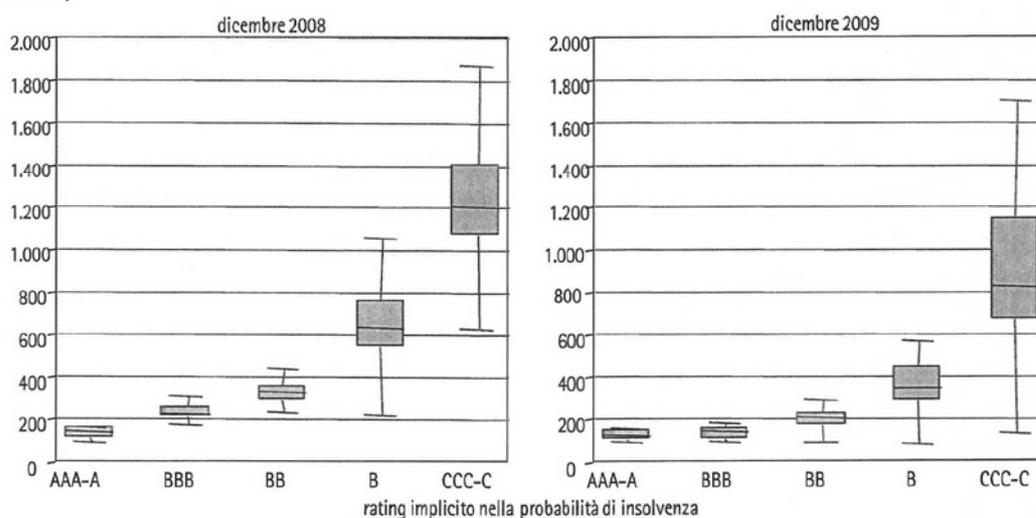


In Italia, la probabilità di *default* relativa al gruppo delle società finanziarie più rischiose (90° percentile della distribuzione delle probabilità di *default*) è calata dal 12 per cento circa a marzo 2009 al 9 per cento a dicembre 2009, attestandosi su livelli molto più bassi rispetto a quelli rilevati negli Usa (26 per cento circa a dicembre 2009) e in Europa (11 per cento circa a dicembre 2009). Nello stesso periodo ha registrato una diminuzione ancora più rilevante la probabilità di *default* delle società *corporate* più rischiose (dal 20 per cento circa a marzo all'11 per cento a dicembre).

Anche le quotazioni teoriche dei *credit default swap* per le società quotate italiane non finanziarie, stimate da Moody's sulla base di modelli analitici di valutazione del rischio di insolvenza, sono diminuite significativamente nel corso del 2009, soprattutto per le società *speculative grade*. In particolare, la mediana delle quotazioni delle società appartenenti alla categoria di credito più rischiosa (rating equivalente a C-CCC) è scesa a poco più di 800 punti base a dicembre 2009 (contro 1.200 punti base a dicembre 2008; Fig. 15).

**Fig. 15** Quotazioni teoriche dei contratti di *credit default swap* a 5 anni per le società quotate non finanziarie italiane (punti base)

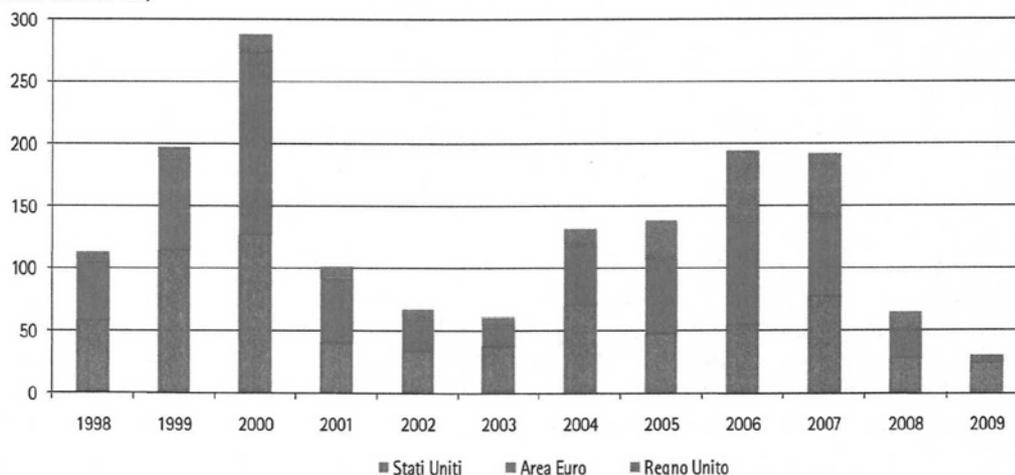


Fonte: elaborazioni su dati Moody's KMV-Credit Edge. La probabilità di insolvenza è stimata tramite il modello di valutazione del rischio di credito sviluppato da Moody's KMV e l'attribuzione del rating implicito alle società avviene sulla base della probabilità di *default* stimata dal modello. Nel grafico è rappresentata la distribuzione delle quotazioni per gruppi di categorie di credito. In particolare, la linea orizzontale nel riquadro del box corrisponde alla mediana, il lato inferiore individua il I° quartile, mentre il lato superiore il III° quartile. Le due linee orizzontali al di sopra e al di sotto del riquadro del box rappresentano il *range* di valori in cui è contenuta ciascuna distribuzione.

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

Nel 2009 il flusso di nuove quotazioni sui mercati azionari ha registrato un'ulteriore forte contrazione che ha amplificato il *trend* iniziato a partire dal 2008. Negli Usa l'ammontare delle risorse raccolte dalle società di nuova quotazione è sceso da 27 miliardi di euro nel 2008 a 24 miliardi nel 2009 (-12 per cento); ancora più significativa è stata la contrazione del capitale di rischio raccolto dalle società neoquotate nell'area dell'euro (da 23 miliardi di euro nel 2008 a 4 miliardi nel 2009; -82 per cento) e nel Regno Unito (da 13 a 2 miliardi di euro; -86 per cento; Fig. 16).

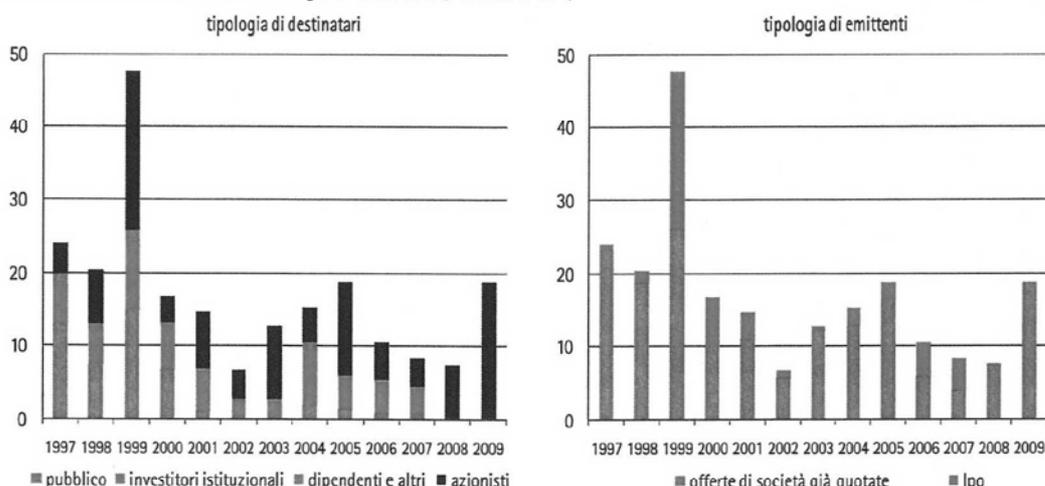
Fig. 16 Risorse raccolte dalle società di nuova quotazione nelle borse dei principali paesi industrializzati (miliardi di dollari Usa)



Fonte: elaborazioni su dati World Federation of Stock Exchanges. I dati relativi agli Stati Uniti si riferiscono alle società quotate al Nyse e al Nasdaq.

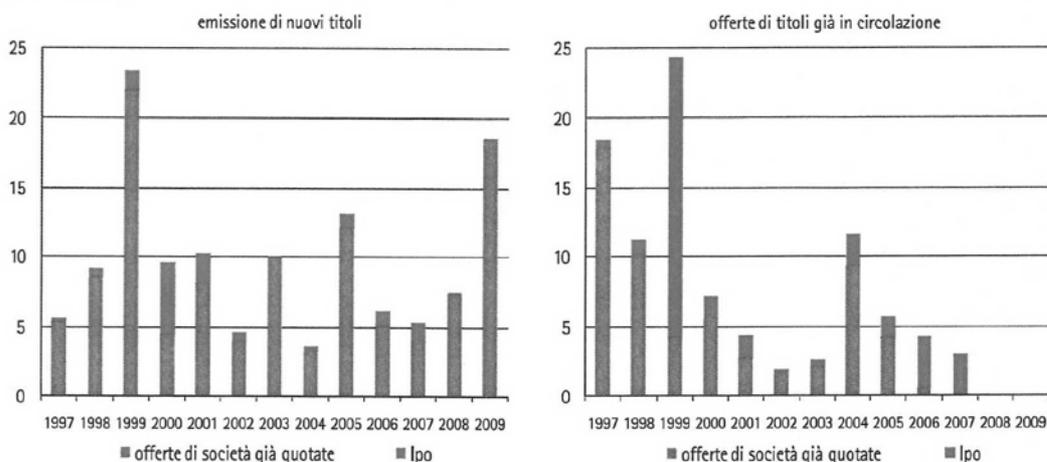
In Italia i collocamenti complessivi di titoli azionari (emissione di nuovi titoli e offerte di titoli già in circolazione) sono aumentati da 7,4 a 18,7 miliardi di euro, prevalentemente a causa dell'incremento delle offerte di titoli da parte di società già quotate (da 7,3 a 18,6 miliardi di euro) tramite aumenti di capitale in opzione agli azionisti (Fig. 17); l'ammontare del capitale di rischio raccolto tramite Ipo è rimasto, invece, modesto (pur essendo cresciuto lievemente da 143 a 160 milioni di euro; Fig. 18).

**Fig. 17 Collocamenti complessivi di azioni e obbligazioni convertibili di società quotate italiane**  
(emissioni di nuovi titoli e offerte di titoli già in circolazione; miliardi di euro)



Fonte: Consob e Borsa Italiana.

**Fig. 18 Tipologia di offerte di azioni e obbligazioni convertibili di società quotate italiane**  
(miliardi di euro)



Fonte: Consob e Borsa Italiana.

Nel corso del 2009 4 società sono state ammesse alle negoziazioni sui mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione (Mtf) (a fronte di 29 nel 2007 e 6 nel 2008; Tav. 1): 3 società sono state ammesse alle negoziazioni sull'Mtf Aim Italia (*Alternative Investment Market*; vedi §1 del successivo Capitolo II "I mercati") e solo una sul segmento Star dell'Mta. La capitalizzazione ante-offerta delle 4 società è stata complessivamente modesta (335 milioni di euro) in linea con quanto rilevato nel 2008 (268 milioni di euro).

**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 <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
2007	29	9.770	1.415	3.080	4.495	40,2
2008	6	268	128	6	134	33,9
2009 <sup>3</sup>	4	335	51	93	144	36,7

Fonte: Consob e Borsa Italiana Spa. 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. <sup>3</sup> I dati includono le offerte finalizzate all'ammissione alle negoziazioni sull'Aim Italia.

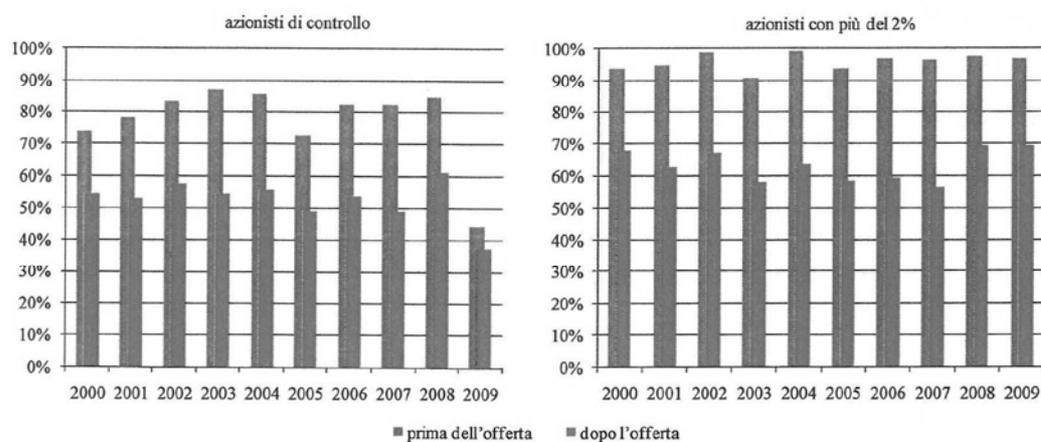
La quota del capitale sociale degli investitori istituzionali, presenti in 2 delle 4 società, si è in media dimezzata (dal 50 per cento ante offerta al 26 per cento dopo il collocamento; Tav. 2).

Le società di nuova quotazione presentano un azionariato più diffuso rispetto a quanto rilevato per le lpo del 2008. La quota media dei diritti di voto del primo azionista è stata, infatti, pari a 44,5 per cento (85 per cento nel 2008) prima dell'offerta per poi scendere al 37,5 per cento dopo il collocamento (61 per cento nel 2008; Fig. 19).

Tav. 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
2007	12	41,4	1,7	39,6	21,2
2008	3	50,0	2,7	58,6	32,9
2009 <sup>7</sup>	2	50,0	5,5	49,4	25,7

Fonte: Consob e Borsa Italiana. 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. <sup>7</sup> I dati includono le offerte finalizzate all'ammissione alle negoziazioni sull'Aim Italia.

Fig. 19 Struttura proprietaria delle società italiane di nuova quotazione  
(quote percentuali del capitale sociale con diritto di voto; valori medi)

Fonte: Consob e Borsa Italiana Spa. Nel 2009 sono incluse le offerte finalizzate all'ammissione alle negoziazioni sull'Aim Italia. Confronta Note metodologiche.

La maggior parte dei titoli delle società di nuova quotazione sono stati allocati presso investitori istituzionali esteri (57 per cento, contro il 32 per cento nel 2008; Tav. 3). Il rapporto fra domanda e offerta è rimasto stabile a uno nel collocamento pubblico, mentre è cresciuto significativamente nel collocamento istituzionale (da 1,1 a 4,0).

Tav. 3 Società italiane ammesse a quotazione: esiti delle offerte<sup>1</sup>

	Quota assegnata <sup>2</sup>				Rapporto domanda/offerta <sup>3</sup>	
	pubblico	investitori istituzionali italiani	investitori istituzionali esteri	altri soggetti <sup>4</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>5</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>6</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
2007	16,4	24,1	58,0	1,5	2,8	4,0
2008	11,8	38,5	31,9	17,8	1,0	1,1
2009 <sup>7</sup>	7,0	31,5	56,8	4,8	1,0	4,0

Fonte: Consob e Borsa Italiana Spa. 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> Relativamente all'assegnazione agli investitori istituzionali, nei casi in cui la ripartizione tra italiani ed esteri non è nota, il dato riportato rappresenta una stima. <sup>3</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>4</sup> Si tratta di soggetti nominativamente indicati ai quali viene riservato un certo ammontare di azioni anche in virtù di accordi precedenti alla quotazione. <sup>5</sup> 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. <sup>6</sup> 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. <sup>7</sup> I dati includono le offerte finalizzate all'ammissione alle negoziazioni sull'Aim Italia.

In un caso la società di nuova quotazione presentava rapporti creditizi e partecipativi con gli intermediari collocatori o gli *sponsor* (Tav. 4).

Nel 2009 è stata ammessa a negoziazione sul Mac (Mercato alternativo dei capitali) una sola società la cui capitalizzazione *ante* offerta è stata pari a 7,9 milioni di euro (Tav. 5).

Tav. 4 Rapporti creditizi e partecipativi fra società italiane ammesse a quotazione e intermediari collocatori<sup>1</sup>

	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 <sup>2</sup>	Quota media dei finanziamenti concessi da sponsor o soggetti collocatori <sup>3</sup>	Numero società	Quota sul totale delle ammissioni a quotazione <sup>2</sup>	Quota media della partecipazione di sponsor 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
2007	13	44,8	26,2	4	13,8	27,9
2008	1	16,7	49,4	--	--	--
2009 <sup>5</sup>	1	25,0	18,0	1	25,0	6,9

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 e lo *sponsor*, lo *specialist*, il *global coordinator*, il *lead manager* dell'offerta pubblica, il *nomad* 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. <sup>5</sup> I dati includono le offerte finalizzate all'ammissione alle negoziazioni sull'Aim Italia.

Tav. 5 Offerte finalizzate all'ammissione alle negoziazioni sul Mercato alternativo dei capitali (valori monetari in milioni di euro)

	Numero società	Capitalizzazione <i>ante</i> offerta <sup>1</sup>	Controvalore offerta			Peso sulla capitalizzazione <i>post</i> offerta <sup>2</sup>	Quota dell'azionista di controllo <i>post</i> offerta <sup>3</sup>
			sottoscrizione	vendita	<i>totale</i>		
2007	3	82,2	12,9	7,4	20,3	21,3	59,5
2008	2	72,6	18,7	--	18,7	20,5	77,3
2009	1	7,9	0,3	--	0,3	3,7	87,7

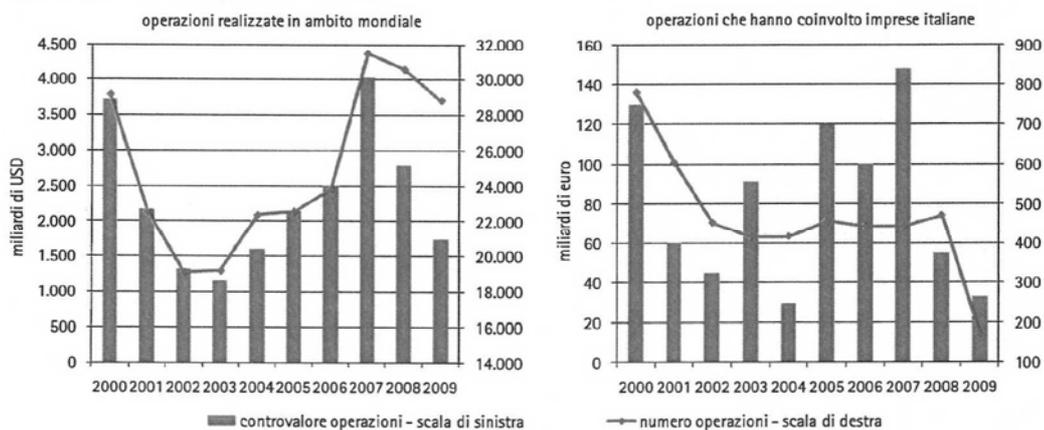
Fonte: Borsa Italiana Spa. <sup>1</sup> Capitalizzazione delle società ammesse alle negoziazioni, calcolata sulla base del prezzo di offerta e del numero di azioni *ante* offerta. <sup>2</sup> In rapporto alla capitalizzazione *post* offerta, misurata al prezzo di offerta. Valori in percentuale, ponderati per l'ammontare delle offerte. <sup>3</sup> Quota percentuale; media semplice.

## 5 Le operazioni di acquisizione e fusione

Gli effetti della crisi finanziaria hanno comportato un'ulteriore significativa riduzione del controvalore complessivo delle operazioni di acquisizione e fusione a livello mondiale (da 2.804 miliardi di dollari nel 2008 a 1.730 nel 2009; -38 per cento circa; Fig. 20). Anche il numero delle operazioni di acquisizione e fusione è risultato in calo, sebbene in misura più

lieve (da 30.557 operazioni nel 2008 a 28.807 operazioni nel 2009; -6 per cento).

Fig. 20 Operazioni di acquisizione e fusione



Fonte: KPMG e Thomson Reuters.

In linea con la generale tendenza riscontrata a livello mondiale, in Italia si è verificata una forte contrazione del controvalore delle operazioni di acquisizione e fusione (da 55 a 33 miliardi di euro; -40 per cento). Il numero delle operazioni si è più che dimezzato, passando da 471 a 172 (minimo storico negli ultimi 20 anni).

Le operazioni di acquisizioni più rilevanti sono state effettuate nel settore dell'energia. In particolare, Enel nel 2009 ha acquisito il 25 per cento di Endesa per 9,6 miliardi di euro (perfezionando di fatto un'operazione iniziata nel 2008); Eni ha acquisito il 41,6 per cento della belga Distrigaz per 1,9 miliardi di euro; Snam rete Gas ha acquisito l'intero capitale sociale di Stolgit e di Italgas per 4,5 miliardi di euro.

Nel corso del 2009 le offerte pubbliche di acquisto e/o scambio (Opa) hanno mostrato una forte flessione rispetto al 2008. Il controvalore complessivo delle Opa su società quotate, pari a 644 milioni di euro, è il più basso degli ultimi 4 anni; inoltre, il numero complessivo di offerte, pari a 10, costituisce il valore minimo dal 1993 (Fig. 21).

Il 60 per cento delle Opa eseguite nel 2009 è costituito da trasferimenti o consolidamenti delle posizioni di controllo che sono stati realizzati tramite offerte preventive. Il 43 per cento circa del controvalore delle operazioni realizzate durante l'anno è rappresentato dall'offerta promossa da Banca Popolare dell'Emilia Romagna sulle azioni Meliorbanca che ha condotto al *delisting* dei titoli oggetto dell'offerta. I trasferimenti di controllo tramite cessioni concordate del pacchetto di controllo seguite da Opa successive sono stati invece 4.