

La Raccolta di capitale e le Offerte pubbliche di acquisto

Tra il 1997 e il 1998, la Borsa italiana ha fornito un rilevante contributo all'attività di finanziamento con capitale di rischio delle imprese e ha contribuito a canalizzare ingenti flussi di risorse finanziarie in occasione delle operazioni finalizzate all'ammissione in Borsa e di quelle collegate alle privatizzazioni.

GLI AUMENTI DI CAPITALE

Nel 1998 sono state effettuate 39 operazioni di aumento di capitale, per una raccolta complessiva di 16.017 miliardi di lire, cifra prossima al record storico registrato nel 1993, pari a 16.193 miliardi di lire. Nel 1997 le operazioni erano state invece 20, per un volume di 7.933 miliardi. Anche la dimensione media delle operazioni è aumentata, passando da 397 miliardi di lire del 1997 a 411 miliardi di lire del 1998, con un incremento del 4%.

- Nel 1998, la distribuzione temporale delle operazioni mostra una chiara concentrazione nel primo semestre, che ha generato un flusso di raccolta superiore a 14.600 miliardi di lire nel periodo gennaio-giugno, pari al 91,6% del totale annuo. Particolarmente cospicue sono risultate le raccolte in occasione delle operazioni promosse nel 1998 da Assicurazioni Generali (4.034 miliardi di lire, corrispondenti a oltre un quarto della raccolta complessiva del periodo), Alitalia (3.000 miliardi di lire, pari a circa il 19% del totale) e Mediobanca (1.333 miliardi di lire, pari a poco più dell'8% del totale). Ciò nonostante, la concentrazione delle risorse raccolte con le tre operazioni di maggiore dimensione, pari nel 1998 al 52%, è nettamente inferiore all'84% fatto registrare nell'anno precedente.
- Il mercato ha fatto fronte senza tensioni all'ingente volume di richiesta di fondi da parte delle società quotate, come dimostra il fatto che i diritti d'opzione non esercitati sono stati molto contenuti: fatta eccezione per un'unica operazione, la quota media di inoptato è stata pari allo 0,26%. L'incidenza del denaro raccolto mediante aumenti di capitale rispetto al controvalore degli scambi di azioni è



Il livello record raggiunto dagli aumenti di capitale nel 1998 è da considerarsi un fenomeno fisiologico, agevolato dalla elevata liquidità del mercato

stata pari al 2,0% nel 1998 e al 2,4% nel 1997, mentre nel biennio 1993-94, precedente periodo-*boom* del ricorso al mercato da parte delle società quotate, tale indicatore si era posizionato prima al 16,0% e poi all'8,0%. Anche l'incidenza rispetto alla capitalizzazione è risultata contenuta nel 1998, con valori prossimi all'1,5%, vicini ai minimi storici. La natura del ricorso al mercato tramite aumenti di capitale da parte delle società quotate osservata nel 1998 è quindi radicalmente diversa rispetto a quella degli anni precedenti. Nonostante la rilevante dimensione, si è trattato di un fenomeno perfettamente fisiologico, mentre, in anni precedenti, livelli elevati di raccolta avevano assunto carattere di eccezionalità, con riferimento tanto alla proporzione tra mercato primario e mercato secondario, quanto alla natura stessa delle operazioni, spesso organizzate per completare grandi e complessi processi di risanamento e ristrutturazione societaria.

- Oltre all'aspetto dimensionale, il 1998 ha portato significativi elementi di novità tecnico-operative nel campo degli aumenti di capitale. La modalità di distribuzione dei titoli relativi agli aumenti di capitale più utilizzata è stata l'offerta in opzione agli azionisti, ma non sono mancati significativi casi di offerta di warrant abbinati alle azioni (Olivetti, Mediobanca, Finmeccanica, Ifil, Banca Intermobiliare, Milano Assicurazioni), o, soprattutto in operazioni finalizzate all'allargamento della base azionaria di società del settore bancario, casi di esclusione del diritto di opzione (Banca Intesa, Banca Carige, Camfin, Banca Popolare di Milano, Cab, Banca Popolare di Lodi, Rolo Banca, UniCredito Italiano). Il denaro raccolto senza ricorrere all'offerta in opzione ai vecchi azionisti è stato pari a circa il 12% del totale, un valore nettamente superiore a quello dell'anno precedente, in cui tale modalità aveva interessato solamente tre operazioni, corrispondenti a poco più dell'1% della raccolta totale.

Oltre agli aumenti di capitale, la Borsa italiana è stata teatro di altre importanti operazioni di finanza straordinaria che hanno interessato in particolar modo società quotate operanti nel settore bancario e assicurativo: nel 1998 fra le maggiori si trova la fusione per incorporazione di Imi nell'Istituto Bancario S.Paolo di Torino, la creazione del gruppo UniCredito Italiano e la ristrutturazione dell'Ina, con lo scorporo delle attività immobiliari conferite all'Unim, società di nuova quotazione.

LE OFFERTE PUBBLICHE DI VENDITA E DI SOTTOSCRIZIONE

In tema di operazioni di offerta di azioni e obbligazioni, nel 1998 Borsa Italiana ha vissuto un periodo interessante dal punto di vista sia della quantità sia della tipologia delle tecniche impiegate.

- Nel 1998, le operazioni di collocamento di azioni finalizzate alla quotazione in Borsa (*Initial Public Offerings*) o alla cessione in offerta pubblica di azioni già quotate hanno raggiunto livelli ragguardevoli sfiorando - nelle 23 operazioni effettuate - i 23.000 miliardi di lire. Tale quota, pur inferiore al valore-record dell'anno precedente pari a oltre 39.000 miliardi di lire, rappresenta uno dei valori più elevati nella storia di Borsa Italiana. Vanno menzionati per la dimensione dell'operazione i collocamenti Eni (quarta *tranche*), Saipem, Aem e Bnl, tutti di ammontare superiore ai 1.000 miliardi di lire, mentre nel 1997 spiccano le operazioni S.Paolo, Eni (terza *tranche*), Telecom Italia e Banca di Roma.
- Le tecniche di offerta al pubblico sono state prevalentemente composite: in quasi tutte le

operazioni, all'offerta al pubblico indistinto è stato affiancato un *private placement*.

- Nei casi delle operazioni finalizzate alla quotazione, inoltre, la tecnica prevalente è stata quella dell'Ops (Offerta Pubblica di Sottoscrizione) o dell'Opvs (Offerta Pubblica di Vendita e Sottoscrizione): secondo tali modalità, tutto l'ammontare raccolto, o almeno una sua parte, è di pertinenza della società emittente. Per ovvie ragioni di *signaling*, queste modalità risultano più gradite al mercato rispetto all'Opv (Offerta Pubblica di Vendita), in cui i fondi vanno a beneficio dei precedenti azionisti della società e non possono quindi contribuire allo sviluppo dell'impresa quotata. Nonostante la frequenza numerica delle Ops e Opvs, la loro incidenza in termini quantitativi risulta contenuta dal momento che le importanti operazioni di privatizzazione realizzate sono avvenute per Opv. Il peso delle diverse tipologie di operazione è stato il seguente: nel 1998 le Opv hanno totalizzato il 61,2%, contro il 64,0% del 1997; nel 1998 le Ops hanno raggiunto lo 0,9% rispetto allo 0,3% del 1997; infine, le Opvs sono calate dal 6,0% del 1997 al 3,0% del 1998, mentre il *private placement* nel 1998 ha ottenuto il 35,0%, rispetto al 29,6% del 1997.
- Tutte le operazioni hanno suscitato una buona accoglienza da parte del mercato, con un rapporto tra titoli richiesti e titoli offerti largamente superiore all'unità.
- Anche le offerte pubbliche di sottoscrizione di titoli obbligazionari, risultate pari a 11.500 miliardi di lire nel 1997 e a 19.000 miliardi di lire nel 1998, hanno raggiunto livelli ragguardevoli, con significative innovazioni sul fronte della struttura tecnica dei titoli offerti. Il ricorso a clausole innovative di indicizzazione del flusso cedolare mediante parametri relativi a mercati azionari, italiano o esteri, o a panieri di poche azioni (*blue chips*) testimonia, in modo indiretto ma significativo, un forte interesse del segmento *retail* per l'investimento azionario. Lo scopo evidente di tali innovazioni è quello di far partecipare il sottoscrittore delle obbligazioni all'andamento dei corsi di strumenti azionari, altrimenti difficilmente accessibili, quali ad esempio azioni di emittenti esteri di chiara fama.

Il numero e le dimensioni delle operazioni di offerta al pubblico sono state significative e caratterizzate da combinazioni innovative delle tecniche impiegate

**TAVOLA 14 - FLUSSI DI INVESTIMENTO CANALIZZATI DALLA BORSA
(MILIARDI DI LIRE)**

Anno	Aumenti di capitale ⁽¹⁾	Collocamenti con OPV	Totale	di cui privatizz.
1993	16 189	1 801	17 990	1 801
1994	15 639	9 809	25 450	9 809
1995	9 211	6 541	15 750	6 301
1996	4 300	10 731	15 029	8 880
1997	8 721	38 590	47 311	38 030
1998	17 102	22.522	39 624	17 703
Totale	71 162	89 994	161 154	82 524

(1) Compresa parte OPS delle IPOs

LE OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO

L'importanza delle operazioni di offerta pubblica di acquisto su società quotate in Borsa è invece diminuita nel 1998, in termini sia di volume totale di risorse coinvolte nelle operazioni, passato da 1.937 miliardi di lire nel 1997 a 702 miliardi di lire nel 1998, sia di numero di operazioni, diminuito dalle 24 del 1997 alle 15 del 1998.

Riguardo alle motivazioni sottostanti alle operazioni, nel 1997 si sono avute sei offerte successive, otto residuali, cinque volontarie e cinque preventive, mentre nel 1998 le successive sono state ugualmente sei, cinque le residuali, due le volontarie e una incrementale. Nel caso di offerte preventive o volontarie, di norma utilizzate per il trasferimento del controllo societario, si è trattato generalmente di offerte amichevoli, in cui il soggetto controllante e il *management* della società oggetto di Opa avevano preventivamente concordato i termini del passaggio di controllo.



La Borsa italiana ha dimostrato, nel biennio 1997-98, di saper rispondere alle rinnovate esigenze degli attori economici, in termini sia di risorse mobilitate a servizio delle operazioni di collocamento di titoli azionari promosse dalle società quotate, sia di operazioni di offerta pubblica di acquisto finalizzata a passaggio di controllo societario. In tal senso, è importante sottolineare il ruolo rivestito dalla Borsa nel gestire senza traumi l'importante discontinuità costituita dalla normativa sulla contendibilità del controllo societario, scaturita dall'entrata in vigore del Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria. L'intensa attività di scambio, la maggiore attenzione alle esigenze delle società emittenti e le riforme che hanno interessato la Borsa nel recente periodo consentono al mercato azionario italiano e agli intermediari che vi operano di fornire risposte adeguate alle esigenze degli emittenti, sia dal punto di vista delle risorse mobilitate, che da quello della qualità e varietà delle tecniche operative a disposizione.