



La Raccolta di capitale e le Offerte Pubbliche di Acquisto

Nel 2004 il mercato primario italiano ha proseguito il trend di crescita - avviato nell'anno precedente - dell'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) ha raggiunto il valore di 15,2 miliardi di euro, con una significativa crescita rispetto a quanto registrato nel 2003 (+20,5%), che pone il 2004 al quinto posto a partire dal 1980 (il record risale al 1999 con 47,7 miliardi di euro). La crescita della raccolta è pressoché interamente legata alla ripresa delle privatizzazioni, che hanno portato a collocamenti per 9,3 miliardi di euro, mentre si è nuovamente ridotto il flusso di risorse affluite direttamente al finanziamento delle imprese.

GLI AUMENTI DI CAPITALE

Nel 2004 il dato complessivo relativo alla raccolta tramite aumenti di capitale è sceso a 3,3 miliardi di euro dai 9,8 registrati nel corso del 2003, attestandosi sul livello più basso dal 1996 (tavola 10). Il numero di operazioni a pagamento è sceso da 28 a 23, mantenendosi su livelli superiori a quelli medi nel periodo recente.

- La Borsa-MTA ha accolto 15 delle 23 operazioni a pagamento (per 2.837 milioni di euro, pari all'87,0% del totale). Si sono inoltre registrati 6 aumenti di capitale da parte di società quotate sul Nuovo Mercato (178 milioni di euro, pari al 5,5%) e 2 operazioni di società quotate sul Mercato Expandi (247 milioni, il 7,6% del totale). Rispetto al 2003, l'incidenza sul totale delle operazioni sui mercati diversi dalla Borsa è cresciuta sia con riferimento al numero che alla raccolta.
- Le 2 maggiori operazioni del 2004 (che hanno raccolto complessivamente poco più della metà del totale) hanno avuto una raccolta superiore a 500 milioni di euro e sono state realizzate da Bnl nei mesi di novembre e dicembre (1,2 miliardi di euro) e da Reti Bancarie Holding in maggio-giugno (0,6). Tra le altre operazioni, hanno raccolto ammontari superiori a 100 milioni di euro Credito Valtellinese (344 milioni di euro), Banca Popolare di Sondrio (220), Buzzi Unicem (206), Chl (120) e Telecom Italia Media (119). Le altre 16 operazioni hanno raccolto ciascuna risorse al di sotto della soglia di 100 milioni di euro.

L'anno 2004 ha visto la prosecuzione della crescita dell'attività del mercato primario, con una raccolta complessiva di 15 miliardi di euro

- L'operazione di Bnl (la maggiore operazione del 2004) si posiziona al 12° posto nella graduatoria delle operazioni di aumento di capitale più consistente dal 1996, quella di Reti Bancarie Holding al 24°.
- La riduzione della raccolta complessiva ha determinato una crescita degli indicatori di concentrazione. Tra le 23 operazioni a pagamento realizzate nel corso dell'anno, le prime 3 incidono per il 66,7% del controvalore complessivo (50,6% lo scorso anno). Il 79,7% della raccolta complessiva deriva dalle prime 5 (66,9%), il 93,7% dalle prime 10 (86,5%).
- La dimensione degli aumenti di capitale è risultata in calo: la media delle operazioni a pagamento, influenzata dalla dimensione di quelle maggiori, è stata pari a 141,8 milioni di euro, contro i 351,5 del 2003; la mediana, pari a 27,1 milioni di euro, è scesa di 80 milioni, posizionandosi su livelli inferiori non solo al 2003 (107,1), ma anche al 2002 (48,1).
- Le operazioni di aumento di capitale sono avvenute quasi sempre attraverso il collocamento di sole azioni ordinarie; in un caso accompagnate da obbligazioni convertibili, in un altro da azioni di risparmio.
- Accanto alle operazioni a pagamento sono state effettuate 6 operazioni a titolo gratuito, in un caso attraverso la consegna di azioni di nuova emissione, nei 5 altri tramite l'aumento del valore nominale.
- La riduzione dell'attività ha ricondotto il rapporto tra valore complessivo della raccolta tramite aumenti di capitale a pagamento e capitalizzazione complessiva del mercato a fine anno allo 0,6%, un livello inferiore al 2003 (2,0%) e in linea con gli 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 allo 0,4% (1,4% nel 2003, 0,6% nel 2002, 1,2% nel 2001 e 0,4% nel 2000).

**TAVOLA 10 - FLUSSI DI INVESTIMENTO CANALIZZATI DALLA BORSA
(MILIONI DI EURO)**

Anno	Aumenti di Sottoscrizione di nuove azioni			Aumenti + OPS⁽¹⁾	Vendita di azioni già emesse			Totale	
	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
2004	3 262.2	-	351.6	351.6	3 613.8	9 337.2	2 278.2	11 615.4	15 229.2

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



LE OPERAZIONI DI COLLOCAMENTO E LE PRIVATIZZAZIONI

Nel 2004 sono state eseguite 10 operazioni di offerta pubblica: in 8 casi si è trattato di *Initial Public Offerings*, in un caso di collocamento di obbligazioni convertibili e in un caso della terza *tranche* della privatizzazione Enel. A questo vanno aggiunti 7 collocamenti privati presso investitori istituzionali.

- Le 17 operazioni di collocamento hanno permesso alle imprese e ai loro azionisti di rac cogliere 12,0 miliardi di euro, un dato in forte crescita rispetto al 2003 (2,8), che si pos ziona al livello più elevato dal 2000 e al quinto posto nella storia del mercato italiano.
- Le due operazioni di maggiori dimensioni sono state l'offerta pubblica di vendita di Enel (il 18,9% del capitale ordinario, per un controvalore di 7.636 milioni di euro) e il colloca mento finalizzato alla quotazione di Terna (per 1.700 milioni di euro). Seguono i colloca menti finalizzati all'ammissione di Azimut (466 milioni di euro) e Geox (344). Le altre operazioni hanno avuto controvalori uni tari inferiori a 100 milioni di euro.
- Per quanto concerne la provenienza dei titoli oggetto di offerta pubblica, per 6 operazioni si è trattato di Opvs (Offerta Pubblica di Vendita e Sottoscrizione), per 3 di Opv (Offerta Pubblica di Vendita) e in un caso di Ops (Offerta Pubblica di Sottoscrizione). Nei casi dei collocamenti privati la procedura ha seguito la modalità del *bought deal* con vendita di azioni.
- Le società emittenti hanno raccolto complessivamente - sommando la raccolta delle ope razioni di sottoscrizione "pure" e la quota parte delle Opvs proveniente da aumento di capitale - 352 milioni di euro (2,9% del totale) contro i 143 milioni di euro del 2003 (pari al 5,1%). I rimanenti 11.615 milioni di euro (97,1%) sono andati a beneficio degli azioni sti venditori. Anche escludendo le 7 operazioni di solo *private placement*, la quota affluita alle società emittenti rappresenta il 3,4% del totale, il dato più basso dal 1993.
- Si è confermata su livelli elevati, di poco inferiore ai due terzi, la quota di risorse raccolte proveniente dagli investitori istituzionali (7,7 miliardi di euro, pari al 64,5% del totale). In relazione alle altre categorie di sottoscrittori, le offerte riservate ai dipendenti degli emit tenti hanno contribuito per 243 milioni di euro (stabili al 2,0% del totale), quelle ai pre cedenti azionisti (concentrate nell'operazione Enel) per 1.548 milioni (12,9%), quelle al pubblico indistinto per 1.976 milioni (16,5% contro il 42,9% del 2003) e quelle riservate ad altri soggetti (residenti in aree determinate, a operatori di *on-line trading* e collocamenti *family and friends*) per 486 milioni (4,1%).
- Le 8 società ammesse a quotazione a seguito di IPO hanno rac colto 2.630 milioni di euro, quasi cinque volte il dato del 2003 (550), e oltre due volte il dato del 2002 (1.003).
- Gli 8 collocamenti finalizzati all'ammissione a quotazione hanno riguardato in sei casi società quotate in Borsa e in due casi sul Mercato Expandi. In ordine cronologico di inizio negoziazioni dei rispettivi titoli, si tratta delle società Dmt (Borsa - Segmento STAR), Terna (Borsa - Segmento *blue-chips*), Procomac (Borsa - Segmento Ordinario), Azimut Holding (Borsa - Segmento Ordinario), Greenvision Ambiente (Mercato Expandi), Panariagroup (Borsa - Segmento STAR), Rgi (Mercato Expandi) e Geox (Borsa - Segmento *blue-chips*).

L'anno 2004 si è caratterizzato per una forte incidenza delle operazioni di privatizzazione, cui si ascrive l'80% del valore complessivo dei titoli collocati

I collocamenti delle società di nuova ammissione hanno raccolto oltre 2,6 miliardi di euro

- La ripresa del numero di operazioni e del loro controvalore complessivo è stata accompagnata dalla crescita della partecipazione degli investitori: le richieste di adesione alle IPOs da parte degli investitori *retail* (al lordo delle duplicazioni determinate da chi ha partecipato a più di un'offerta e includendo anche le offerte riservate ai dipendenti) sono salite da poco più di 100.000 a 269.000. La concentrazione del numero di adesione sull'operazione principale (Terna) appare in linea con il peso proporzionale in termini di raccolta. In media hanno partecipato ai collocamenti istituzionali poco meno di 100 soggetti, italiani o esteri. Anche in questo caso il dato è in crescita rispetto al 2003 (65). Il dato più elevato è stato registrato per il collocamento di Terna (248) e Geox (194).

La raccolta delle offerte pubbliche finalizzate alla quotazione è stata rappresentata per il 40% dal pubblico retail, e per il 60% dagli investitori istituzionali

- Le azioni acquistate dagli investitori *retail* hanno rappresentato il 40,4% della raccolta complessiva delle offerte pubbliche finalizzate alla quotazione di nuove società (un livello stabile rispetto al 40,8% nel 2003), a fronte del 59,6% degli investitori istituzionali italiani ed esteri (59,2%). Scomponendo il contributo della componente *retail*, il 21,0% del controvalore complessivo è stato sottoscritto dal pubblico indistinto (21,0% nel 2003), il 4,2% da dipendenti o soggetti collegati alle società emittenti (2,2%) e il 15,2% (16,5%) da altri soggetti beneficiari di *tranches* riservate (azionisti di società controllanti, clienti, *family & friends*).

- Nel caso di Terna era prevista una *bonus share* a favore degli investitori *retail*, differenziata tra pubblico indistinto e azionisti Enel (1 azione ogni 20) e dipendenti (1:10), per chi detenga ininterrottamente le azioni per 18 mesi. Nel collocamento Procomac era previsto uno sconto a favore dei dipendenti, subordinato a un *lock-up* di tre anni. Nel caso di Azimut Holding (una società di gestione del risparmio), era prevista una *tranche* specifica riservata ai clienti-sottoscrittori, mentre era previsto che i promotori finanziari potessero partecipare alla *tranche* prevista per i dipendenti. Il meccanismo della *bonus share* (1 azione ogni 10, dopo 12 mesi) è stato applicato anche al collocamento Panariagroup. Nel caso di Rgi, infine, 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.
- L'opzione di *greenshoe*, prevista in tutte le offerte, è stata in seguito esercitata nel caso dei collocamenti di Terna (13,0% della raccolta complessiva), Greenvision Ambiente (13,5%), Panariagroup (9,1%), Rgi (8,3%) e Geox (13,0%).
- La domanda delle azioni offerte in IPO è stata sostenuta: la media del rapporto di *over-subscription* dei titoli è stata di 2,3 (risaltano in particolare il 6,7 di Geox e il 3,3 di Greenvision Ambiente), quella relativa al numero di richiedenti a 1,28. Nel caso del numero di azioni la pressione è stata superiore sul versante della domanda istituzionale (2,7 contro l'1,7 del *retail*), mentre sotto il profilo del numero di richiedenti (come prevedibile considerando le grandezze in gioco) il *retail* è prevalso rispetto agli istituzionali (1,28 contro 1,18).
- Confermando il trend affermatosi nel 2003, 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'86,6%, contro l'87,9% nel 2003. La restante parte (13,4%, contro il 12,1% nel 2003) è confluita direttamente alle società emittenti. Al netto



dell'operazione Terna (interamente in Opv), il quadro appare però più bilanciato, con una quota affluita alle imprese pari al 37,8%.

- L'elevata incidenza della quota di Opv per l'anno 2004 si collega alla realizzazione dell'IPO per la privatizzazione di Terna e alla prevalenza della componente Opv all'interno delle altre principali operazioni (Azimut Holding e Geox). Le operazioni di importo inferiore sono state invece caratterizzate dalla prevalenza della componente rappresentata da azioni di nuova emissione.
- La realizzazione dell'IPO di Terna e il collocamento della terza *tranche* Enel hanno determinato una netta ripresa della raccolta da operazioni di privatizzazione, che ha raggiunto i 9,3 miliardi di euro, il dato più elevato dal 1999, che posiziona il 2004 al quarto posto nella storia del mercato italiano. Il collocamento Enel rappresenta in particolare la terza operazione per raccolta, dopo l'offerta iniziale per la quotazione della stessa società nel 1999 e la privatizzazione di Telecom Italia nel 1997.

Il 2004 ha visto una ripresa delle privatizzazioni, con una raccolta di 9,3 miliardi di euro, la più elevata dal 1999.

LE OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO

Nel corso dell'anno sono state realizzate 19 operazioni di offerta pubblica di acquisto (32 nel 2003) per un totale di 530 milioni di euro (16,9 miliardi nel 2003). Dal 1992, anno di introduzione dell'Opa obbligatoria nell'ordinamento normativo italiano, si tratta del quarto anno più basso per numero di operazioni e del secondo più basso per controvalore complessivo (superiore ai soli 363 milioni di euro del 1998). Le offerte hanno interessato 19 titoli quotati (40 nel 2003).

- Le principali operazioni del 2004, con controvalore superiore a 100 milioni di euro, sono state le Opa di Giro Investimenti su Saeco (in maggio-giugno, per 211 milioni) e Dina Italia su Ericcson (maggio-giugno, per 135 milioni). In 10 operazioni - caratterizzate da un numero contenuto di azioni consegnate - il controvalore è risultato inferiore a 10 milioni di euro, in 7 casi a 2 milioni.
- Con riferimento ai 19 strumenti oggetto di offerta, si è trattato in 5 casi di offerte di tipo volontario (22 nel 2003), in 14 casi di offerte obbligatorie, di cui 4 di tipo residuale (10 nel 2003).

Nel 2004 sono state realizzate 19 offerte pubbliche di acquisto, per un controvalore complessivo di 530 milioni di euro

A seguito delle risultanze delle operazioni di Opa, 4 società (contro le 11 del 2003, le 4 del 2002 e le 13 del 2001), per una capitalizzazione complessiva a fine anno precedente di 2,1 miliardi di euro (8,9 miliardi nel 2003, 245 milioni 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 allo 0,4%.