ISTITUZIONALI[4] | QUOTA ANTE OFFERTA[5] | QUOTA POST OFFERTA[6] |
|---|---|---|---|---|---|
| | NUMERO[2] | QUOTA SUL TOTALE[3] | | | |
| *BORSA (MTA) E MERCATO RISTRETTO* | | | | | |
| 1995 | 6 | 60,0 | 2,3 | 27,7 | 8,5 |
| 1996 | 6 | 50,0 | 3,7 | 47,3 | 23,2 |
| 1997 | 2 | 20,0 | 1,5 | 40,9 | 7,1 |
| 1998 | 4 | 26,7 | 4,3 | 48,3 | 18,9 |
| 1999 | 6 | 28,6 | 1,7 | 20,1 | 5,4 |
| 2000 | 4 | 30,8 | 2,0 | 26,9 | 15,6 |
| 2001 | 5 | 38,5 | 1,6 | 32,6 | 15,0 |
| 2002 | 2 | 33,3 | 2,5 | 27,1 | 15,2 |
| *NUOVO MERCATO* | | | | | |
| 1999 | 3 | 50,0 | 2,7 | 42,3 | 19,9 |
| 2000 | 14 | 45,2 | 2,9 | 25,6 | 16,4 |
| 2001 | 1 | 20,0 | 1,0 | 5,0 | 3,6 |
| 2002 | -- | -- | -- | -- | -- |

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, quotatesi 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 compagine 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.

La presenza di investitori istituzionali, specializzati nell'assunzione di partecipazioni nel capitale di rischio, nell'azionariato delle neoquotate ha infine riguardato 2 delle 6 società ammesse a quotazione, con un numero medio di investitori pari a 2,5 e una quota media prima dell'offerta pari al 27 per cento, scesa al 15 per cento dopo la quotazione (Tav. II.13).

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

Nel corso del 2002 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 complessivo di circa 6,8 miliardi di euro (Tav. II.14). Si tratta del dato più basso dal 1992, a conferma del fatto che la fase negativa dei mercati finanziari ha colpito non solo il segmento delle ammissioni a quotazione, ma anche le altre tipologie di offerte; inoltre, sul dato ha influito anche il flusso piuttosto ridotto di operazioni di privatizzazione.

TAV. II.14

**COLLOCAMENTO DI AZIONI E OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI DI SOCIETÀ QUOTATE[1]**
(MILIONI DI EURO)

| | EMISSIONI DI NUOVI TITOLI | OFFERTE DI TITOLI GIÀ IN CIRCOLAZIONE | *TOTALE* |
|---|---|---|---|
| 1995 | 4.370 | 3.391 | *7.761* |
| 1996 | 2.306 | 5.612 | *7.918* |
| 1997 | 5.400 | 18.427 | *23.827* |
| 1998 | 8.879 | 11.273 | *20.152* |
| 1999 | 23.171 | 25.795 | *48.966* |
| 2000 | 9.379 | 7.614 | *16.993* |
| 2001 | 10.565 | 4.457 | *15.022* |
| 2002[2] | 4.786 | 2.047 | *6.833* |

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 Ristretto e sul Nuovo Mercato, queste ultime a partire dal 1999. [2] Il dato comprende l'offerta pubblica di quote di un fondo immobiliare chiuso finalizzata all'ammissione a quotazione.

*L'offerta complessiva è costituita, per il 70 per cento (quasi 4,8 miliardi di euro) da emissione di nuovi titoli e per la restante parte da offerte di vendita. Tra i soggetti destinatari delle offerte, la categoria*

*più importante è rappresentata dagli azionisti preesistenti, nell'ambito di offerte in opzione relative ad aumenti di capitale: tramite tale modalità sono state assegnate azioni e obbligazioni convertibili per circa 3,3 miliardi di euro (il 48 per cento dell'ammontare complessivo delle offerte) (Tav. aII.6). Tale dato evidenzia il fatto che le nuove emissioni riguardano essenzialmente aumenti di capitale successivi, mentre la quota riferita a offerte iniziali è piuttosto modesta. La seconda categoria più importante, quali destinatari delle offerte, è costituita dagli investitori istituzionali (2,4 miliardi di controvalore, pari al 34 per cento del totale), mentre al pubblico è stata complessivamente assegnata una quota pari al 10 per cento dell'ammontare complessivo (circa 0,7 miliardi di euro).*

Tra le offerte di vendita destinate a investitori istituzionali vi sono state anche 2 operazioni di cessione, da parte di entità pubbliche, di partecipazioni in società quotate: Fiera di Milano e Telecom Italia. Quest'ultima operazione ha riguardato la cessione della quota residua detenuta dal Ministero dell'Economia, pari al 3,5 per cento del capitale, per un controvalore complessivo di circa 1,4 miliardi di euro (Tav. aII.7). Inoltre, nel corso del primo semestre 2002 è avvenuta l'operazione di cessione della quota residua detenuta dal Ministero dell'Economia in Generali, in conseguenza della fusione per incorporazione di Ina in quest'ultima; il controvalore di questa operazione, avvenuta mediante vendita diretta sul mercato per il tramite di un intermediario finanziario, è stato pari a circa 76 milioni di euro (Tav. aII.8).

Inoltre, 3 offerte pubbliche hanno riguardato titoli obbligazionari emessi da società le cui azioni erano già quotate sul Mta; tra queste, l'offerta in opzione di circa 1,9 miliardi di obbligazioni convertibili del prestito Alitalia era anche finalizzata alla quotazione. Il controvalore complessivo delle 3 operazioni è risultato pari a 1,8 miliardi di euro.

Con riferimento agli aumenti di capitale in opzione ai soci realizzati nel corso del 2002, va segnalato innanzitutto quello posto in essere dalla S.S. Lazio nel mese di luglio, i cui risultati hanno consentito, insieme ad altre operazioni, di ripianare l'eccesso di indebitamento, allineando la percentuale ricavi/indebitamento ai parametri richiesti dalla normativa di settore per l'iscrizione al Campionato di calcio.

Altra operazione rilevante è stata la ricapitalizzazione di Alitalia, conclusa nel mese di agosto.

*Tale aumento di capitale, che prevedeva il collocamento di strumenti finanziari non quotati (prestito obbligazionario convertibile) in aggiunta all'emissione di azioni, è stato deliberato dal Consiglio di Amministrazione della società del 19 giugno 2001, a supporto del piano biennale 2002-2003 elaborato per fronteggiare la crisi conseguente agli eventi dell'11 settembre 2001, a fronte di una situazione congiunturale già negativa del settore e di problematiche di sviluppo interno già presenti. Le risorse finanziarie raccolte, pari a circa 1,4 miliardi di euro, sono state destinate alla riduzione dell'indebitamento e al finanziamento del programma di investimenti contenuto nel citato piano. La struttura dell'offerta prevedeva la facoltà di sottoscrizione congiunta di 1 nuova azione e di 1 nuova obbligazione convertibile al valore nominale (0,37 euro) per ogni azione posseduta.*

*Inoltre, la società Finpart ha deliberato, nel mese di settembre, un aumento di capitale per complessivi 100 milioni di euro, richiedendo ai propri azionisti la sottoscrizione delle nuove azioni a un prezzo superiore a quello di mercato. Il buon fine dell'operazione è stato assicurato dall'intervento del consorzio di garanzia, che ha sottoscritto l'inoptato ricollocando successivamente le azioni a 2 investitori istituzionali.*

Alcune operazioni di aumento di capitale e di fusione avvenute nel 2002, che hanno riguardato 5 società quotate sul Mta, hanno altresì comportato l'ammissione a quotazione di *warrant* gratuiti.

Anche il settore delle operazioni di finanza straordinaria che hanno riguardato fusioni e acquisizioni ha fortemente risentito dell'andamento negativo dei mercati azionari: nel corso del 2002 si è infatti accentuata la riduzione, peraltro già iniziata nel corso dell'anno precedente, del numero di operazioni e dei relativi controvalori: a livello mondiale, sono avvenute 1.617 operazioni, in diminuzione del 18 per cento rispetto al 2001, mentre i controvalori coinvolti hanno subito una riduzione ancora più sensibile, passando da 2.049 a 1.207 miliardi di dollari (meno 41 per cento). A livello di singole aree geografiche, gli Stati Uniti hanno mostrato il maggiore calo: il numero di operazioni si è ridotto del 22 per cento e gli ammontari coinvolti addirittura del 54 per cento, mentre l'Europa ha mostrato una maggiore tenuta, con una diminuzione rispettivamente del 4 e del 13 per cento. In questo quadro, anche il mercato italiano ha subito una forte contrazione: considerando il periodo dal primo trimestre 2001 al primo trimestre 2002, i controvalori coinvolti si sono ridotti del 33 per cento, passando da 93 a circa 63 miliardi di dollari, una diminuzione comunque più contenuta di quella registratasi in Europa nello stesso periodo (meno 48 per cento).

Tra le operazioni di finanza straordinaria di particolare rilievo che hanno comportato fusioni e scissioni, meritano di essere evidenziate quelle che hanno riguardato Bonaparte spa e Risanamento Napoli, Unicredito e le varie banche del gruppo, il gruppo Banca di Roma e il gruppo Bipop-Carire e infine la Banca Popolare di Verona-Banco San Geminiano e San Prospero, la Banca Popolare di Novara e Cmi.

*Nel giugno 2002 Risanamento Napoli spa ha messo a disposizione del pubblico e degli azionisti il documento informativo sulla fusione per incorporazione di Bonaparte spa. L'operazione è stata motivata dalle notevoli complementarietà sul piano delle attività svolte (entrambe le società operano nel settore immobiliare) e dai vantaggi conseguenti alla più ampia patrimonializzazione della società risultante dalla fusione (aumento del flottante e auspicato maggior interesse del mercato).*

*Particolarmente significativa, per il numero di banche coinvolte, è la fusione per incorporazione in UniCredito Italiano spa, con efficacia dal 1° luglio 2002, di Banca Cassa di Risparmio di Torino spa, Cassa di Risparmio di Verona Vicenza Belluno e Ancona Banca spa, Cassamarca Cassa di Risparmio della Marca Trivigiana spa, Cassa di Risparmio di Trento e Rovereto, Cassa di Risparmio di Trieste Banca spa, Rolo Banca 1473 spa, Credit Carimonte spa. Tale operazione si innesta in un più ampio progetto di riorganizzazione delle banche del Gruppo UniCredito in tre nuove banche nazionali specializzate per segmento di mercato (Corporate, Private e Retail).*