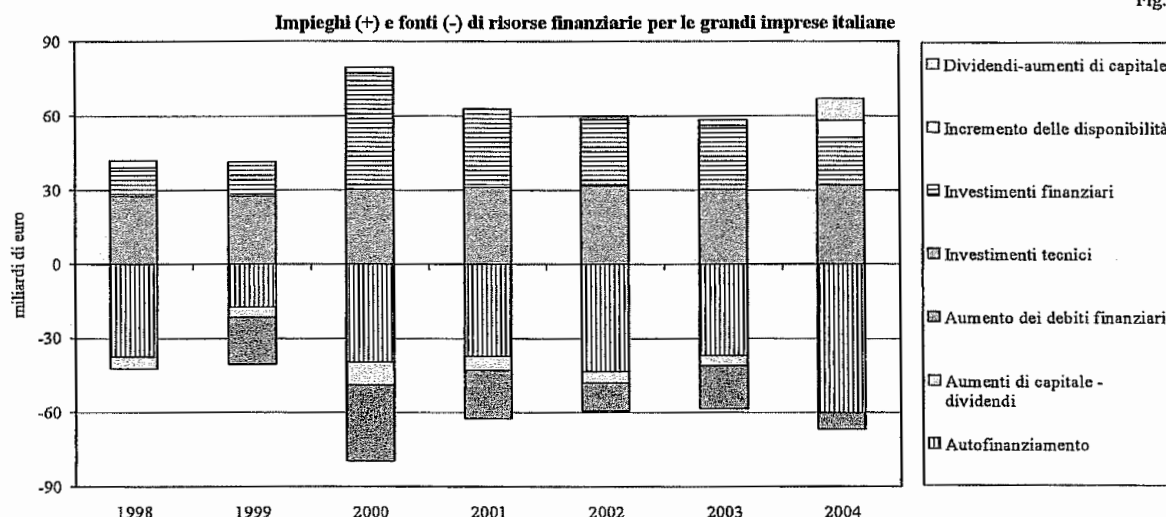


nel periodo 1998-2003 i dividendi abbiano sempre ecceduto gli aumenti di capitale, tale fenomeno ha assunto proporzioni particolarmente significative nel 2004.

Inoltre, mentre gli investimenti in impianti e attrezzature sono rimasti complessivamente stabili, si è registrata una forte contrazione degli investimenti finanziari legati all'attività di acquisizioni e fusioni, che hanno toccato il livello più basso dal 1998 (si veda anche il successivo § 5.).

Quanto alle altre grandi imprese italiane, la dinamica dei flussi finanziari nel 2004 mostra un andamento solo in parte simile a quello dei grandi gruppi quotati. In particolare, per ciò che riguarda i debiti finanziari, si è registrato un rallentamento dell'espansione del debito, piuttosto che una vera e propria riduzione come per i grandi gruppi quotati. Vi è stata, inoltre, una forte ricomposizione dei debiti finanziari: l'esposizione verso le banche si è ridotta di 11,5 miliardi di euro, a fronte di emissioni nette di obbligazioni per 13,6 miliardi di euro. Nei tre anni precedenti l'indebitamento verso le banche era, invece, cresciuto di quasi 5 miliardi di euro (Fig. 7).

Fig. 7



Fonte: elaborazioni su dati Mediobanca, "Dati cumulativi di 2007 imprese italiane", edizione 2005. L'autofinanziamento è al netto degli investimenti in capitale circolante netto. Confronta Note metodologiche.

Si è assistito per la prima volta dal 1998 a un flusso di dividendi superiore agli aumenti di capitale, flusso che ha assorbito risorse per 8,6 miliardi di euro. Si è, inoltre, registrata una riduzione degli investimenti finanziari (sebbene non così marcata come per i grandi gruppi quotati), peraltro in linea con il *trend* iniziato nel 2000.

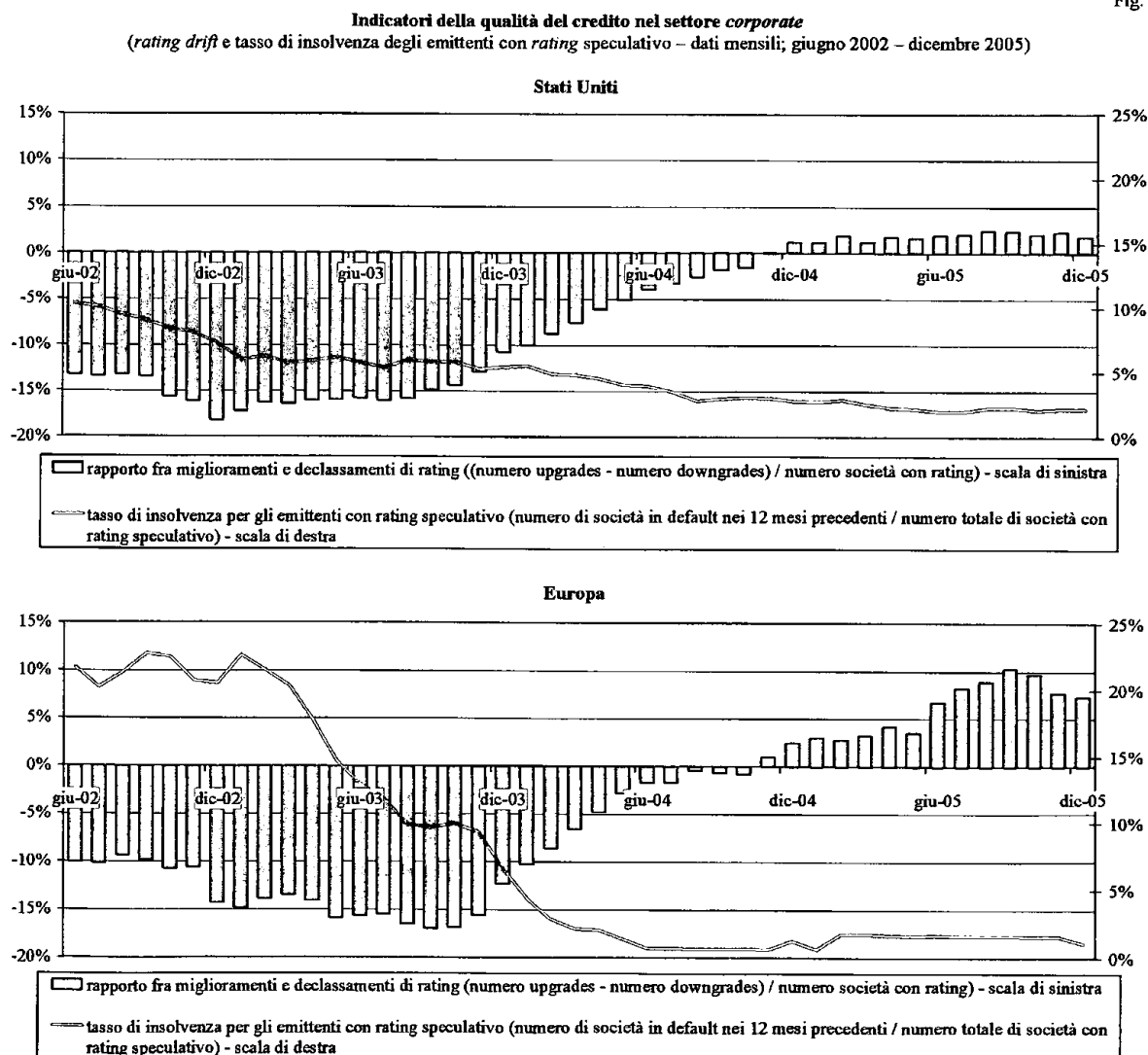
In sintesi, la forte crescita dell'autofinanziamento (legata al recupero di redditività evidenziato nel precedente paragrafo) ha consentito alle grandi imprese di restituire agli azionisti un cospicuo flusso di risorse. Le imprese hanno mantenuto un atteggiamento di sostanziale prudenza, riducendo le acquisizioni e i nuovi investimenti finanziari e accumulando disponibilità liquide.

3. La qualità del credito

Gli indicatori desumibili dai dati sull'attività delle agenzie di *rating* segnalano che il 2005 è stato un anno complessivamente molto positivo per il mercato obbligazionario e per la dinamica del rischio di credito in tutti i principali settori industriali.

Negli Stati Uniti il numero di upgrades è stato lievemente superiore a quello dei downgrades in tutto il 2005 e il tasso di insolvenza degli emittenti con rating speculativo (cioè quelli che hanno una più alta probabilità di insolvenza) a fine 2005 si è attestato attorno al 2,2 per cento (2,8 per cento nel 2004). In Europa il numero di upgrades è stato invece molto più consistente di quello dei downgrades e il tasso di insolvenza per gli emittenti con rating speculativo risulta più basso rispetto agli Stati Uniti, attestandosi all'1,1 per cento (1,3 per cento nel 2004) (Fig. 8).

Fig. 8

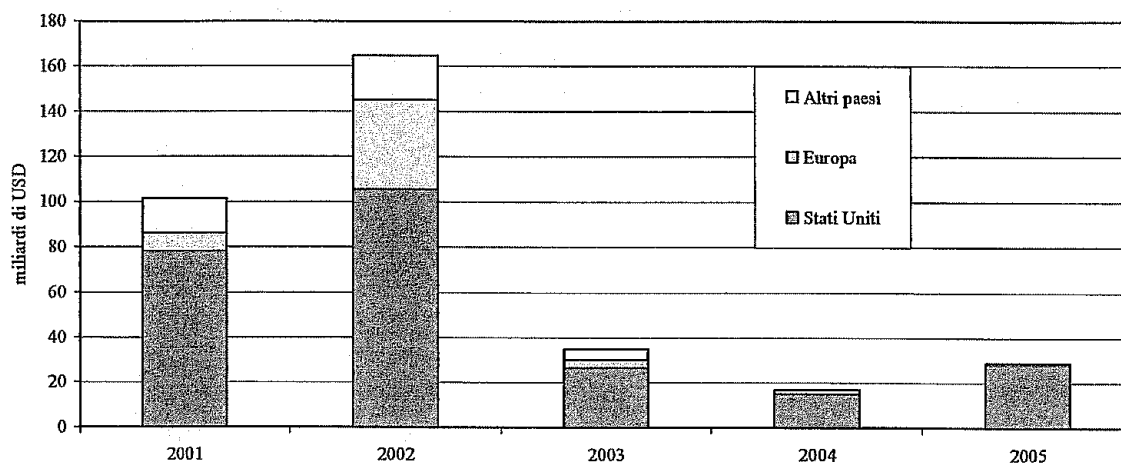


Fonte: Moody's.

Diversi analisti, incluse le stesse agenzie di rating, ritengono, tuttavia, che incomincino a emergere alcuni segnali di inversione del ciclo positivo che si era avviato alla fine del 2004. Ad esempio, secondo i dati pubblicati da Moody's, negli Stati Uniti il valore dei bond dichiarati in default nel 2005 è risultato in rialzo rispetto al 2004 (da 14,8 a 28,4 miliardi di dollari), sebbene il numero di emittenti falliti si sia ridotto (da 36 a 28) (Figg. 9 e 10). Ciò è ascrivibile essenzialmente alla dinamica negativa del settore automobilistico, del trasporto aereo e delle public utility. In Europa non vi sono stati, invece, significativi casi di insolvenza di emittenti obbligazionari (un solo caso ha riguardato una società svedese).

Fig. 9

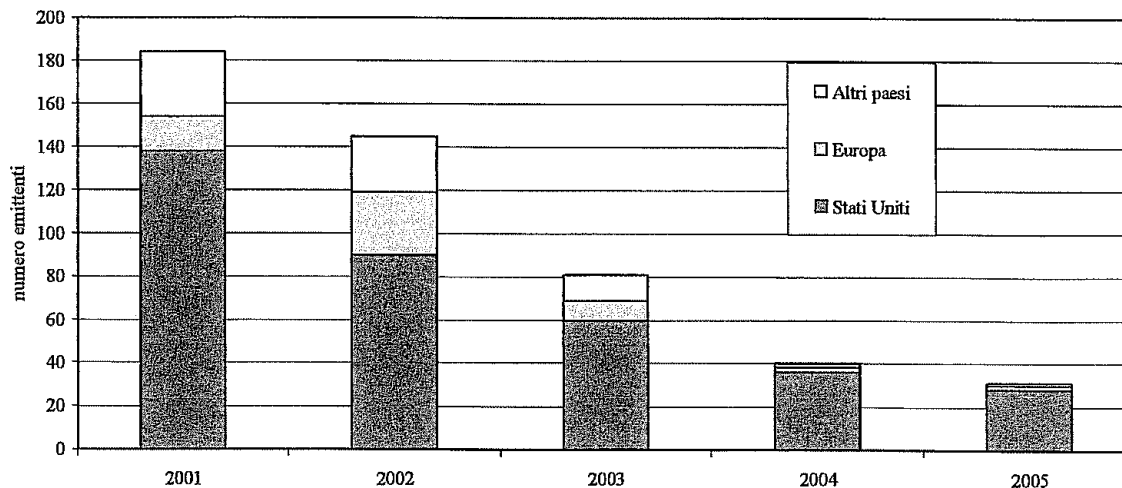
Ammontare dei corporate bond classificati in default per area geografica dell'emittente



Fonte: Moody's.

Fig. 10

Numero di emittenti con obbligazioni classificate in default per area geografica



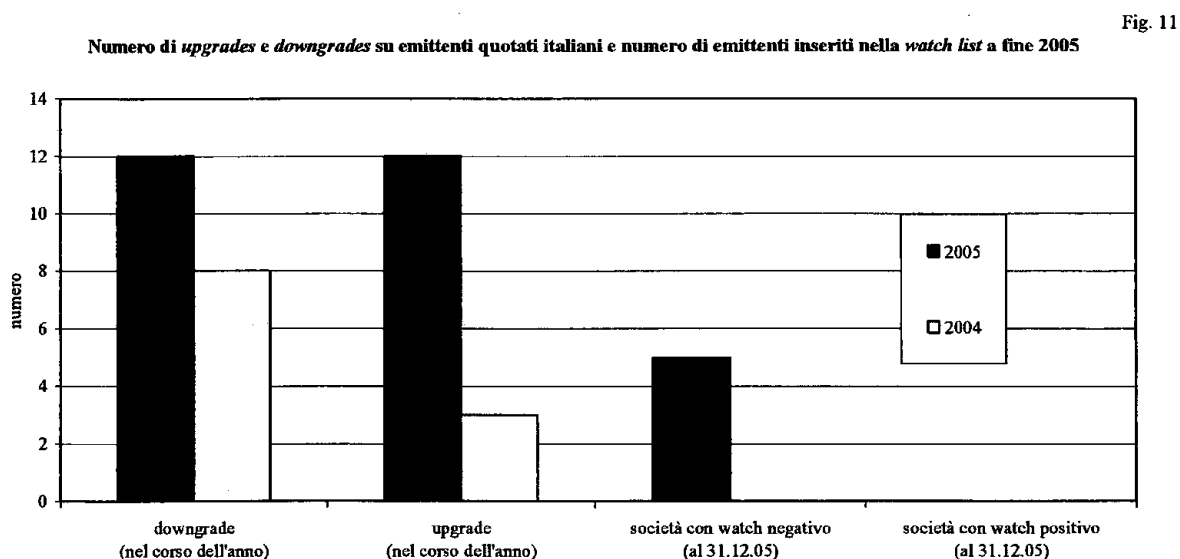
Fonte: Moody's.

Al di là della situazione di crisi di alcuni settori industriali, le preoccupazioni degli analisti sono concentrate essenzialmente sulla possibilità di un brusco rialzo dei tassi di interesse, che potrebbe creare problemi agli emittenti con un maggiore livello di leva finanziaria (soprattutto quelli che hanno effettuato operazioni di acquisizione finanziate con debito), e sulle prospettive ancora incerte della ripresa in Europa, che potrebbe risentire negativamente della quotazione del petrolio.

Passando al mercato italiano, e con riferimento agli emittenti quotati, l'attività delle agenzie di *rating* nel 2005 è stata particolarmente intensa e, per la maggior parte delle società, si è risolta nella conferma del *rating* precedente (32 conferme nel 2005 contro 24 nel 2004).

Per ciò che riguarda le variazioni di *rating*, si sono registrati 12 declassamenti che hanno avuto ad oggetto 7 emittenti quotati (di cui 4 società non finanziarie e 3 banche) e 12 miglioramenti del *rating* (5 banche, 3 società non finanziarie e 2 assicurazioni).

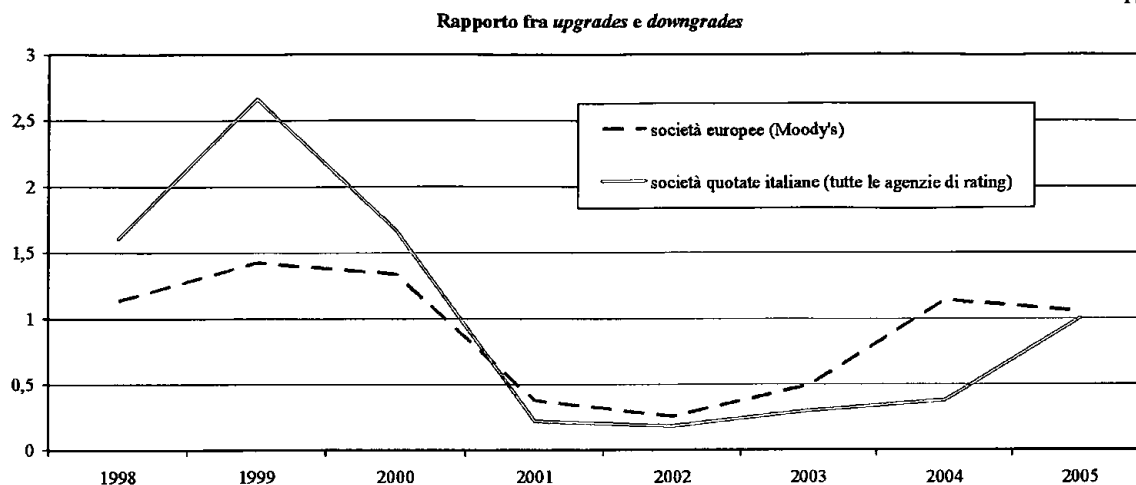
Il rapporto fra numero di miglioramenti e di declassamenti del *rating*, che genericamente indica l'evoluzione della qualità del credito, risulta in aumento rispetto al 2004 (da 0,4 a 1) (Fig. 11).



Fonte: elaborazioni su dati Moody's, Fitch, S&P.

La dinamica del mercato italiano riflette la tendenza che si è registrata a livello europeo, sebbene in Europa sembri più vicino il punto di svolta del ciclo positivo iniziato nel 2004, come già indicato in precedenza (Fig. 12).

Fig. 12



Fonte: elaborazioni su dati Moody's, Fitch, S&P.

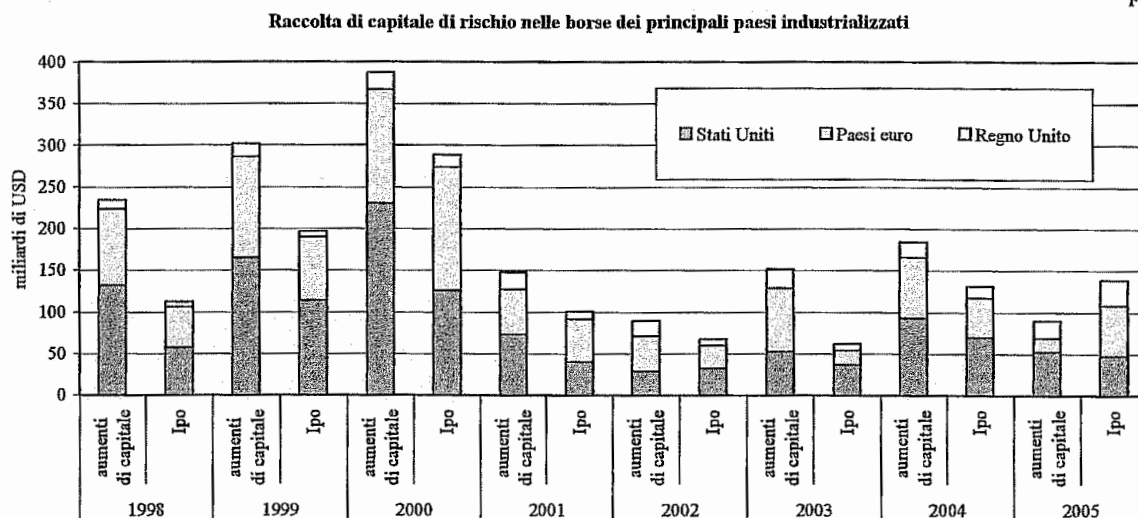
Un indicatore prospettico sull'evoluzione della qualità del credito è rappresentato dal numero di emittenti inclusi nelle liste di sorveglianza (watch list) con implicazioni negative (per i quali è più probabile un downgrade) o positive (per i quali è più probabile un upgrade). Al 31 dicembre 2005 vi erano 5 emittenti quotati italiani inseriti in liste di sorveglianza con implicazioni negative, mentre non ve ne era alcuno inserito in liste con implicazioni positive. È, dunque, probabile che nel 2006 il rapporto fra upgrade e downgrade peggiori rispetto al 2005.

Si sottolinea, tuttavia, che per il mercato italiano la valenza informativa di tali indicatori è ancora parziale, essenzialmente perché sono poche le società quotate che hanno un rating. A fine 2005 il numero di società assistite da rating era pari a 51 (18,5 per cento delle società quotate) che rappresentavano però il 73 per cento della capitalizzazione di borsa. Le società di rating coprono quasi tutto il settore bancario e assicurativo e le maggiori corporate quotate. Rimane ancora sostanzialmente scoperto il segmento delle piccole e medie imprese non finanziarie.

4. La raccolta di capitale di rischio e le quotazioni in borsa

Nel 2005 si è registrata una parziale conferma della tendenza (avviatasi nel 2003) alla ripresa delle operazioni di raccolta di capitale di rischio, sebbene in maniera non omogenea fra le diverse aree geografiche. Negli Stati Uniti, in particolare, si è avuta una sensibile riduzione sia della raccolta di capitale di rischio delle società già quotate sia di quella delle società di nuova quotazione (*Initial Public Offering* - Ipo). Nei paesi dell'area dell'euro si è registrata una marcata riduzione degli aumenti di capitale di società già quotate, mentre le risorse raccolte tramite Ipo sono risultate in forte aumento, così come nel Regno Unito (Fig. 13).

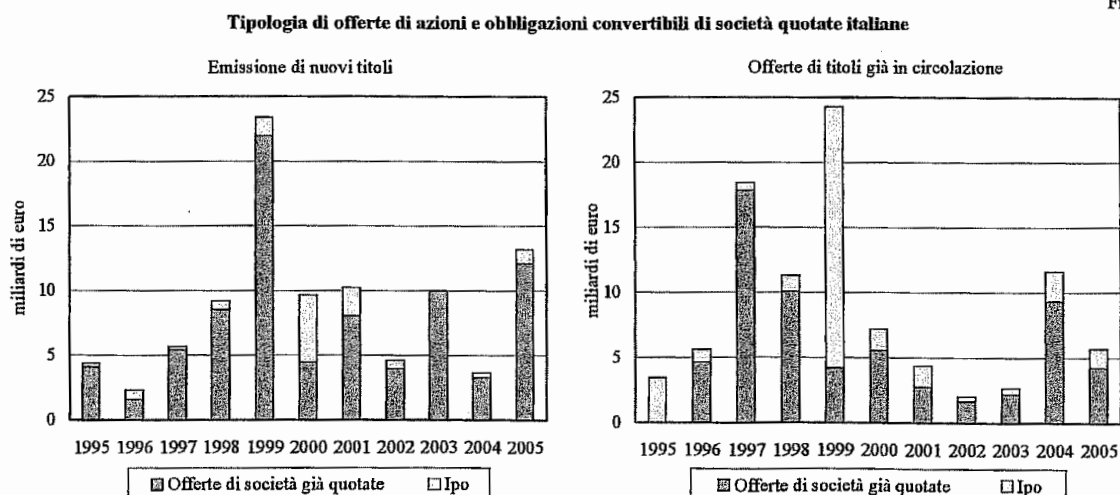
Fig. 13



Fonte: elaborazioni su dati *World Federation of Stock Exchanges*. La voce "Ipo" si riferisce alle risorse raccolte dalle società di nuova quotazione, mentre la voce "aumenti di capitale" si riferisce alle risorse raccolte da società che risultavano già quotate nell'anno di riferimento. I dati USA si riferiscono alle società quotate al NYSE e al NASDAQ.

In Italia si è assistito a una ripresa della raccolta di capitale di rischio rispetto al livello storicamente molto basso del 2004. Nel 2005 le emissioni di nuovi titoli azionari hanno consentito una raccolta di 13,2 miliardi di euro, contro i 3,6 miliardi del 2004, in larga misura ascrivibile ad aumenti di capitale di società già quotate (12,1 miliardi di euro). Le offerte di titoli già in circolazione (offerte pubbliche di vendita - Opv) si sono, invece, ridotte rispetto al 2004 e riflettono quasi interamente il collocamento della quarta *tranche* di azioni Enel per oltre 4 miliardi di euro (Fig. 14); tale collocamento rappresenta sostanzialmente l'unica operazione di privatizzazione effettuata nel 2005 (Appendice, Tavv. A.1 e A.2).

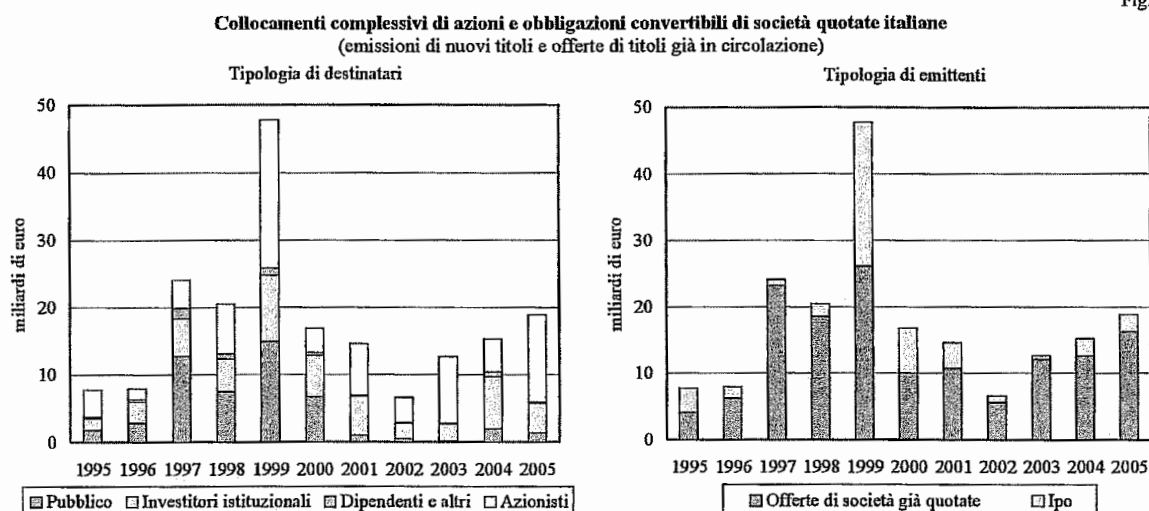
Fig. 14



Fonte: fino al 1998 Consob; dal 1999 Borsa Italiana.

Considerando sia la raccolta di mezzi freschi sia le offerte di titoli già in circolazione, il volume delle Ipo nel 2005 risulta sostanzialmente allineato a quello del 2004 (2,6 miliardi di euro). Il biennio 2004-2005 si caratterizza dunque come un periodo di relativa stabilizzazione del mercato, dopo la fase negativa che aveva interessato gli anni 2002-2003, riflettendo sostanzialmente il *trend* emerso a livello internazionale (Fig. 15).

Fig. 15



Fonte: fino al 1998 Consob; dal 1999 Borsa Italiana.

Nel 2005 sono entrate in borsa 15 nuove società (valore più alto dei precedenti tre anni) che, sulla base del patrimonio *ante* offerta, capitalizzavano complessivamente 5,9 miliardi di euro; la capitalizzazione media *ante* offerta è, dunque, pari a circa 390 milioni di euro, contro i 670 milioni di euro circa del 2004 (Tav. 1).

Tav. 1

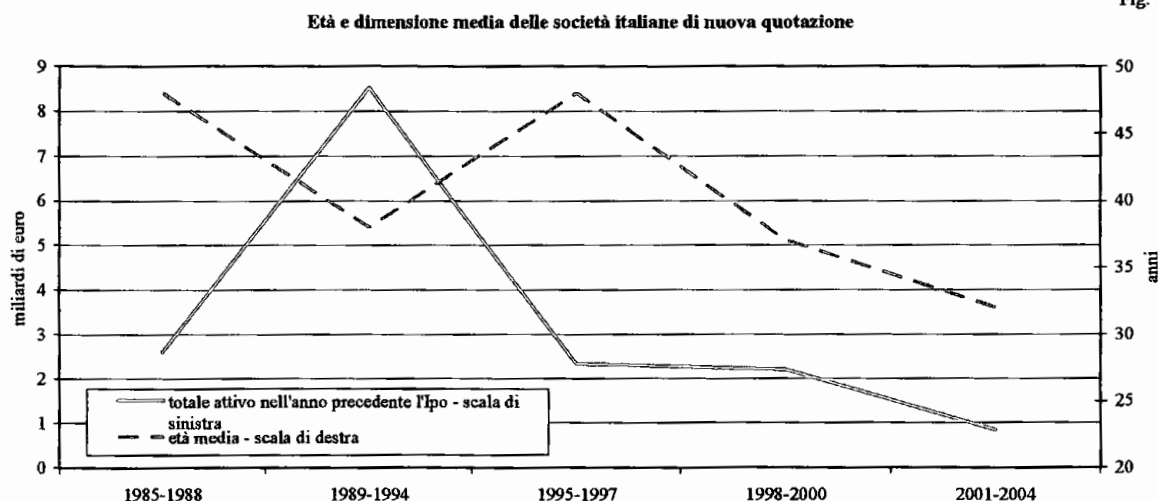
Offerte finalizzate all'ammissione a quotazione di titoli azionari da parte di società italiane
(valori monetari in milioni di euro)

	Numero società	Capitalizzazione ante offerta ¹	Controvalore offerta			Peso sulla capitalizzazione post offerta ²
			Sottoscrizione	Vendita	Totale	
1995	11	22.675	274	3.396	3.670	33,1
1996	12	5.550	721	945	1.666	26,6
1997	10	2.126	227	606	833	35,4
1998	16	3.844	614	1.231	1.845	41,7
1999	27	65.788	1.414	21.606	23.020	33,2
2000	44	28.308	4.970	1.933	6.903	20,7
2001	18	8.193	2.199	1.736	3.935	35,2
2002	6	2.504	638	424	1.062	33,8
2003	4	1.340	67	483	550	39,1
2004	8	5.406	351	2.300	2.651	39,7
2005	15	5.874	1.088	1.608	2.696	34,5

Fonte: Consob. Confronta 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 non comprendono Eni nel 1995, Enel nel 1999, Snam Rete Gas nel 2001 e Terna nel 2004.

Le caratteristiche delle imprese di nuova quotazione confermano il trend, ormai in atto da diversi anni, che vede l'ingresso in borsa di società sempre più piccole e giovani. L'età media delle società entrate in borsa nel 2005 è pari a circa 28 anni (escludendo la ri-quotazione di Toro Assicurazioni), valore più basso dell'età media delle imprese che si sono quotate nel triennio 2001-2004 (pari a circa 32 anni) e di quelle che si sono quotate negli anni novanta (pari a circa 41 anni) (Fig. 16).

Fig. 16



Fonte: Borsa Italiana. Confronta Note metodologiche.

Nel 40 per cento delle società di nuova quotazione erano presenti nell'azionariato investitori istituzionali (in particolare fondi chiusi specializzati in investimenti di private equity), con una quota media ante offerta pari a circa il 20 per cento del capitale, ridottasi a poco più del 4 per cento dopo il collocamento (Tav. 2).

Tav. 2

Investitori istituzionali nell'azionariato delle società neoquotate italiane¹

	Società		Numero investitori istituzionali ⁴	Quota ante offerta ⁵	Quota post offerta ⁶
	Numero ²	Quota sul totale ³			
1995	6	54,5	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	25,0	4,3	48,3	18,9
1999	9	33,3	2,0	27,5	10,2
2000	18	40,9	2,7	25,9	16,2
2001	6	33,3	1,5	28,0	13,1
2002	2	33,3	2,5	27,1	15,2
2003	3	75,0	2,0	22,0	10,1
2004	4	50,0	2,3	28,5	9,5
2005	6	40,0	3,2	20,6	4,1

Fonte: Consob. Confronta 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 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.

Le caratteristiche degli assetti proprietari delle società di nuova quotazione hanno mostrato alcuni mutamenti rispetto a quanto emerso negli anni precedenti. L'azionista di controllo possiede in media il 73 per cento della società prima della quotazione (valore che risulta sensibilmente inferiore alla media dei dieci anni precedenti), quota che dopo l'Ipo si diluisce in media al 49 per cento (valore pure nettamente più basso della media dei precedenti anni). Infatti, in quasi il 50 per cento delle Ipo del 2005 la quota post-Ipo dell'azionista di controllo risulta inferiore al 50 per cento (Appendice, Tav. A.3).

I titoli delle società di nuova quotazione sono stati allocati per quasi il 50 per cento presso investitori esteri, così come accaduto nel 2004; il rapporto domanda/offerta, sia nel collocamento pubblico che in quello istituzionale, è risultato il più alto degli ultimi cinque anni, a conferma della fase positiva che ha interessato i mercati azionari (si veda il successivo Capitolo II) (Tav. 3).

Tav. 3

Società ammesse a quotazione: esiti delle offerte¹

	Quota assegnata				Rapporto domanda/offerta ²	
	Pubblico	Investitori istituzionali italiani	Investitori istituzionali esteri	Altri soggetti ³	Offerta pubblica	Offerta istituzionale
1995	42,3	16,3	41,4	—	3,2	6,8
1996	40,5	24,3	35,2	—	6,3	9,4
1997	31,4	24,5	44,1	—	10,8	12,2
1998	44,4	27,3	28,3	—	7,7	13,9
1999	43,7	24,1	32,3	..	12,6	10,2
2000 ⁴	35,0	26,0	37,6	1,3	18,5	10,2
2001	28,7	37,8	33,0	0,5	1,2	2,2
2002	27,7	50,4	20,3	1,6	1,1	1,1
2003 ⁵	39,8	45,0	14,5	0,6	1,8	1,6
2004	20,9	26,2	52,9	..	2,0	3,1
2005	24,7	26,7	47,0	1,6	3,8	3,9

Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche. ¹ Medie ponderate per il valore delle offerte; valori in percentuale. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. I dati non comprendono Eni nel 1995, Enel nel 1999, Snam Rete Gas nel 2001 e Terna nel 2004. ² Le medie del rapporto domanda/offerta sono calcolate con riferimento alle sole offerte in cui sono noti sia i dati della parte pubblica che quelli della parte istituzionale. ³ Si tratta di soggetti nominativamente indicati ai quali viene riservato un certo ammontare di azioni. ⁴ La rimanente quota (0,1 per cento) è stata acquistata dal Consorzio di Garanzia per l'offerta pubblica, nell'ambito del collocamento delle azioni Cairo Communication. ⁵ La rimanente quota (0,1 per cento) è stata acquistata dal Consorzio di Garanzia per l'offerta pubblica, nell'ambito del collocamento delle azioni Trevisan.

Così come negli anni precedenti, si confermano i legami esistenti in molti casi fra le società di nuova quotazione e gli intermediari collocatori o lo sponsor. Quasi la metà delle società di nuova quotazione aveva rapporti creditizi con lo sponsor o gli intermediari collocatori e la quota dei crediti concessi da tali soggetti era pari in media a quasi un quarto dei debiti finanziari totali delle imprese di nuova quotazione. Più deboli risultano invece i legami di natura partecipativa (Tav. 4).

Tav. 4

Rapporti creditizi e partecipativi fra società italiane ammesse a quotazione e intermediari collocatori¹

Società con rapporti creditizi con sponsor o soggetti collocatori				Società con rapporti partecipativi con sponsor o soggetti collocatori		
	Numero società	Quota sul totale delle ammissioni a quotazione ²	Quota media dei finanziamenti concessi da sponsor o soggetti collocatori ³		Quota sul totale delle ammissioni a quotazione ²	Quota media della partecipazione di sponsor o soggetti collocatori ⁴
2000	23	52,3	27,2	11	25,0	18,1
2001	10	55,6	27,8	2	11,1	19,8
2002	3	50,0	46,1	1	16,7	28,3
2003	4	100,0	13,9	1	25,0	..
2004	4	50,0	47,2	2	25,0	10,8
2005	7	46,7	24,0	2	13,3	7,3

Fonte: elaborazioni su dati delle attestazioni di *sponsor* e collocatori. Confronta Note metodologiche. ¹ Si fa riferimento ai rapporti creditizi e partecipativi esistenti tra le società ammesse a quotazione (in Borsa - Mta e Mtax e sul Mercato Expandi) 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.

5. Le operazioni di acquisizione e fusione

Nel corso del 2005 è proseguito a livello mondiale il *trend* di ripresa delle operazioni di acquisizioni e fusioni (*mergers and acquisitions* - M&A) che già si era registrato nell'anno precedente, grazie soprattutto all'andamento favorevole del ciclo borsistico e a un quadro congiunturale che ha mostrato alcuni segnali di ripresa (Fig. 17).

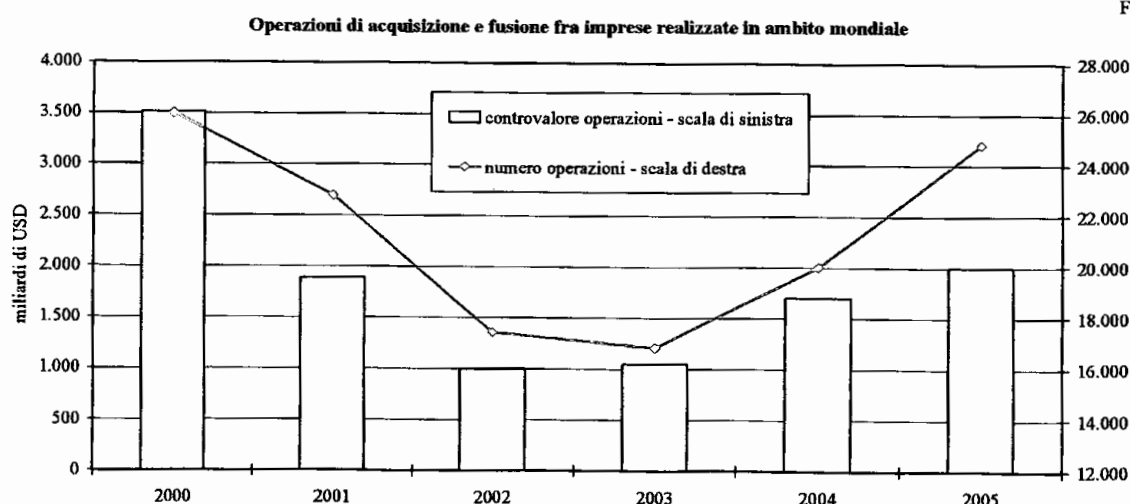
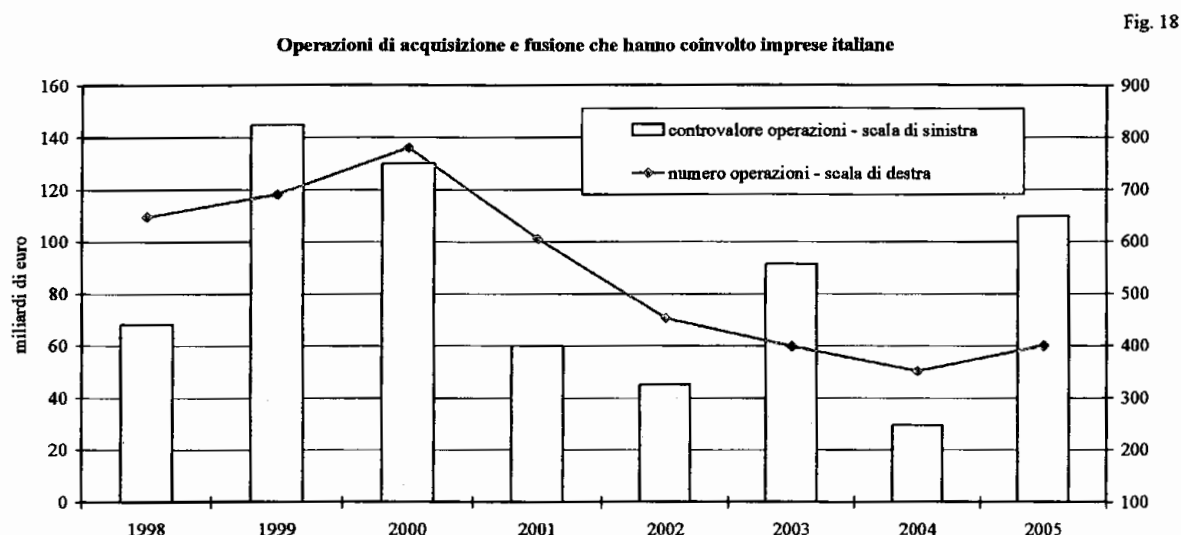


Fig. 17

Fonte: KPMG Corporate Finance.

In Italia si è registrata una marcata inversione di tendenza con un volume di operazioni nel 2005 largamente superiore alla media dei quattro anni precedenti (Fig. 18).



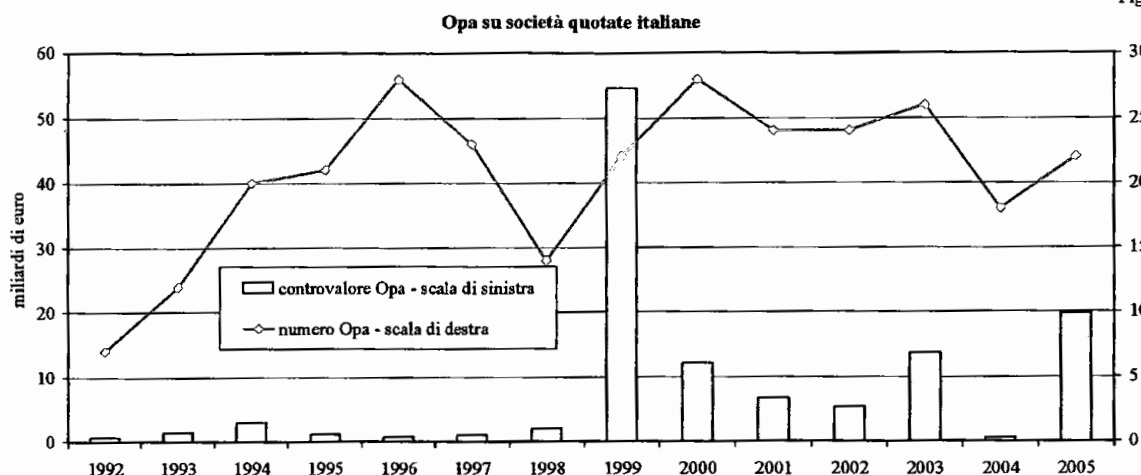
Fonte: KPMG Corporate Finance.

Il mercato italiano ha fatto registrare alcune grandi operazioni che hanno coinvolto i maggiori gruppi quotati e che hanno portato il volume complessivo delle operazioni 2005 a oltre 100 miliardi di euro. Le operazioni Telecom-Tim e Unicredit-HVB sono risultate fra le prime 10 operazioni di M&A a livello mondiale nel 2005. Si segnalano anche le operazioni Wind-Weather Investments e Aem/Edf-Italenergia Bis.

Risulta in ripresa anche l'attività di acquisizioni all'estero da parte di imprese italiane (60 operazioni nel 2005 contro le 32 del 2004, dato quest'ultimo che rappresentava il valore più basso dal 1998). Rimane, inoltre, importante il ruolo dei fondi di private equity che hanno concluso oltre il 15 per cento delle operazioni registrate in Italia nel 2005 (contro il 10 per cento circa nel 2004).

Nel 2005 il controvalore complessivo delle offerte pubbliche di acquisto e/o scambio (Opa) su titoli di società quotate italiane (pari a circa 20 miliardi di euro) è stato il più alto riscontrato negli ultimi tredici anni, dopo quello realizzato nel 1999 (pari a circa 55 miliardi di euro per effetto dell'Opa su Telecom Italia), riflettendo le migliorate prospettive del mercato delle operazioni di M&A emerse sia in ambito domestico che internazionale (Fig. 19; Appendice, Tav. A.4).

Fig. 19



Fonte: Consob.

L'offerta promossa da Telecom Italia sulle azioni ordinarie Telecom Italia Mobile (Tim) ha rappresentato, da sola, il 70 per cento circa del controvalore totale delle Opa realizzate nel 2005. La promozione dell'offerta si colloca nel contesto di un ampio programma di riorganizzazione del gruppo finalizzato alla fusione per incorporazione di Tim in Telecom Italia.

Nel corso del 2005 hanno avuto luogo 13 operazioni di passaggio di controllo relative a società quotate (10 nel 2004) per un controvalore pari a circa 3 miliardi di euro (circa 293 milioni di euro del 2004). Similmente a quanto accaduto nel 2004, tutti i mutamenti del controllo avvenuti nel 2005 si sono realizzati tramite cessione di pacchetto di controllo, cui ha fatto seguito l'Opa successiva obbligatoria.

Il 77 per cento circa del controvalore delle Opa successive eseguite nel 2005 è riferibile all'offerta lanciata da Transalpina Energia sulle azioni ordinarie Edison (il cui controvalore è stato pari a circa 2,3 miliardi di euro).

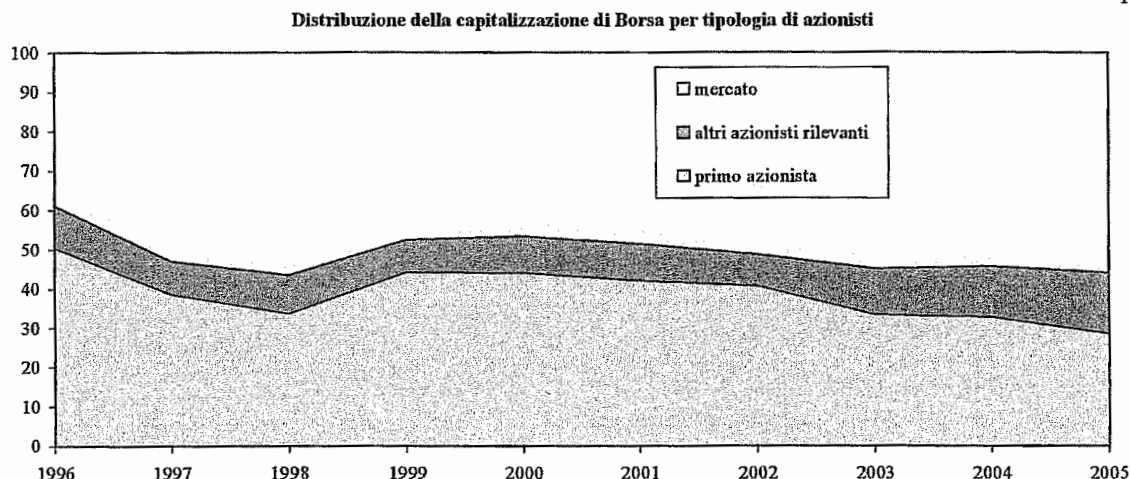
Considerando tutte le cessioni di pacchetti di controllo di società quotate nel periodo 2000-2005, si osserva che in media la differenza fra il prezzo dell'Opa successiva e il prezzo di mercato delle azioni alla data in cui è avvenuta la cessione del pacchetto di controllo è stata pari al 5,5 per cento; mentre in media la differenza fra il prezzo di cessione del pacchetto di controllo e il prezzo di mercato (alla stessa data) è stata pari al 7,5 per cento (Appendice, Tav. A.5). Si può, quindi, stimare che il meccanismo di determinazione del prezzo dell'Opa, calcolato sulla base della disciplina del Tuf, ha determinato in media una riduzione del premio di controllo riconosciuto agli azionisti di minoranza di 2 punti percentuali rispetto a quanto sarebbe avvenuto in applicazione della previgente disciplina (legge 149/1992).

6. Gli assetti proprietari e gli organi societari

Nel corso del 2005 gli assetti proprietari delle società quotate hanno subito alcune variazioni di rilievo, collegate a operazioni di riassetto societario oltre che all'unica rilevante operazione di privatizzazione realizzata nell'anno (cessione di un ulteriore 9,4 per cento dell'Enel).

Si è assistito a una marcata diluizione della quota media del primo azionista e a un aumento delle quote degli altri azionisti rilevanti. In particolare, rispetto al 2004, la quota media del primo azionista è scesa dal 32,7 al 28,6 per cento, mentre quella degli altri azionisti rilevanti è cresciuta dal 13 al 15,5 per cento (Fig. 20; Appendice, Tav. A.6).

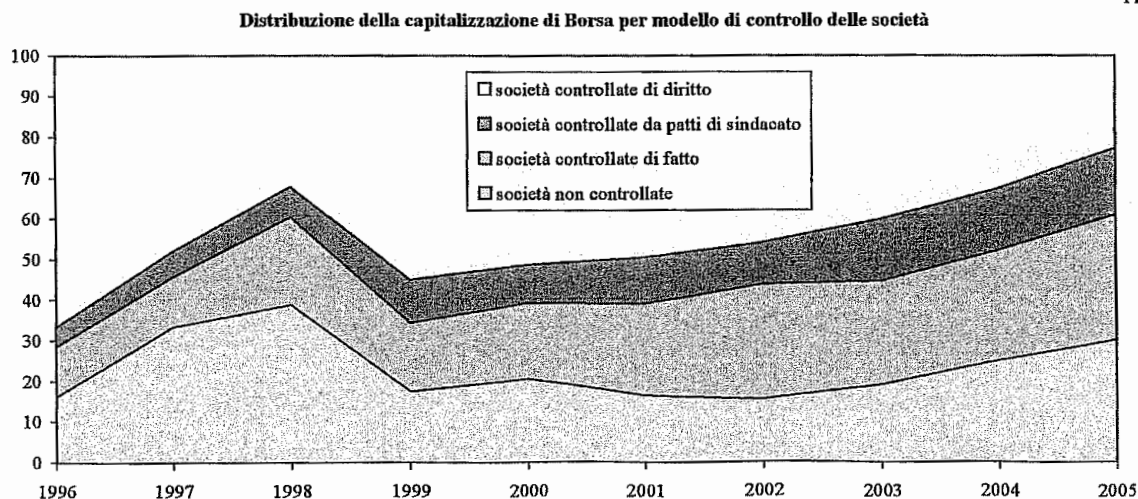
Fig. 20



Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche. La capitalizzazione è riferita esclusivamente al capitale ordinario delle società quotate sul mercato Borsa/Mta gestito da Borsa Italiana Spa.

Nello stesso tempo si è ridotto fortemente il peso delle società controllate di diritto, mentre è aumentato il peso delle società non controllate o controllate di fatto. Rispetto al 2004, le società controllate di diritto si sono ridotte di 10 unità (da 134 a 124) e il loro peso sulla capitalizzazione di borsa è sceso di circa 10 punti percentuali (dal 32,7 al 22,8 per cento). Viceversa, il peso delle società non controllate è salito dal 25 al 30 per cento (Fig. 21; Appendice, Tav. A.7).

Fig. 21



Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche. La capitalizzazione è riferita esclusivamente al capitale ordinario delle società quotate sul mercato Borsa/Mta gestito da Borsa Italiana Spa.

I dati sulla distribuzione delle partecipazioni rilevanti (cioè superiori al 2 per cento del capitale votante) per tipologia di soggetto detentore confermano i trend prima delineati. Rispetto al 2004, si è assistito a una marcata riduzione delle quote rilevanti possedute da società di capitali (dal 13,7 al 9,6 per cento) e di quelle detenute dal settore pubblico (dal 10,7 al 9,6 per cento), mentre sono aumentate le partecipazioni detenute da società finanziarie (banche e assicurazioni) e dalla fondazioni (Appendice, Tav. A.8).

La distribuzione delle partecipazioni rilevanti è tuttavia molto diversa a seconda del settore in cui operano le società partecipate. Nel settore finanziario sono prevalenti le partecipazioni dei soggetti esteri, delle banche e delle fondazioni bancarie, mentre nei settori non finanziari sono prevalenti le partecipazioni pubbliche e delle società di capitali non finanziarie (Tav. 5).

Tav. 5

Partecipazioni rilevanti nelle società italiane quotate in Borsa¹

	2004			2005		
	Settore delle società partecipate			Settore delle società partecipate		
	Finanziario	Industriale	Servizi	Finanziario	Industriale	Servizi
Soggetti dichiaranti						
Soggetti esteri	11,3	7,3	1,7	13,6	4,3	4,1
Assicurazioni	3,0	0,6	0,2	2,5	0,4	1,4
Banche	8,6	0,1	0,1	8,0	1,5	0,2
Fondazioni	8,1	--	0,1	8,0	--	0,1
Investitori istituzionali	0,1	0,1	0,1	--	0,1	0,2
Società di capitali	6,9	12,3	24,9	7,6	11,3	12,3
Stato e enti locali	0,9	14,8	20,0	0,8	15,8	23,1
Persone fisiche	4,1	7,6	5,9	3,6	8,7	6,8
<i>Totale</i>	<i>43,0</i>	<i>42,7</i>	<i>52,9</i>	<i>44,2</i>	<i>42,1</i>	<i>48,2</i>
Numero società	76	97	46	80	96	44
Peso²	39,9	32,2	27,9	49,5	33,5	17,0

Fonte: archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Confronta Note metodologiche. ¹ Partecipazioni superiori al 2 per cento del capitale votante. Rapporto in percentuale tra valore di mercato delle partecipazioni controllate sul capitale ordinario e capitalizzazione del capitale ordinario di tutte le società quotate in Borsa. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² Peso della capitalizzazione del capitale ordinario delle società del settore sul totale della capitalizzazione del capitale ordinario di Borsa.

Nel confronto internazionale, e considerando anche le quote inferiori al 2 per cento, la distribuzione dei possessori azionari per tipologia di soggetto detentore evidenzia marcate diversità rispetto a quella che si osserva nei principali paesi europei (Riquadro 1).

Riquadro 1

Confronti internazionali nella distribuzione dei possessori azionari

Il rapporto della Federazione Europea delle Borse Valori, *Share Ownership structure in Europe*, 2004, fornisce un quadro di confronto delle società quotate nelle borse dei paesi europei a fine 2003 sulla base della tipologia dei soggetti detentori di partecipazioni azionarie (soggetti classificati in: famiglie, investitori esteri, imprese private non finanziarie, settore pubblico e imprese private finanziarie, queste ultime comprensive di compagnie di assicurazione, banche, fondi pensione e società di gestione del risparmio).

Distribuzione della capitalizzazione di borsa per settori istituzionali
(valori percentuali)

		1998	2000	2003	Var. 1998-2003
Famiglie	Italia	24,6	28,1	26,6	+2,0
	Germania	15,7	15,6	14,1	-1,6
	Regno Unito	16,7	16,0	14,9	-1,8
	Francia	11,0	8,9	8,5	-2,5
	Media UE			16,0	
Investitori istituzionali, banche e assicurazioni	Italia	15,0	13,1	10,6	-4,4
	Germania	15,4	9,6	9,5	-5,9
	Regno Unito	52,5	47,3	48,7	-3,5
	Francia	19,0	16,6	17,4	-1,6
	Media UE			25,0	
Settore pubblico	Italia	8,9	9,8	10,2	+1,3
	Germania	9,0	6,4	5,8	-3,2
	Regno Unito	0,1	0,1	0,0	-0,1
	Francia	8,0	6,2	4,5	-3,5
	Media UE			4,0	
Investitori esteri	Italia	19,6	15,7	14,4	-5,2
	Germania	15,9	19,9	17,5	1,6
	Regno Unito	27,6	32,4	32,3	4,7
	Francia	33,0	37,4	34,8	1,8
	Media UE			29,0	

Fonte: Share Ownership Structure in Europe 2004, FESE.

I dati mostrano alcune peculiarità del mercato italiano. In primo luogo, in Italia le famiglie possiedono una quota della capitalizzazione di borsa particolarmente elevata se confrontata con gli altri paesi europei; inoltre, mentre nei principali paesi europei, nel periodo 1998-2003, la quota delle famiglie si è ridotta, in Italia è aumentata di circa il 2 per cento. Questo fenomeno è probabilmente in parte legato alla scarsa propensione delle famiglie italiane ad affidarsi a forme di risparmio gestito. Anche la quota del settore pubblico è più elevata rispetto alla media degli altri Stati europei e, a differenza di quanto avvenuto in questi ultimi, è aumentata negli anni 1998-2003.

La quota del settore finanziario (banche, assicurazioni e investitori istituzionali) risulta più bassa rispetto alla media UE. Inoltre, negli anni 1998-2003, tale quota si è ridotta in misura più consistente rispetto ai principali paesi europei (l'unica eccezione è rappresentata dalla Germania).

Infine, altra peculiarità del mercato italiano è rappresentata dallo scarso peso degli investitori esteri; la quota della capitalizzazione di borsa detenuta dai soggetti esteri è largamente inferiore rispetto a quella che si osserva nei principali paesi europei. Tale quota risulta, inoltre, diminuita negli anni 1998-2003, a differenza di quanto si è verificato in Germania, Regno Unito e Francia.

Tuttavia, tenendo conto delle sole partecipazioni rilevanti detenute da soggetti esteri, il quadro assume contorni in parte diversi. Per effettuare un confronto omogeneo con Francia e Germania, è necessario esaminare le partecipazioni superiori al 5 per cento dei diritti di voto, poiché questa è la soglia di *disclosure* adottata da tali paesi (contro il 2 per cento in Italia e il 3 per cento in Regno Unito).

Applicando, dunque, la soglia del 5 per cento, i dati al 2004 per le prime 20 società quotate evidenziano un grado di "apertura" agli investimenti esteri notevolmente più basso rispetto a quanto emerge dai dati del rapporto FESE. L'Italia, tuttavia, è il paese in cui gli investitori esteri hanno il peso maggiore. Infatti, le partecipazioni azionarie di soggetti esteri superiori al 5 per cento nelle prime 20 società quotate rappresentano il 3,4 per cento della loro capitalizzazione; lo stesso dato è pari al 2,5 per cento per Francia e Regno Unito, e all'1 per cento per la Germania. Nel Regno Unito, inoltre, il 70 per cento delle partecipazioni estere è detenuto da fondi di investimento, mentre in Italia e in Francia le partecipazioni estere sembrano avere una natura più "strategica" o industriale. Questi dati potrebbero indicare che i soggetti esteri sono disposti a investire nelle società italiane – in proporzioni simili o superiori rispetto a quanto fanno in altri paesi – solo quando possono detenere quote significative dei diritti di voto (la media dei diritti di voto dei soggetti esteri in Italia è, infatti, pari al 17,5 per cento, contro l'11 per cento nel Regno Unito, il 10,7 per cento in Francia, l'8,9 per cento in Germania).

Partecipazioni azionarie superiori al 5 per cento di investitori esteri
nelle prime 20 società quotate in Italia, Regno Unito, Francia e Germania
(dati 2004)

	Italia	Regno Unito	Francia	Germania
N. società con investitori esteri	6	7	7	4
<i>peso sul campione (prime 20 società quotate)¹</i>	30	35	35	20
N. di investitori esteri	7	2	7	3
<i>di cui società di gestione del risparmio</i>	--	1	--	1
Valore delle partecipazioni estere a fine 2004 (mln euro ²)	13.082	27.393	16.434	5.099
<i>di cui società di gestione del risparmio</i>	--	19.495	--	1.666
Peso sulla capitalizzazione del campione ²	3,4	2,5	2,5	1,0
Peso sulla capitalizzazione di borsa ¹	2,3	1,3	1,4	0,6
Media dei diritti di voto degli investitori esteri ¹	17,5	11,0	10,7	8,9

Fonte: elaborazioni su bilanci societari e dati delle autorità di vigilanza. ¹ Valori percentuali. ² Per il Regno Unito il controvalore è basato sul cambio a fine 2004.