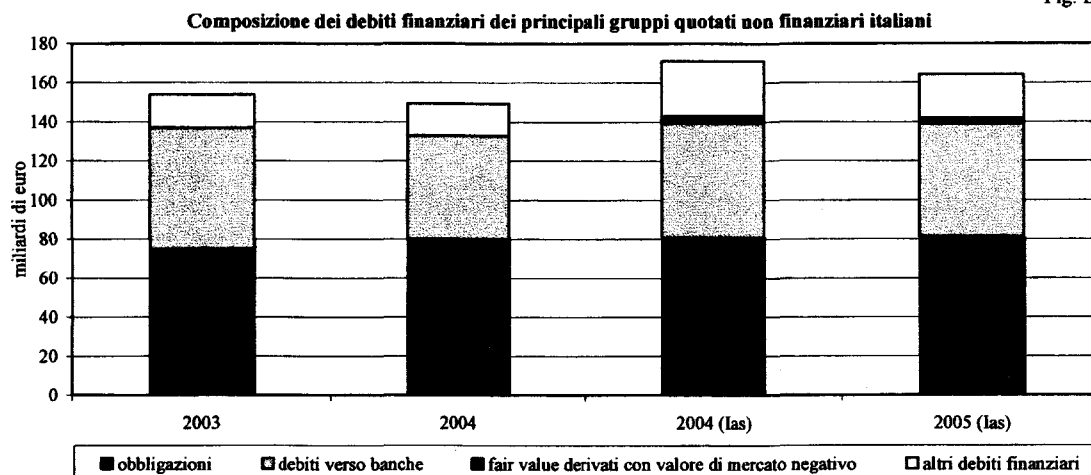


Fig. B1.4



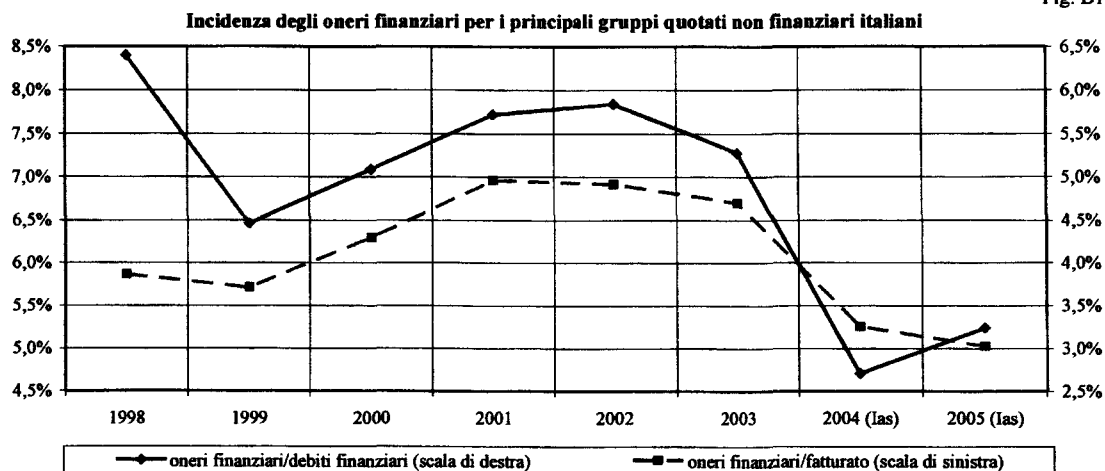
Fonte: elaborazione su bilanci consolidati. Confronta Note metodologiche.

*Ancorché vi sia una chiara tendenza alla riduzione dell'indebitamento bancario, un'analisi condotta da Mediobanca sui bilanci 2004 delle grandi multinazionali segnala che i grandi gruppi quotati italiani presentano un'esposizione verso il sistema bancario che rimane nettamente superiore rispetto a quella dei grandi gruppi dei principali paesi europei.*

Sebbene il valore di mercato dei derivati iscritti in bilancio sia modesto (in particolare, quelli con valore di mercato negativo pesavano per il 2% del totale dei debiti finanziari a fine 2005), l'utilizzo dei derivati ha assunto ormai un ruolo di rilievo nella gestione finanziaria dei gruppi quotati (Riquadro 1).

Nonostante la riduzione dell'indebitamento, nel 2005 si è registrata una sensibile crescita del rapporto fra oneri finanziari e debiti finanziari (dal 4,7 al 5,2%), mentre l'incidenza degli oneri finanziari sul fatturato si è lievemente ridotta (dal 3,2 al 3%) (Fig. B1.5).

Fig. B1.5



Fonte: elaborazioni su bilanci riclassificati R&S. Confronta Note metodologiche.

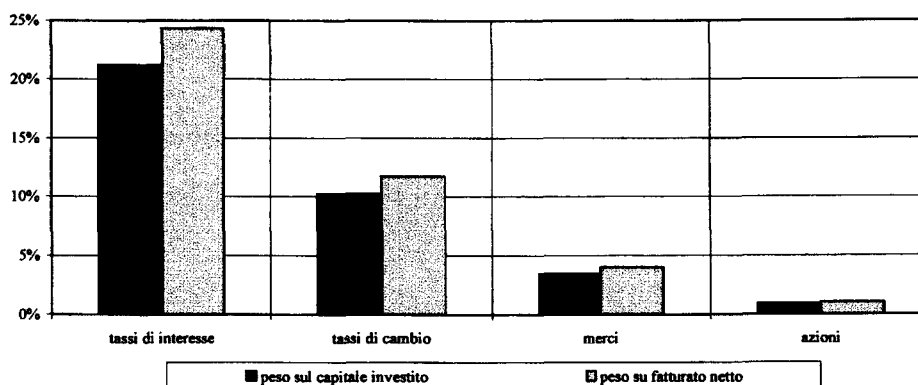
*Riquadro 1***Utilizzo degli strumenti derivati da parte delle principali società italiane non finanziarie quotate in borsa**

Con l'entrata in vigore degli Ias/Ifrs i bilanci 2005 presentano per la prima volta informazioni analitiche sugli strumenti finanziari derivati e ne evidenziano un utilizzo molto diffuso fra le società quotate non finanziarie (circa il 92% delle imprese ha una posizione in derivati).

Il controvalore nozionale complessivo delle posizioni in derivati a fine 2005 delle principali società quotate non finanziarie risultava pari a circa 110 miliardi di euro, imputabile per il 59% a derivati su tassi di interesse, per il 29% a derivati su tassi di cambio, per il 10% a derivati su merci e per il 3% a derivati su azioni. In rapporto al capitale investito e al fatturato netto il valore nozionale delle posizioni in derivati risultava pari, rispettivamente, al 36 e al 41%.

Per ciò che riguarda, invece, i valori di mercato (*fair value*) è possibile disaggregare i dati fra le posizioni in perdita (cioè con *fair value* negativo) e quelle in attivo (cioè con *fair value* positivo). Il *fair value* dei derivati con valore di mercato positivo risultava pari a circa 1,4 miliardi di euro, mentre il *fair value* dei derivati con valore negativo risultava pari a circa 2,4 miliardi di euro; il valore di mercato netto delle posizioni in derivati era dunque negativo per un miliardo di euro. Ai derivati su tassi di interesse è imputabile il valore di mercato netto più consistente (-790 milioni di euro, dato dal saldo fra -1.399 milioni di euro e +608 milioni di euro), seguiti dai derivati su cambi (-415 milioni di euro, dato dal saldo fra -698 milioni di euro e +282 milioni di euro); i derivati su merci presentano, invece, un valore di mercato netto positivo per 213 milioni di euro.

**Valore nozionale dei derivati detenuti dalle principali società quotate non finanziarie italiane per tipologia di sottostante in rapporto al capitale investito e al fatturato netto**



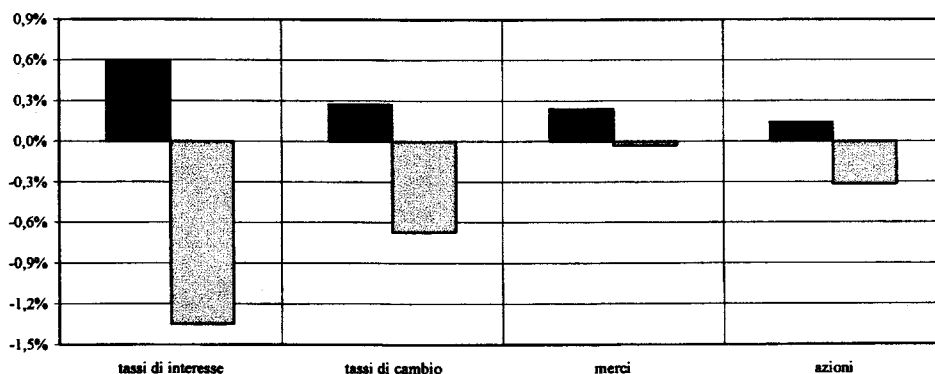
Fonte: elaborazioni su bilanci 2005. Il capitale investito è dato dalla somma del patrimonio netto e dei debiti finanziari.

Nonostante i valori assoluti siano consistenti, a livello aggregato l'incidenza del valore di mercato delle posizioni in derivati sulle principali grandezze economico-finanziarie è modesta. I valori di mercato lordo e netto dei derivati sono pari, rispettivamente, al 3,7 e all'1% della posizione finanziaria netta. Il *fair value* dei derivati sui tassi di interesse iscritti tra le passività finanziarie rappresenta l'1,3% della posizione finanziaria netta, mentre per le altre tipologie di derivati i valori di mercato attivi o passivi rappresentano una quota sempre inferiore all'1% della posizione finanziaria netta.

Tutte le società dichiarano di possedere derivati per scopi di copertura dei rischi finanziari. I derivati su tassi di interesse vengono utilizzati prevalentemente per trasformare i debiti da tasso variabile a tasso fisso, o viceversa. Per ciò che riguarda, invece, i derivati su cambi, gli oggetti di copertura sono rappresentati principalmente da finanziamenti e da crediti o debiti commerciali in valute diverse dall'euro (risultanti a volte dal consolidamento di controllate residenti in Paesi extra-UE). I derivati su merci sono utilizzati prevalentemente da società del settore delle *public utilities* per coprirsi da oscillazioni sfavorevoli del prezzo di alcune materie prime (in particolare elettricità, petrolio, carbone e gas), ovvero da società del settore dei trasporti e di quello metallurgico/petroliero. Infine, alcune società utilizzano derivati su azioni proprie (opzioni *call* oppure *equity swap*) per coprirsi dai rischi connessi con l'emissione di piani di *stock options* a favore dei dipendenti.

Sebbene quasi tutte le società detengano derivati "di copertura", sono numerose le imprese che detengono derivati formalmente classificati "di *trading*", anche se non acquisiti per scopi speculativi. Le imprese sostengono, infatti, di non poter contabilizzare parte dei propri derivati come strumenti di copertura poiché i test di verifica dell'efficacia della copertura, previsti dai principi Ias/Ifrs, non danno esiti favorevoli durante i vari controlli periodici. In termini di valore di mercato lordo, le posizioni in derivati di *trading* rappresentano circa il 34% delle posizioni complessive in derivati.

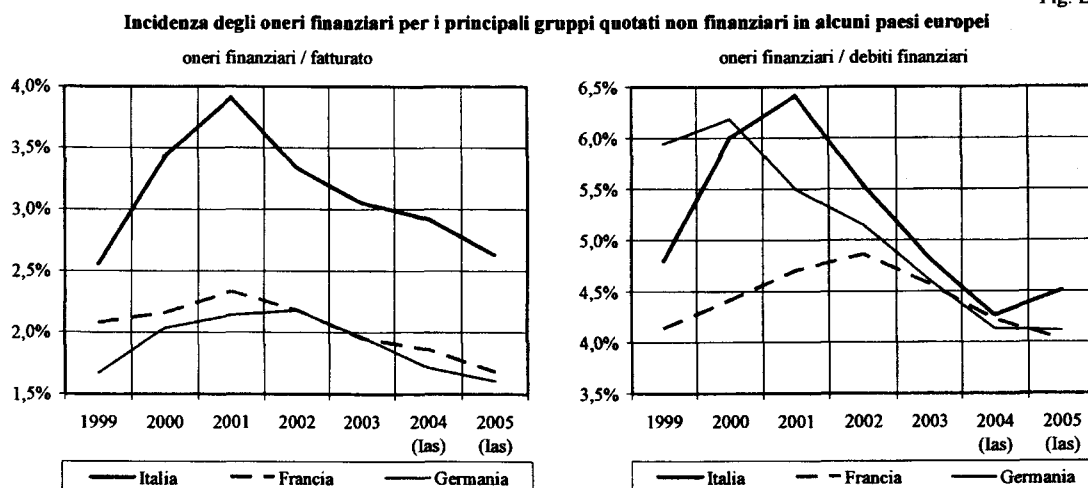
Valore di mercato (*fair value*) lordo delle posizioni in derivati delle principali società quotate non finanziarie per tipologia di sottostante in percentuale della posizione finanziaria netta



Fonte: elaborazioni su bilanci 2005. La posizione finanziaria netta è data dalla differenza fra le passività finanziarie e le attività finanziarie e le disponibilità liquide.

*Rispetto alle principali imprese non finanziarie quotate in Francia e Germania i gruppi italiani presentano una maggiore onerosità dell'indebitamento. Il rapporto fra oneri finanziari e debiti finanziari è superiore di circa 50 punti base rispetto alle imprese tedesche e francesi, mentre l'incidenza degli oneri finanziari sul fatturato è superiore di circa 1,5 punti percentuali (Fig. B1.6).*

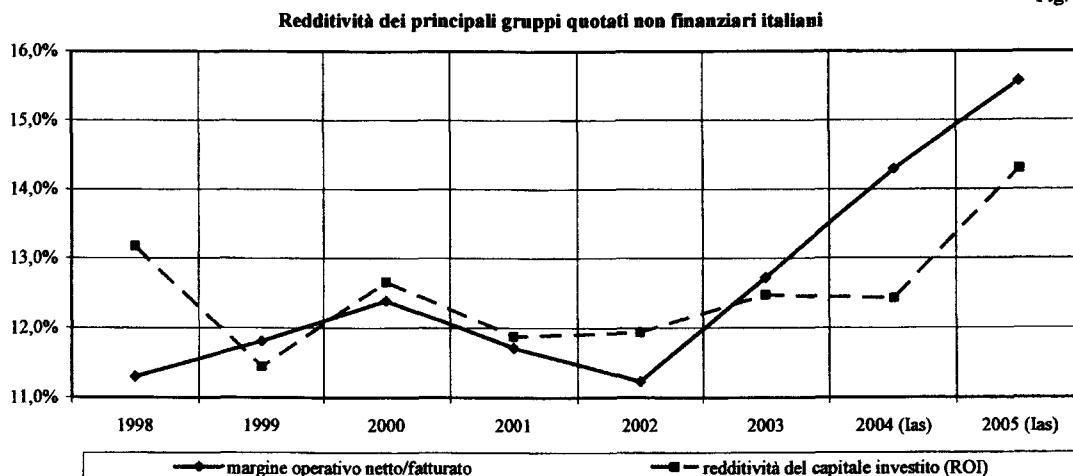
Fig. B1.6



Fonte: elaborazioni su dati Worldscope. Confronta Note metodologiche.

Nel 2005 si è registrato un forte aumento della redditività dei principali gruppi quotati (non ascrivibile all'effetto dell'applicazione degli Ias/Ifrs, poiché i dati 2004 e 2005 sono omogenei sotto questo profilo). Il rapporto fra margine operativo netto e fatturato è passato dal 14,3 al 15,5%, mentre la redditività del capitale investito (*return on investments* o ROI) è passata dal 12,4 al 14,3% (Fig. B1.7). Rispetto a un campione di circa 2.000 grandi imprese italiane, i principali gruppi quotati presentano livelli di redditività nettamente più elevati, mentre rispetto alle multinazionali europee presentano una minore redditività del capitale investito.

Fig. B1.7

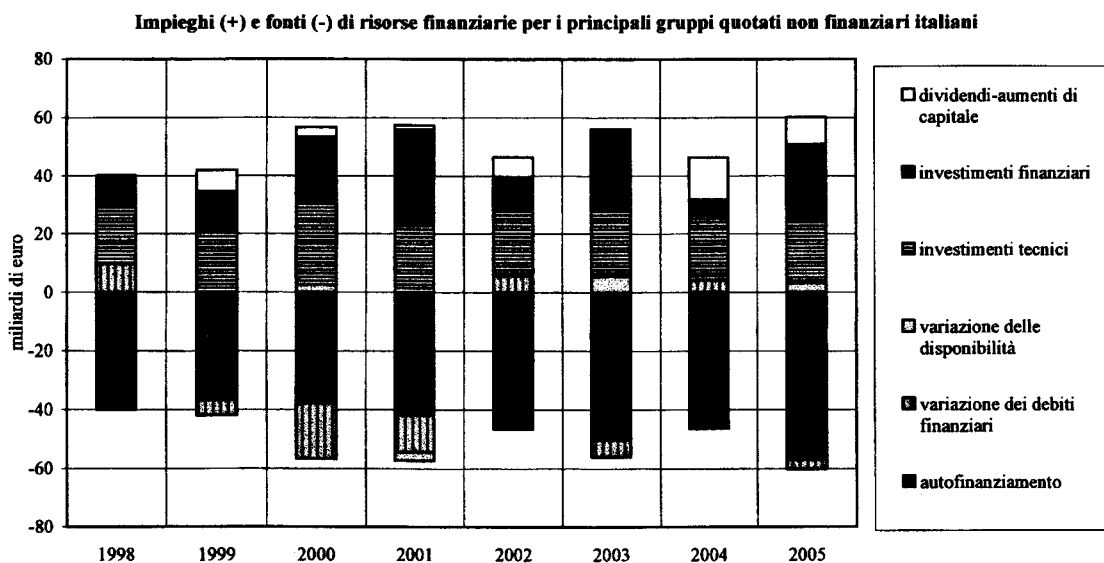


Fonte: elaborazioni su bilanci riclassificati R&S. Confronta Note metodologiche.

## 2. I flussi finanziari

I dati dei rendiconti finanziari 2005 dei principali gruppi quotati non finanziari italiani segnalano una forte crescita dell'autofinanziamento (57 miliardi di euro, contro 46 miliardi di euro circa nel 2004; +23%) (Fig. B1.8), legato all'aumento dei margini e della redditività (si veda il precedente §1).

Fig. B1.8

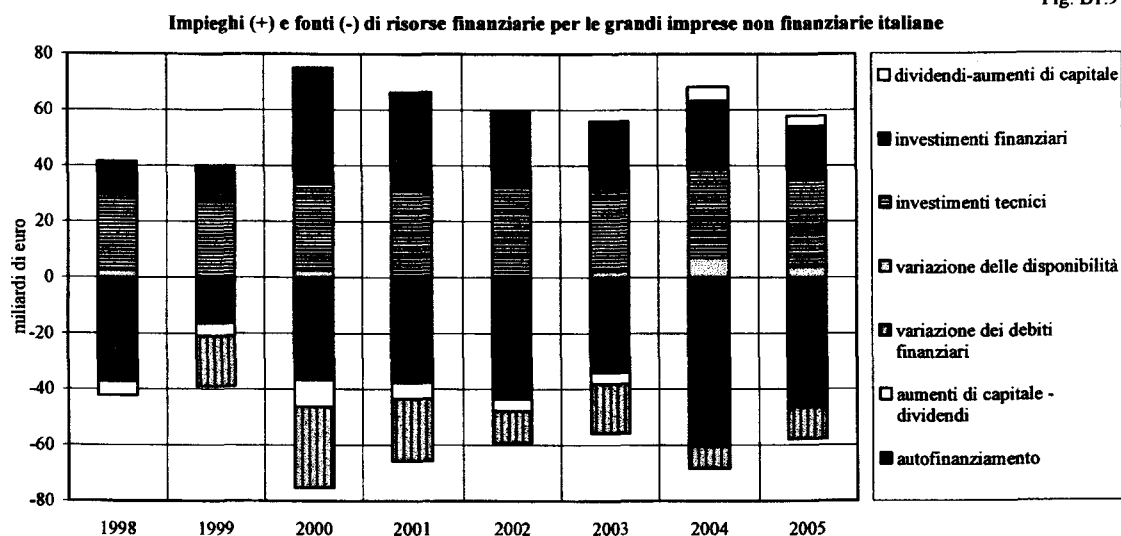


Fonte: elaborazioni su rendiconti finanziari e dati R&S. L'autofinanziamento è al netto degli investimenti in capitale circolante netto. Confronta Note metodologiche.

I gruppi quotati hanno ripreso a effettuare investimenti finanziari, il cui ammontare si è quasi quintuplicato rispetto al 2004. Le risorse finanziarie restituite agli azionisti (dividendi meno aumenti di capitale) sono rimaste cospicue, sebbene in diminuzione rispetto al 2004 (9 miliardi di euro, contro 15 miliardi di euro circa del 2004). Gli investimenti tecnici in impianti e attrezzature rimangono, invece, stabili.

*I dati relativi a un campione più ampio costituito da circa 2.000 grandi imprese italiane segnalano una dinamica in parte diversa, che vede una riduzione dell'autofinanziamento e una forte crescita dei debiti finanziari; dal lato degli impieghi emerge invece una contrazione degli investimenti finanziari (Fig. B1.9).*

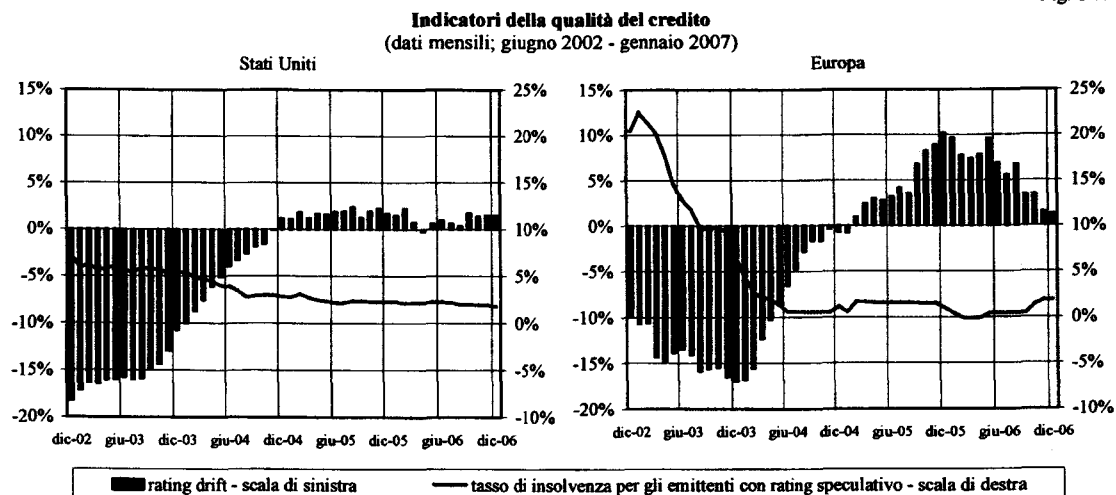
Fig. B1.9



### 3. La qualità del credito

Indicatori basati sui dati dell'attività delle agenzie di rating segnalano che nel 2006 è continuato il ciclo positivo che, a partire dal 2005, aveva caratterizzato la dinamica del rischio di credito nel settore *corporate*. Negli Stati Uniti il numero degli *upgrades* è stato generalmente superiore a quello dei *downgrades* (solo nel mese di aprile la differenza è stata di segno negativo) e il tasso di insolvenza per gli emittenti con rating speculativo è sceso dal 2,3% a fine 2005 all'1,8% a dicembre 2006; in Europa il saldo fra *upgrades* e *downgrades* è stato più consistente rispetto agli Stati Uniti, ma si è ridotto in misura consistente nell'ultimo trimestre del 2006 (Fig. B1.10).

Fig. B1.10

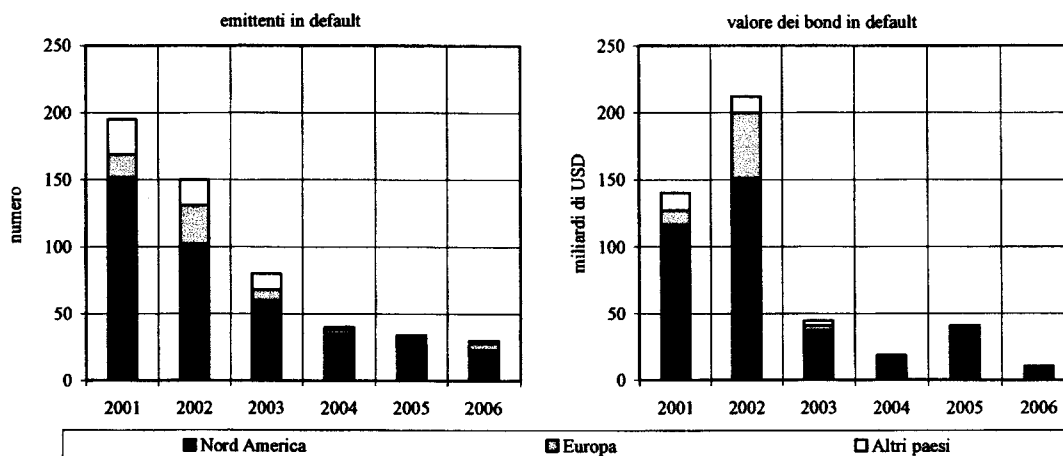


Il miglioramento della qualità del credito è confermato dalla diminuzione del numero degli emittenti obbligazionari classificati in *default*, sceso da 34 nel 2005 a 30 nel 2006 (Fig. B1.11). Il valore dei bond dichiarati in *default* si è pure ridotto rispetto al 2005, passando da 41 a 10 miliardi di dollari circa (-75%).

Gli emittenti dichiarati in *default* nel 2006 continuano a essere concentrati prevalentemente negli Stati Uniti (23 casi su 30); si sono verificati 3 casi di *default* nel Regno Unito e un caso in Francia, Germania, Brasile e Argentina. Il controvalore dei bond in *default* ha subito una rilevante riduzione negli Stati Uniti (da 40 miliardi di dollari a 9 miliardi di dollari; -79%), mentre in Europa è quasi quadruplicato (da 0,4 a 1,6 miliardi di dollari circa).

Fig. B1.11

## Corporate bond in default per area geografica



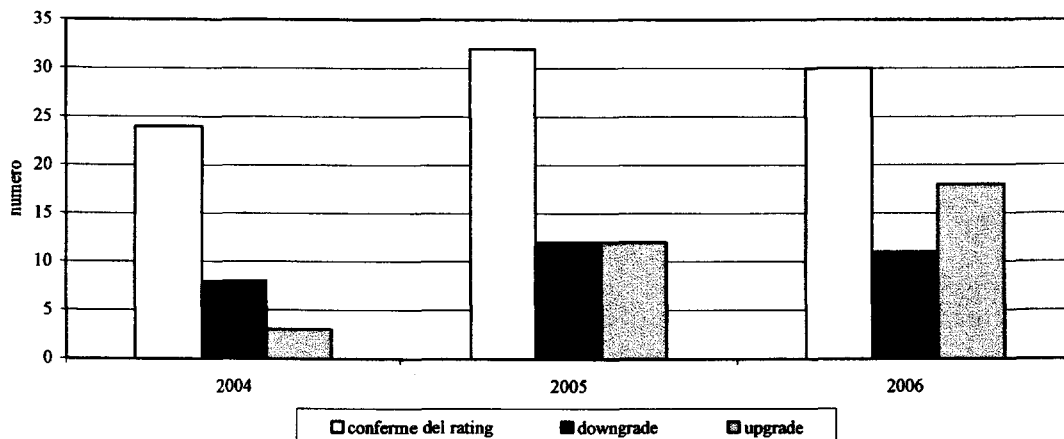
Fonte: Moody's.

Gli indicatori della qualità del credito rimangono positivi anche per gli emittenti quotati italiani. L'attività delle agenzie di rating è stata intensa anche nel 2006 e in molti casi ha portato alla conferma del rating precedente (30 casi; 32 nel 2005). Per ciò che riguarda, invece, le vere e proprie variazioni di rating, si sono registrati 11 declassamenti (*downgrade*) che hanno avuto ad oggetto 7 emittenti quotati (di cui 5 società non finanziarie e 2 banche) e 18 miglioramenti del rating (*upgrade*) relativi a 12 emittenti (di cui 9 banche e 3 società non finanziarie) (Fig. B1.12). A fine 2006 vi erano 2 emittenti quotati inseriti in liste di sorveglianza con implicazioni negative (cioè per i quali è probabile un peggioramento del rating) e due con implicazioni positive (per i quali, invece, è prevedibile un miglioramento del rating).

A fine 2006 vi erano tuttavia 15 società quotate (18 a fine 2005), di cui 14 di piccole o medie dimensioni e una di grandi dimensioni, in situazioni di crisi o di tensione finanziaria non temporanea. Complessivamente, tali società, tutte prive di rating, rappresentavano circa lo 0,3% della capitalizzazione di borsa a fine 2006. La Consob ha assoggettato tali imprese a specifici obblighi informativi (si veda il §4 del Capitolo I "La vigilanza sulle società" della Sezione C).

Fig. B1.12

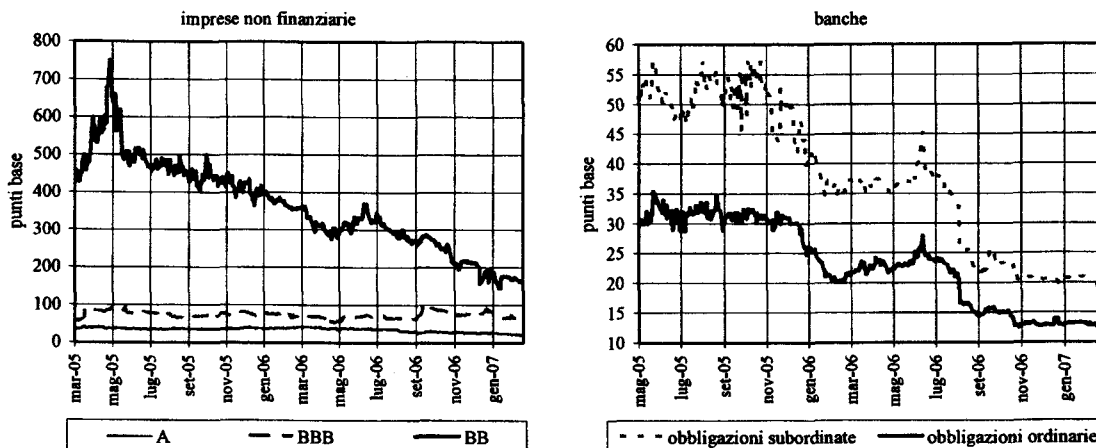
## Conferme e variazioni di rating su emittenti quotati italiani



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

Indicazioni positive sull'evoluzione della qualità del credito provengono anche dall'analisi delle quotazioni sui derivati sul rischio di credito. Si sono, infatti, ridotte le quotazioni medie dei *credit default swap* (Cds) sugli emittenti quotati con rating più basso, mentre le quotazioni medie dei contratti sulle società con rating *investment grade* sono rimaste stabili. Le quotazioni che riflettono, invece, il rischio di *default* per un campione di grandi gruppi bancari italiani sono diminuite di oltre 10 punti base per le obbligazioni ordinarie e di circa 20 punti base per quelle subordinate (Fig. B1.13).

Fig. B1.13

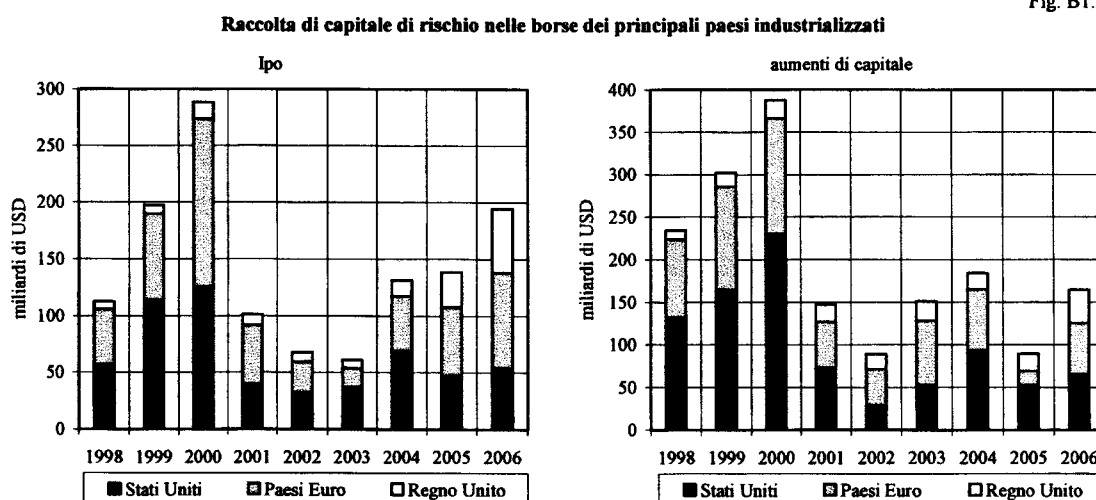
Quotazioni dei contratti di *credit default swap* con scadenza a 10 anni su emittenti quotati italiani

Fonte: elaborazioni su dati Datastream. Per le imprese non finanziarie i dati sono calcolati come medie delle quotazioni giornaliere dei *credit default swap* per campioni di imprese con uguale rating, mentre per le banche i dati sono medie delle quotazioni giornaliere di un campione di intermediari formato da Unicredit Italiano, Banca Intesa, BNL, MPS e Capitalia. Una quotazione pari, ad esempio, a 100 punti base indica che l'acquirente del contratto (cioè chi acquista protezione dal rischio credito) deve pagare ogni anno al venditore della protezione l'1% del valore nominale dell'obbligazione o del credito per coprirsi dal rischio di *default*.

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

Nel 2006 si è registrata una decisa ripresa della raccolta di capitale di rischio sulle borse dei principali paesi industrializzati. Gli aumenti di capitale da parte delle società già quotate sono più che triplicati sulle borse dell'area dell'euro (da 17 a 60 miliardi di dollari USA), mentre sono quasi raddoppiati nel Regno Unito (da 20 a 39 miliardi di dollari USA); negli Stati Uniti la crescita è stata, invece, meno accentuata (da 52 a 65 miliardi di dollari USA; +25%) (Fig. B1.14).

Fig. B1.14



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 dalle società che risultavano già quotate nell'anno di riferimento. I dati relativi agli Stati Uniti si riferiscono alle società quotate al Nyse e al Nasdaq.

Nell'area dell'euro è proseguito il *trend* positivo per le operazioni di nuova quotazione, che hanno permesso alle imprese di raccogliere mezzi freschi per circa 84 miliardi di dollari USA (+ 39% rispetto al 2005); la crescita dei mezzi raccolti attraverso Ipo è stata ancora più marcata nel Regno Unito (da 31 a 56 miliardi di dollari USA nel 2006; +84%). Negli Stati Uniti il volume degli Ipo è cresciuto del 15% circa (da 47 a 54 miliardi di dollari).

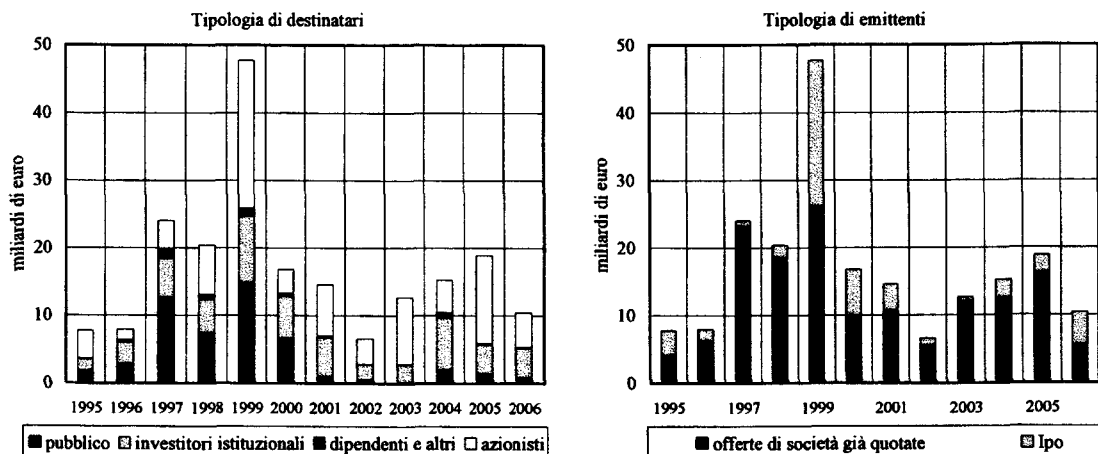
*Diversi osservatori ricollegano il modesto tasso di crescita degli Ipo sul mercato Usa, nonostante il ciclo borsistico positivo, all'aumento dei costi di quotazione legati sia alle più alte commissioni di collocamento sia ai maggiori oneri di compliance derivanti dall'introduzione del Sarbanes-Oxley Act.*

In Italia i collocamenti complessivi di titoli azionari (raccolta di nuovo capitale di rischio e offerte pubbliche di titoli già in circolazione) si sono quasi dimezzati (da circa 18,9 miliardi di euro nel 2005 a circa 10,4 miliardi di euro nel 2006; Fig. B1.15). Tale riduzione è imputabile principalmente al calo degli aumenti di capitale delle società già quotate (scesi da 12 miliardi di euro circa nel 2005 a 5 miliardi di euro circa nel 2006;

-58%); è aumentato, invece, l'ammontare di risorse raccolte dalle società di nuova quotazione (da 1,4 a 3,7 miliardi di euro circa) (Fig. B1.16).

Fig. B1.15

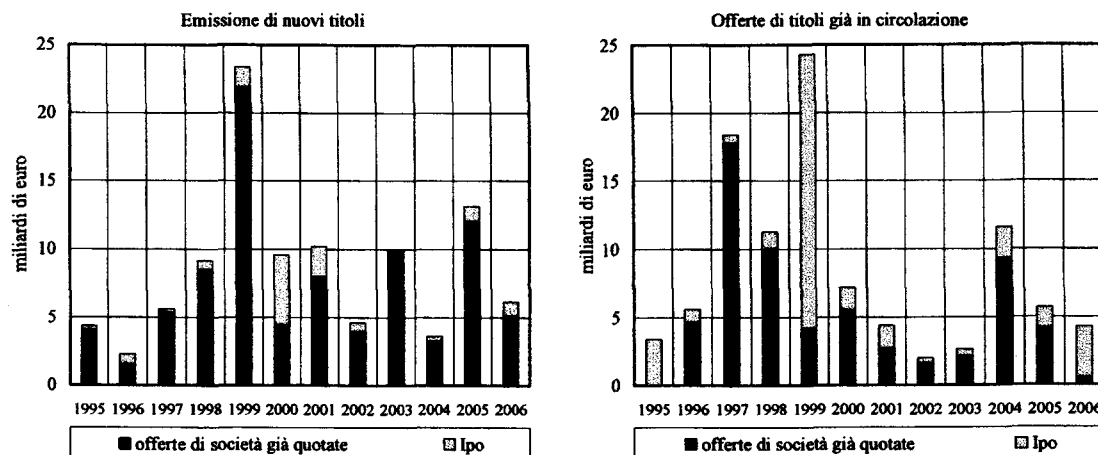
**Collocamenti complessivi di azioni e obbligazioni convertibili di società quotate italiane**  
(emissioni di nuovi titoli e offerte di titoli già in circolazione)



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

Fig. B1.16

**Tipologia di offerte di azioni e obbligazioni convertibili di società quotate italiane**



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

Nel 2006 sono entrate in borsa 21 nuove società (15 nel 2005). La capitalizzazione *ante* offerta complessiva delle società di nuova quotazione è stata pari a circa 11,7 milioni di euro, mentre la capitalizzazione media *ante* offerta è cresciuta del 43% rispetto al 2005 (da 390 a 560 milioni di euro circa) (Tav. B1.1).

*In circa la metà delle società di nuova quotazione erano presenti nell'azionariato investitori istituzionali; la loro quota media ante offerta era pari a circa il 24% del capitale sociale e, dopo il collocamento, a circa il 12% (Tav. B1.2).*

Tav. B1.1

**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 <sup>1</sup> | Controvalore offerta |         |        | Peso sulla capitalizzazione post offerta <sup>2</sup> |
|------|----------------|--------------------------------------------|----------------------|---------|--------|-------------------------------------------------------|
|      |                |                                            | 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                                                  |
| 2006 | 21             | 11.736                                     | 1.053                | 3.977   | 5.030  | 39,3                                                  |

Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche. <sup>1</sup> Capitalizzazione delle società ammesse a quotazione, calcolata sulla base del prezzo di offerta e del numero di azioni *ante* offerta. <sup>2</sup> 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.

Tav. B1.2

**Investitori istituzionali nell'azionariato delle società neoquotate italiane<sup>1</sup>**

|      | Società             |                               | Numero medio investitori istituzionali <sup>4</sup> | Quota media ante offerta <sup>5</sup> | Quota media post offerta <sup>6</sup> |
|------|---------------------|-------------------------------|-----------------------------------------------------|---------------------------------------|---------------------------------------|
|      | Numero <sup>2</sup> | Quota sul totale <sup>3</sup> |                                                     |                                       |                                       |
| 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                                   |
| 2006 | 11                  | 52,4                          | 1,8                                                 | 23,7                                  | 11,8                                  |

Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche. <sup>1</sup> 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, considerando sia le partecipazioni dirette sia quelle nelle società che controllano l'emittente. <sup>2</sup> Numero di società, quotate nell'anno, in cui erano presenti investitori istituzionali alla data dell'offerta. <sup>3</sup> In percentuale del totale delle neoquotate nel corso dell'anno. <sup>4</sup> Numero medio di investitori istituzionali presenti nella compagine azionaria alla data dell'offerta. <sup>5</sup> Quota media del capitale sociale detenuta dagli investitori istituzionali al momento dell'offerta; valori in percentuale. <sup>6</sup> Quota media del capitale sociale detenuta dagli investitori istituzionali subito dopo l'offerta; valori in percentuale.

*Gli assetti proprietari delle società di nuova quotazione mostrano i tratti caratteristici tipici di quelli delle società entrate in borsa negli anni passati: la quota media dei diritti di voto dell'azionista di controllo prima dell'offerta è pari all'82%, mentre dopo l'offerta scende al 54%; solo in cinque casi la quota post-offerta dell'azionista di controllo risulta inferiore al 50% (Appendice, Tav. 1A).*

*I titoli delle società di nuova quotazione sono stati allocati prevalentemente presso investitori esteri (62% nel 2006, contro il 47% nel 2005) e il rapporto fra domanda e offerta, sia nel collocamento pubblico che in quello istituzionale, è cresciuto raggiungendo il valore più elevato dal 2001 (Tav. B1.3).*

Tav. B1.3

Società italiane ammesse a quotazione: esiti delle offerte<sup>1</sup>

|                   | Quota assegnata |                                    |                                  |                             | Rapporto domanda/offerta <sup>2</sup> |                       |
|-------------------|-----------------|------------------------------------|----------------------------------|-----------------------------|---------------------------------------|-----------------------|
|                   | Pubblico        | Investitori istituzionali italiani | Investitori istituzionali esteri | Altri soggetti <sup>3</sup> | 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 <sup>4</sup> | 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 <sup>5</sup> | 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                   |
| 2006              | 19,3            | 18,7                               | 61,9                             | 0,1                         | 5,3                                   | 5,4                   |

Fonte: Consob, Confronta Note metodologiche. <sup>1</sup> 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. <sup>2</sup> 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. <sup>3</sup> Si tratta di soggetti nominativamente indicati ai quali viene riservato un certo ammontare di azioni. <sup>4</sup> La rimanente quota (0,1%) è stata acquistata dal Consorzio di Garanzia per l'offerta pubblica, nell'ambito del collocamento delle azioni Cairo Communication. <sup>5</sup> La rimanente quota (0,1%) è stata acquistata dal Consorzio di Garanzia per l'offerta pubblica, nell'ambito del collocamento delle azioni Trevisan.

*Rimangono frequenti i rapporti creditizi e partecipativi fra le società di nuova quotazione e gli intermediari collocatori o gli sponsor; circa la metà delle società entrate in borsa nel 2006 aveva rapporti creditizi con collocatori o sponsor e i debiti finanziari contratti con tali soggetti rappresentano in media il 36% circa dell'indebitamento totale (24% nel 2005), mentre un quarto circa delle società aveva legami di natura partecipativa (Tav. B1.4).*

Tav. B1.4

**Rapporti creditizi e partecipativi fra società italiane ammesse a quotazione e intermediari collocatori<sup>1</sup>**

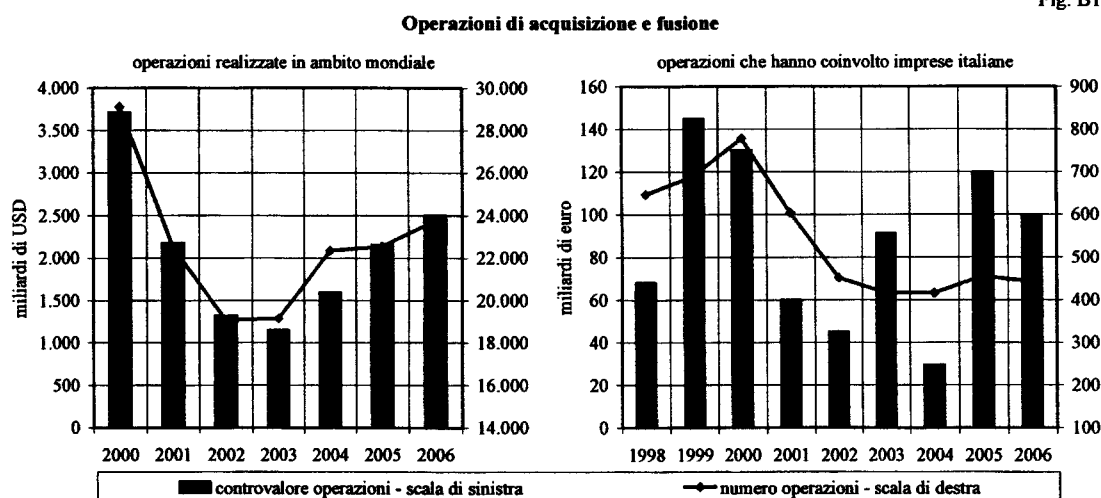
| Società con rapporti creditizi con sponsor<br>o soggetti collocatori |                                                                   |                                                                                                | Società con rapporti partecipativi con sponsor<br>o soggetti collocatori |                                                                   |                                                                                       |      |
|----------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|------|
| Numero<br>società                                                    | Quota sul totale<br>delle ammissioni a<br>quotazione <sup>2</sup> | Quota media dei<br>finanziamenti concessi<br>da sponsor o soggetti<br>collocatori <sup>3</sup> | Numero<br>società                                                        | Quota sul totale<br>delle ammissioni a<br>quotazione <sup>2</sup> | Quota media della<br>partecipazione di sponsor<br>o soggetti collocatori <sup>4</sup> |      |
| 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  |
| 2006                                                                 | 11                                                                | 52,4                                                                                           | 36,1                                                                     | 5                                                                 | 23,8                                                                                  | 25,9 |

Fonte: elaborazioni su dati delle attestazioni degli *sponsor* e dei prospetti informativi. Confronta Note metodologiche. <sup>1</sup> 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. <sup>2</sup> Valori in percentuale. <sup>3</sup> In rapporto ai debiti finanziari totali; valori in percentuale. <sup>4</sup> In rapporto al capitale sociale ante offerta; valori in percentuale.

## 5. Le operazioni di acquisizione e fusione

Nel 2006 è proseguito il ciclo positivo per il mercato delle acquisizioni e fusioni (*mergers and acquisitions* M&A). In ambito mondiale il numero delle operazioni concluse è cresciuto del 5% (da 22.600 circa a 23.800) e il controvalore delle operazioni del 15% (da 2.200 circa a 2.500 miliardi di dollari) (Fig. B1.17). Tale crescita è stata alimentata principalmente dall'andamento positivo del ciclo borsistico, dalla favorevole situazione del settore *corporate* e dal livello ancora contenuto dei tassi di interesse.

Fig. B1.17



Fonte: KPMG e Thomson Financial.

*Nel 2006 si è confermato il ruolo di primo piano ormai svolto dai fondi di private equity nel mercato delle fusioni e acquisizioni. I fondi di private equity (o consorzi di fondi) hanno realizzato alcune delle maggiori operazioni in ambito europeo (l'acquisizione della compagnia danese TDC per 12 miliardi di dollari USA, della spagnola Univision per 11 miliardi di dollari, della olandese VNU per 9 miliardi di dollari e Philips Semiconductors per 8 miliardi di dollari; un fondo di private equity ha poi fallito l'acquisizione della tedesca Continental) e il fondo europeo KKR ha partecipato a un consorzio per l'acquisizione di un'impresa americana leader nel settore della sanità (HCA, per 32 miliardi di dollari). Nel settore delle telecomunicazioni, le operazioni condotte da fondi di private equity hanno rappresentato in media il 40% delle operazioni complessive.*

*Un altro aspetto di rilievo che ha caratterizzato il settore, in particolare in Europa, è rappresentato dall'atteggiamento dei Governi e delle Autorità pubbliche che, se da un lato hanno accelerato l'apertura internazionale in alcuni settori creando le premesse per grandi operazioni cross-border, dall'altro hanno avuto atteggiamenti di maggiore cautela in alcuni settori industriali considerati strategici, quali quello delle imprese di pubblica utilità.*

*In Italia si è verificata una sensibile contrazione delle operazioni di acquisizione e fusione (il controvalore delle operazioni è sceso da 120 a 100 miliardi di euro e il numero si è ridotto da 457 a 447).*

*Sulla base dei dati riportati nello studio realizzato da KPMG, le operazioni di acquisizione e fusione di maggiore rilievo sono avvenute nel settore bancario (55% del controvalore totale) e nel settore delle assicurazioni (4%). Anche in Italia rimane importante il ruolo dei fondi di private equity, che hanno realizzato operazioni con un controvalore complessivo superiore a 7 miliardi di euro (pari a circa il 7% del totale).*

*Il numero delle operazioni cross-border ("Italia su estero" ed "estero su Italia") è stato elevato (161, di cui 91 "Italia su estero"). Tra queste operazioni si evidenziano alcune acquisizioni estere di Enel e di Unicredit, mentre Lottomatica ha acquisito il colosso statunitense delle scommesse, Gtech, finanziando in parte tale operazione con l'emissione di un prestito obbligazionario (si veda il §4 del successivo Capitolo II). Tra le operazioni "estero su Italia" si segnala, invece, l'acquisizione di BNL da parte di BNP Paribas e di Banca Antonveneta da parte di Abn Amro.*

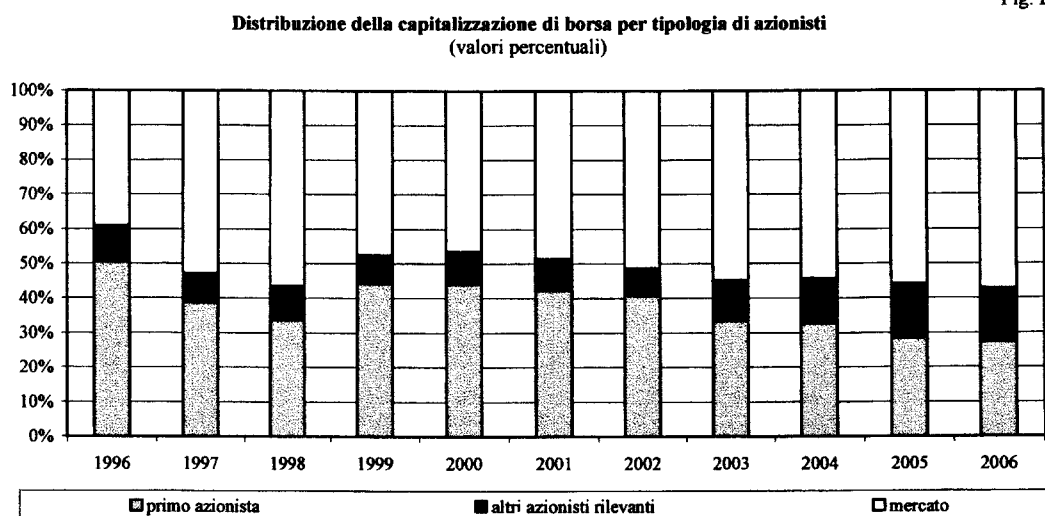
*Con riferimento alle operazioni di privatizzazione relative a società quotate, nel 2006 si è registrata una forte contrazione del controvalore delle quote cedute da soggetti pubblici rispetto ai due anni precedenti (Fig. B1.18). L'unica operazione di rilievo ha riguardato la cessione di una quota pari al 60% del capitale di Ansaldo Sts da parte di Finmeccanica tramite offerta pubblica e collocamento istituzionale finalizzati alla quotazione.*

*Il controvalore complessivo delle offerte pubbliche di acquisto e/o scambio (Opa) su titoli di società quotate italiane si è ridotto da circa 20 miliardi di euro nel 2005 a circa 7 miliardi di euro nel 2006 (Fig. B1.19), mentre il numero delle operazioni è diminuito da 22 a 17.*

## 6. Gli assetti proprietari e gli organi societari

Nel corso del 2006 gli assetti proprietari delle società quotate italiane sono rimasti sostanzialmente invariati. Rispetto al 2005 la quota media del primo azionista è lievemente scesa (dal 28,6 al 27,5%), mentre quella degli altri azionisti rilevanti è rimasta pressoché stabile al 15% (Fig. B1.20; Appendice, Tav. 3A).

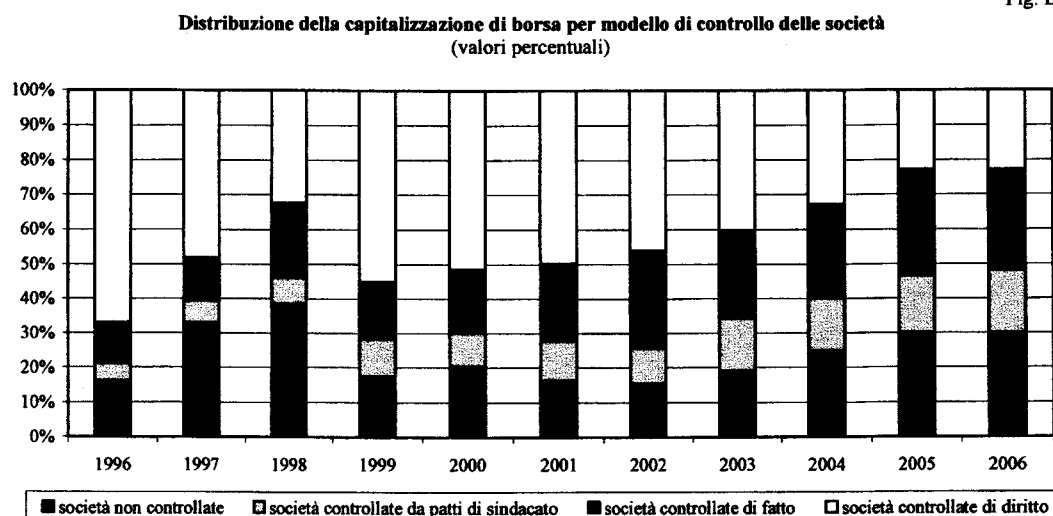
Fig. B1.20



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.

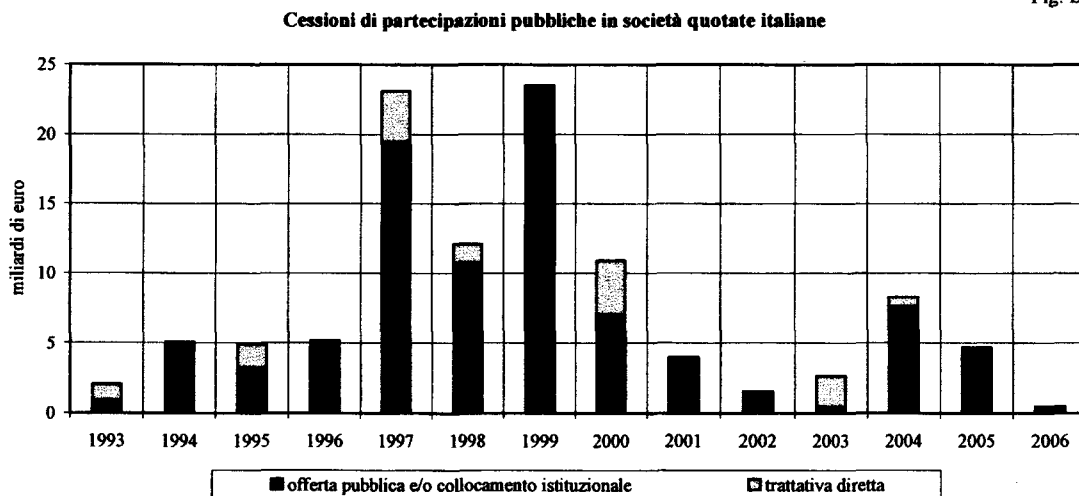
Anche la distribuzione delle società quotate per modello di controllo non ha subito cambiamenti rilevanti. Il peso delle società controllate di diritto sulla capitalizzazione di borsa è rimasto stabile al 32% circa, mentre il peso delle società non controllate è rimasto stabile al 30% (Fig. B1.21; Appendice, Tav. 4A).

Fig. B1.21



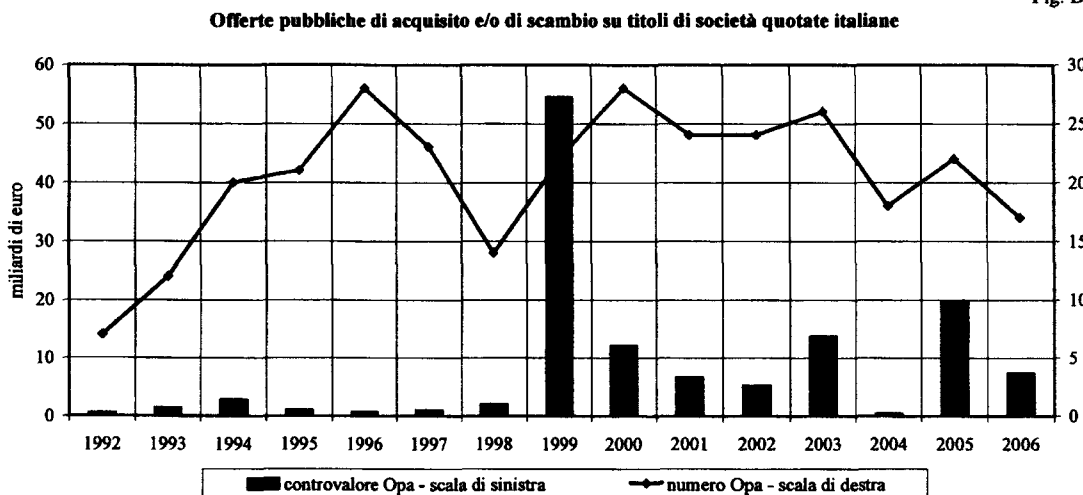
Fonte: Consob. Confronta Note metodologiche. La capitalizzazione è riferita esclusivamente al capitale ordinario delle società quotate sul mercato Borsa/Mta gestito da Borsa Italiana Spa.

Fig. B1.18



Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana e Ministero dell'economia e delle finanze.

Fig. B1.19



Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana e documenti di offerta. Il corrispettivo in titoli delle offerte di scambio è valutato ai prezzi di mercato del giorno precedente l'annuncio dell'offerta.

*L'82% circa del controvalore delle Opa eseguite nel 2006 è riferibile a 10 trasferimenti di pacchetti di controllo seguiti da Opa successive obbligatorie, il cui controvalore complessivo è stato pari a circa 6 miliardi di euro (Appendice, Tav. 2A). Tale valore è riferibile per circa il 50% all'offerta promossa da Bnp Paribas sulle azioni Bnl. Le altre operazioni di maggiore rilievo sono state l'offerta promossa da Assicurazioni Generali su Toro Assicurazioni e quella promossa da Abn Amro su Banca Antonveneta. Fra le offerte volontarie che hanno portato a un consolidamento di posizioni di controllo, si segnala l'Opa promossa da Eurizon Financial Group su azioni di Banca Fideuram (per un controvalore pari a circa 900 milioni di euro).*