

# La Raccolta di capitale e le Offerte Pubbliche di Acquisto

Dopo tre anni di progressiva discesa, il mercato primario italiano ha assistito a un'inversione di tendenza nell'ammontare delle risorse complessivamente raccolte tramite operazioni di collocamento di azioni e strumenti collegati (warrant e obbligazioni convertibili). L'ammontare totale delle risorse raccolte dalle società emittenti e dagli azionisti delle società di nuova quotazione (con operazioni di *Initial Public Offerings*) o già quotate (con aumenti di capitale a pagamento oppure offerte pubbliche secondarie) ha raggiunto nel 2003 il valore di 12,6 miliardi di euro, un valore quasi doppio rispetto a quello registrato nel 2002 (+91,7%). In questi termini, il 2003 si pone al settimo posto a partire dal 1980, mentre il record storico per raccolta complessiva risale al 1999, con 47,7 miliardi di euro.

## GLI AUMENTI DI CAPITALE

Nel 2003 il dato complessivo relativo alla raccolta tramite aumenti di capitale è salito a 9,8 miliardi di euro, dai 3,7 registrati nel corso del 2002, con un incremento del 167% (tavola 13). Il numero di operazioni a pagamento è salito a 28, il più elevato degli ultimi anni.

**TAVOLA 13 - FLUSSI DI INVESTIMENTO CANALIZZATI DALLA BORSA  
(MILIONI DI EURO)**

Anno	Sottoscrizione di nuove azioni			Aumenti + OPS <sup>(1)</sup>	Vendita di azioni già emesse			Totale	
	Aumenti di capitale	Società quotate	Nuove quotazioni		Società quotate	Nuove quotazioni	Totale		
	(a)	(b)	(c)	(d)=(b)+(c)	(e)=(a)+(d)	(f)	(g)	(h)=(f)+(g)	(i)=(e)+(h)
1990	4 858.7	-	10.9	10.9	4 869.5	-	13.6	13.6	4 883.1
1991	2 506.8	6.2	31.0	37.2	2 544.0	101.4	63.2	164.6	2 708.5
1992	1 563.3	-	857.0	857.0	2 420.3	365.1	-	365.1	2 785.4
1993	8 362.2	-	-	-	8 362.2	1 379.3	-	1 379.3	9 741.5
1994	7 777.0	293.7	96.9	390.6	8 167.6	1 761.1	3 646.8	5 408.0	13 575.6
1995	4 487.4	7.1	254.5	261.6	4 749.0	6.3	3 403.1	3 409.4	8 158.4
1996	1 572.7	-	702.8	702.8	2 275.6	4 680.8	904.0	5 584.8	7 860.4
1997	4 097.1	1 345.4	227.0	1 572.4	5 669.5	18 171.9	590.5	18 762.4	24 431.8
1998	8 214.3	417.7	568.7	986.4	9 200.7	10 655.5	1 103.8	11 759.3	20 960.0
1999	21 886.9	44.8	1 436.4	1 481.2	23 368.0	4 185.9	20 154.6	24 340.5	47 708.5
2000	3 793.1	648.9	5 156.7	5 805.6	9 598.6	5 547.4	1 650.3	7 197.7	16 796.3
2001	7 616.3	420.0	2 178.3	2 598.3	10 214.5	2 720.8	1 662.2	4 383.1	14 597.6
2002	3 692.6	276.5	638.3	914.7	4 607.4	1 434.1	552.0	1 986.2	6 593.5
2003	9 843.3	76.5	66.5	143.0	9 986.3	2 172.8	483.8	2 656.6	12 642.9

(1) Rappresenta il totale delle operazioni di sottoscrizione di nuove azioni (inclusa la parte di *Initial Public Offering* effettuata tramite azioni di nuova emissione).

- Il Mercato Telematico Azionario ha accolto 24 delle 28 operazioni a pagamento (per 9.267 milioni di euro - pari al 94,1% del totale). Si sono inoltre registrati 3 aumenti di capitale da parte di società quotate sul Nuovo Mercato (245 milioni di euro, pari al 2,5%) e 1 operazione di società quotata sul Mercato Expandi (331 milioni, il 3,4% del totale).
- Le 3 maggiori operazioni del 2003 (che hanno raccolto complessivamente poco più della metà del totale) hanno avuto una raccolta superiore a 1 miliardo di euro e sono state realizzate da Edison nei mesi di marzo e aprile (2,1 miliardi), da Fiat in luglio (1,8) e da Unipol nel periodo luglio-agosto (1,1). Tra le altre operazioni, hanno raccolto ammontari superiori a 500 milioni di euro Pirelli & C. (812 milioni), Banca Popolare di Lodi (791), Banca Antonveneta (544) e Ifil (502). Seguono, con importi superiori a 100 milioni di euro e in ordine di controvalore, le operazioni realizzate da Banca Popolare dell'Emilia Romagna (Mercato Expandi), Banca Carige, e.Biscom (Nuovo Mercato), Ifi, Camfin, Aem Torino, Lazio, Snia, Banca Popolare di Intra e Buzzi Unicem. Le altre 11 operazioni hanno raccolto ciascuna risorse al di sotto della soglia di 100 milioni di euro.
- Il dato di raccolta è stato concentrato su alcune operazioni di notevole dimensione, anche se gli indicatori di concentrazione sono in calo. Tra le 28 operazioni a pagamento realizzate nel corso dell'anno, le prime 3 incidono per il 50,6% del controvalore complessivo. Il 66,9% della raccolta complessiva deriva dalle prime 5, percentuale simile a quella realizzata nel 2002 dalle prime 2 operazioni (66,4%).
- La dimensione degli aumenti di capitale è risultata in crescita: la media delle operazioni a pagamento, influenzata dalla dimensione di quelle maggiori, è stata pari a 351,5 milioni di euro, contro i 205,1 nel 2002; la mediana, pari a 107,1 milioni di euro, è cresciuta di quasi 60 milioni (48,1 nel 2002).
- Le operazioni sono avvenute in 3 casi attraverso il collocamento di obbligazioni convertibili, in un caso attraverso azioni ordinarie, di risparmio e obbligazioni convertibili, in 4 casi tramite azioni e warrant e negli altri 20 casi tramite emissione di sole azioni (17 casi di sole ordinarie, un caso di ordinarie e privilegiate, un caso di ordinarie e risparmio, un caso di sole privilegiate).
- Accanto alle operazioni a pagamento sono state effettuate 3 operazioni a titolo gratuito (Banca Popolare di Intra, Cattolica Assicurazioni e Meliorbanca).
- Il rapporto tra valore complessivo della raccolta tramite aumenti di capitale a pagamento e capitalizzazione complessiva del mercato a fine anno è stato pari al 2,0%, superiore agli anni precedenti (0,8% nel 2002, 1,3% nel 2001 e 0,5% nel 2000). L'incidenza del denaro raccolto mediante aumenti di capitale rispetto al controvalore degli scambi di azioni è stato invece pari all'1,4% (0,6% nel 2002, 1,2% nel 2001 e 0,4% nel 2000).

*L'anno 2003 segna il ritorno a un aumento dei livelli di attività del mercato primario, con la crescita della raccolta da parte delle società quotate*

## **LE OPERAZIONI DI COLLOCAMENTO E LE PRIVATIZZAZIONI**

Nel 2003 sono state eseguite 5 operazioni di offerta pubblica, cui va aggiunto il collocamento privato di azioni Enel presso investitori istituzionali. In 4 casi si è trattato di *Initial Public Offerings*. L'unica operazione secondaria presso il pubblico è stata effettuata da Enertad, che ha collocato obbligazioni convertibili per 76,5 milioni di euro.

- Le 6 operazioni di collocamento hanno permesso alle imprese e ai loro azionisti di raccogliere 2,8 miliardi di euro, cifra molto simile a quella registrata dagli 8 collocamenti del 2002 (2,9 miliardi di euro). Il livello resta ancora su valori molto bassi, rappresentando il risultato più basso dell'ultimo decennio (per trovare un dato inferiore bisogna risalire al 1993, nel quale la raccolta complessiva fu pari a 1,4 miliardi).

- Le operazioni di maggiori dimensioni sono state il collocamento privato di Enel (il 6,6% del capitale ordinario, per un controvalore di 2.173 milioni di euro) e il collocamento iniziale di Hera (per 437 milioni di euro). Le altre operazioni hanno avuto controvalori unitari inferiori a 100 milioni di euro.

*L'anno 2003 si è caratterizzato per una forte incidenza delle operazioni di privatizzazione, cui si ascrive circa il 95% del valore complessivo dei titoli collocati*

- Per quanto concerne la provenienza dei titoli offerti, per 2 operazioni si è trattato di Opvs (Offerta Pubblica di Vendita e Sottoscrizione), per 2 operazioni di Opv (Offerta Pubblica di Vendita) e in un caso di Ops (Offerta Pubblica di Sottoscrizione). Nel caso del collocamento della *tranche* di Enel la procedura di collocamento ha seguito la modalità del solo *private placement* attraverso una metodologia di *bought deal*.

- Le società emittenti hanno raccolto complessivamente - sommando la raccolta delle operazioni di sottoscrizione "pure" e la quota parte delle Opvs proveniente da aumento di capitale - 143 milioni di euro (5,1% del totale) contro i 915 milioni di euro del 2002 (pari al 33,7%). I rimanenti 2.657 milioni di euro sono andati a beneficio degli azionisti venditori (94,9%). Anche escludendo il collocamento di Enel (pura Opv), la quota di risorse di spettanza delle società emittenti è nettamente inferiore al 50% (22,8%).

- Si è confermata al di sopra del 50% la quota di risorse raccolte proveniente dagli investitori istituzionali. Anche escludendo il collocamento Enel (considerando il quale la quota

di raccolta in collocamento da questa categoria di investitori raggiunge il 90%) la quota, pari al 65,9% nel 2002, si è attestata al 55,1%, per complessivi 345 milioni di euro. In relazione alle altre categorie di sottoscrittori (sempre escludendo l'operazione Enel), le offerte riservate ai dipendenti degli emittenti hanno contribuito per 12,3 milioni di euro (pari al 2,0% del totale, contro lo 0,8% del 2002) mentre la restante parte, pari a 269 milioni di euro (42,9%, contro il 33,3% del 2001) proviene da offerta pubblica e collocamenti minori riservati ad altri soggetti (quote riservate a residenti in aree determinate, a operatori di *on-line trading* e collocamenti *family and friends*).

- Le 4 società ammesse a quotazione a seguito di IPO hanno raccolto 550 milioni di euro, poco più della metà del dato del 2002 (1.003 milioni di euro).

*Nonostante il numero e il controvalore complessivo delle operazioni di IPOs si sia mantenuto su livelli contenuti (analogamente a quanto accaduto in Europa), i collocamenti delle società di nuova ammissione hanno raccolto oltre 500 milioni di euro*

- I quattro collocamenti finalizzati all'ammissione a quotazione sono avvenuti tutti sul Mercato Telematico Azionario. In ordine cronologico di inizio negoziazioni dei rispettivi titoli, si tratta delle società Meta, Hera, Isagro e Trevisan. Una società (Hera) è stata ammessa al segmento *blue-chip*, una al segmento STAR (Trevisan) e due alla classe 1 del Segmento di Borsa Ordinario (Meta e Isagro). Il collocamento di Isagro, finalizzato all'ammissione sul segmento STAR, ha portato all'ammissione sul segmento di Borsa Ordinario, a seguito della riduzione della dimensione complessiva dell'offerta prevista, che non ha

consentito di raggiungere un sufficiente livello di flottante.

- Nonostante la riduzione del numero di operazioni e del loro controvalore complessivo, sono state presentate richieste di adesione alle IPOs da parte di più di 100.000 investitori *retail* (al lordo delle duplicazioni determinate da chi ha partecipato a più di un'offerta e includendo anche le offerte riservate ai dipendenti), con una crescita del 25% circa rispetto all'anno precedente. La quasi totalità della richiesta è però confluita verso una sola società (Hera), per la quale hanno dichiarato interesse all'acquisto circa 92.000 investitori. I titoli di Meta sono stati richiesti da 3.912 investitori, quelli di Trevisan da 3.041 e quelli di Isagro da 1.318. In media hanno partecipato ai collocamenti istituzionali circa 65 soggetti, italiani o esteri. Anche in questo caso il dato è in leggera crescita rispetto al 2002 (60). Il dato più elevato è stato registrato per il collocamento di Hera (170).
- Le azioni acquistate dagli investitori *retail* hanno rappresentato il 40,8% della raccolta complessiva delle offerte pubbliche finalizzate alla quotazione di nuove società (31,0% nel 2002), a fronte del 59,2% degli investitori istituzionali italiani ed esteri (69,0%). Scomponendo il contributo della componente *retail*, il 22,0% del controvalore complessivo è stato sottoscritto dal pubblico indistinto, il 2,2% da dipendenti o soggetti collegati alle società emittenti e il 16,5% da altri soggetti beneficiari di *tranches* riservate (residenti in determinate aree geografiche, clienti di operatori di *on-line trading*, clienti degli emittenti, ecc.).
- Nei casi di Meta ed Hera era prevista una *bonus share* a favore del pubblico indistinto. Per queste due società sono stati previsti, oltre alle consuete *tranches* dedicate all'offerta pubblica al pubblico indistinto e ai dipendenti e ai *private placements* presso gli investitori istituzionali, ulteriori collocamenti pubblici riservati a investitori appartenenti alle aree geografiche di attività dell'impresa. In entrambi i casi erano previsti incentivi nella forma di *bonus shares*; nel caso di Hera si aggiungeva uno sconto del 2% sul prezzo di collocamento. In tutte le operazioni sono state inoltre previste *tranches* riservate ai dipendenti della società emittente: anche in questi casi sono state presenti forme di incentivazione, in due casi attraverso *bonus shares* (Hera e Meta) e in due casi attraverso uno sconto del 10% sul prezzo di collocamento (Isagro e Trevisan). Inoltre, nel caso di Trevisan una quota di offerta è stata riservata a soggetti scelti nominativamente dalla società emittente (cosiddetta *tranche Family and Friends*), per una quota pari al 9,5% della raccolta complessivamente realizzata.
- Nel caso dell'offerta Trevisan era anche prevista una forma di incentivazione di IPO *remedy share*. In caso di mancato raggiungimento di un livello di EBITDA consolidato per il periodo gestionale dal 1° luglio 2003 al 30 giugno 2004 pari ad almeno 10,5 milioni di euro, la società si impegna ad attribuire agli azionisti, in occasione della data di stacco dividendo per il 2004, 1 azione gratuita ogni 10 possedute. A questa clausola di *remedy share* avevano rinunciato la pressoché totalità degli azionisti esistenti al momento dell'IPO (a eccezione dello 0,1% del capitale ante offerta).
- L'intervento del Consorzio di Garanzia si è reso necessario solo nel caso dell'offerta Trevisan. Nel caso di Isagro la dimensione dell'offerta è stata ridotta, rispetto a quanto inizialmente previsto, del 50% circa.

*La raccolta delle offerte pubbliche finalizzate alla quotazione è stata rappresentata per il 41% dal pubblico retail e per il 59% dagli investitori istituzionali*

- L'opzione *greenshoe*, prevista in tutte le offerte, è stata in seguito esercitata nel caso dei collocamenti di Meta e Hera.
- Al contrario degli anni precedenti, la quota maggioritaria del capitale raccolto in occasione dell'ammissione a quotazione è risultata di competenza degli azionisti che hanno ceduto le proprie partecipazioni, l'87,9%, contro il 36,4% nel 2002. La restante parte (12,1%, contro il 63,6% nel 2002) è confluita direttamente alle società emittenti.
- L'elevata incidenza della quota di Opv per l'anno 2003 si collega alla realizzazione nell'anno di due IPO da parte di società in via di privatizzazione (Meta e Hera). Per la prima il 62,1% del controvalore collocato è stato infatti ceduto da tre comuni (Modena, Vignola e Pavullo) mentre per la seconda si è trattato di una Opv pura (da parte di vari comuni - Bologna, Cesena, Forlì, Imola, Ravenna, Rimini - ed enti locali). La raccolta complessiva per i soggetti venditori è stata di 476 milioni di euro (86,5% del controvalore complessivo collocato nel corso dell'anno tramite IPO).
- Completa il quadro delle privatizzazioni il già citato collocamento del 6,6% del capitale di Enel a Morgan Stanley effettuato il 30 ottobre dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, finalizzato a un successivo ricollocamento delle azioni sul mercato. L'operazione di *bought deal*, realizzata attraverso una procedura competitiva sul prezzo riservata a primarie banche selezionate dal Ministero, ha consentito di raccogliere 2.173 milioni di euro.

### LE OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO

Nel corso dell'anno sono state realizzate 32 operazioni di offerta pubblica di acquisto (22 nel 2002) per un totale di 16,9 miliardi di euro (2,8 nel 2002). Dal 1992, anno di introduzione dell'Opa obbligatoria nell'ordinamento normativo italiano, il dato eguaglia il massimo storico

*L'anno 2003, pareggiando il dato del 1996, ha registrato il massimo storico per numero di operazioni di offerta pubblica di acquisto ed è stato il secondo anno a partire dal 1992 per controvalore complessivo delle operazioni*

del 1996 per numero di operazioni ed è secondo al solo anno 1999 per controvalore complessivo (55,5 miliardi di euro). Le offerte hanno interessato 40 titoli quotati (26 nel 2002).

- Le principali operazioni del 2003, con controvalore superiore al miliardo di euro, sono state le Opa di Newco28 su Autostrade (in gennaio-febbraio, per 6,5 miliardi), di Eni su Italgas (tra dicembre 2002 e gennaio 2003, per 2,5 miliardi) e di Olivetti sulle azioni ordinarie e di risparmio Telecom Italia (in giugno-luglio, complessivamente per 5,3 miliardi). Controvalori superiori a 500 milioni hanno caratterizzato le Opa di Ras sulle proprie azioni ordinarie e di risparmio (complessivamente 709 milioni) e di Banca Popolare di Lodi su Banca Popolare di Cremona(637). Al di sopra di 100 milioni di euro si collocano le operazioni di Banca Antonveneta su Interbanca (sulle azioni ordinarie e obbligazioni convertibili, in febbraio-marzo per 339 milioni e in giugno-luglio per 245 milioni), di Wide Design su Italdesign Giugiaro (210, seguita da una successiva offerta residuale per ulteriori 11 milioni) e di Bipielle Retail su Banco di Chiavari (106). Le altre 22 operazioni hanno avuto ciascuna controvalore inferiore a 100 milioni di euro. Una delle 32 operazioni (Newco Laser su Prima Industrie) non ha avuto successo.
- A fine dicembre 2003 era ancora in corso un'ulteriore operazione: l'Opa residuale di Finn Spa su Manuli Rubber, per un controvalore di 13,4 milioni di euro.

- Con riferimento ai 40 strumenti oggetto di offerta, si è trattato in 22 casi di offerte di tipo volontario (16 nel 2002), in 17 casi di offerte obbligatorie, di cui 10 di tipo residuale (3 nel 2002), e in un caso di offerta preventiva (di tipo totalitaria).

A seguito delle risultanze delle operazioni di Opa, 11 società (contro le 4 del 2002 e le 13 del 2001), per una capitalizzazione complessiva al 30 dicembre 2002 di 8,9 miliardi di euro (245 milioni di euro nel 2002, 13,7 miliardi nel 2001) sono state revocate. L'incidenza rispetto alla capitalizzazione complessiva di Borsa, Nuovo Mercato e Mercato Expandi è stata pari al 2,0%.



Così come in Italia, il numero di operazioni e l'ammontare raccolto sul mercato primario hanno visto nel 2003 un incremento deciso dopo alcuni anni di performance negative. Secondo dati Dealogic, a livello mondiale il numero di operazioni di collocamento di azioni e strumenti collegati (obbligazioni convertibili, warrant ecc., incluse le operazioni di aumento di capitale con il metodo dei diritti) è salito da 2.938 nel 2002 a 3.777 nel 2003 (+28,6%). Il controvalore delle operazioni è salito del 25,1%, da 314,9 a 394,1 miliardi di dollari. Nonostante il forte incremento di attività nel quarto trimestre, l'andamento del mercato delle sole operazioni di *Initial Public Offerings*, che costituiscono parte dell'aggregato sopra riportato, è risultato ancora in calo sull'intero anno, con un numero di operazioni sceso a 803 da 955 e con un valore complessivamente collocato pari a 48,4 miliardi di dollari (-15,9%).

Si è registrato qualche segnale di ripresa anche nello specifico del mercato europeo, prevalentemente dovuto all'andamento registrato nell'ultima parte dell'anno. Dopo aver registrato dati in calo rispetto al 2002 del 68% alla fine del primo trimestre, del 45% alla fine del secondo, del 6% alla fine del terzo, l'anno si è chiuso con una crescita del 14%, con un controvalore complessivo di 100 miliardi di euro e 598 operazioni. Il numero di IPOs realizzate in Europa è sceso da 122 a 92, con una riduzione del 34,9% per controvalore delle operazioni (7,1 miliardi di euro, contro 10,9 nel 2002). La dimensione del mercato primario italiano si è posizionata al quarto posto, con una quota dell'8% circa, preceduta da Germania (25%), Francia (18%) e Regno Unito (18%).