



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

RELAZIONE PER L'ANNO 2003

BOZZE DI STAMPA

ROMA, 31 MARZO 2004

COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Presidente

Lamberto CARDIA

Componenti

Enrico CERVONE

Carla RABITTI BEDOGNI

Paolo DI BENEDETTO

Direttore Generale

Massimo TEZZON

RELAZIONE PER L'ANNO 2003

<i>L'EVOLUZIONE DEL QUADRO DI RIFERIMENTO</i>	1
<i>Il governo delle società quotate</i>	3
<i>I mercati e le imprese</i>	18
<i>L'intermediazione mobiliare</i>	49
 <i>L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB</i>	 61
<i>La vigilanza sulle società</i>	63
<i>La vigilanza sui mercati</i>	85
<i>La vigilanza sugli intermediari mobiliari</i>	96
<i>I provvedimenti sanzionatori e cautelari</i>	107
<i>L'attività regolamentare e interpretativa e gli sviluppi internazionali</i>	117
<i>Le relazioni internazionali</i>	140
<i>I controlli giurisdizionali sull'attività della Consob</i>	149
<i>La gestione interna e le relazioni con l'esterno</i>	155
 <i>APPENDICE STATISTICA</i>	 163

INDICE GENERALE

<i>L'EVOLUZIONE DEL QUADRO DI RIFERIMENTO</i>	1
I. <i>IL GOVERNO DELLE SOCIETÀ QUOTATE</i>	
<i>La struttura proprietaria e gli assetti di controllo</i>	3
<i>Il mercato del controllo societario</i>	8
<i>La partecipazione alle assemblee societarie</i>	10
<i>La struttura dei consigli di amministrazione</i>	15
II. <i>I MERCATI E LE IMPRESE</i>	
<i>I mercati delle azioni e degli strumenti derivati</i>	18
<i>Il mercato obbligazionario</i>	29
<i>Le operazioni di raccolta di capitali e di quotazione: un quadro d'insieme</i>	36
<i>Le offerte finalizzate alla quotazione di titoli azionari</i>	39
<i>Il collocamento di titoli delle società quotate e le operazioni di finanza straordinaria</i>	43
<i>Le operazioni di raccolta di società non quotate e di emittenti esteri</i>	47
III. <i>L'INTERMEDIAZIONE MOBILIARE</i>	
<i>L'andamento del settore</i>	49
<i>La gestione collettiva del risparmio</i>	51
<i>I servizi di investimento</i>	56

L'ATTIVITÀ DELLA CONSOB	61
 IV. LA VIGILANZA SULLE SOCIETÀ	
<i>La vigilanza sull'informativa societaria</i>	63
<i>L'informativa nell'appello al pubblico risparmio e nelle operazioni di finanza straordinaria</i>	68
<i>L'informativa in sede assembleare</i>	75
<i>L'informativa contabile</i>	76
<i>Le società di revisione</i>	81
 V. LA VIGILANZA SUI MERCATI	
<i>Gli abusi di mercato</i>	85
<i>La gestione dei mercati regolamentati e gli scambi organizzati</i>	90
<i>I servizi di compensazione, liquidazione e gestione accentrata di strumenti finanziari</i>	93
 VI. LA VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI MOBILIARI	
<i>Le banche, le Sim e gli agenti di cambio</i>	96
<i>Le società di gestione collettiva del risparmio</i>	100
<i>I promotori finanziari</i>	105
 VII. I PROVVEDIMENTI SANZIONATORI E CAUTELARI	
<i>I provvedimenti relativi agli intermediari e ai promotori finanziari</i>	107
<i>I provvedimenti relativi agli emittenti e alle società di revisione</i>	111
<i>L'attività di enforcement via internet</i>	115

VIII.	<i>L'ATTIVITÀ REGOLAMENTARE E INTERPRETATIVA E GLI SVILUPPI INTERNAZIONALI</i>	
	<i>La disciplina dell'appello al pubblico risparmio</i>	117
	<i>La disciplina dell'informativa societaria continua</i>	124
	<i>La disciplina dell'informativa contabile e periodica e delle società di revisione</i>	127
	<i>La disciplina dei mercati e degli scambi organizzati</i>	129
	<i>La disciplina degli intermediari</i>	136
IX.	<i>LE RELAZIONI INTERNAZIONALI</i>	
	<i>La cooperazione internazionale</i>	140
	<i>L'attività dell'Unione Europea</i>	144
	<i>L'attività dell'International Organization of Securities Commissions (Iosco)</i>	147
X.	<i>I CONTROLLI GIURISDIZIONALI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB</i>	
	<i>Il contenzioso sui provvedimenti in materia di vigilanza</i>	149
	<i>La verifica in sede giurisdizionale dell'attività dell'Istituto</i>	153
XI.	<i>LA GESTIONE INTERNA E LE RELAZIONI CON L'ESTERNO</i>	
	<i>La gestione organizzativa</i>	155
	<i>La gestione finanziaria</i>	156
	<i>La gestione delle risorse umane</i>	158
	<i>Le relazioni con l'esterno e l'attività di investor education</i>	159
	APPENDICE STATISTICA	163
	<i>Indice delle tavole</i>	165
	<i>Tavole statistiche</i>	169
	<i>Note metodologiche</i>	229

INDICE DEL MATERIALE ILLUSTRATIVO

I. IL GOVERNO DELLE SOCIETÀ QUOTATE

Fig. I.1	La distribuzione della proprietà nelle società quotate in Borsa	3
Tav. I.1	Struttura proprietaria delle società quotate in Borsa	5
Tav. I.2	Partecipazioni rilevanti nelle società quotate in Borsa	6
Tav. I.3	Struttura proprietaria delle società quotate sul Nuovo Mercato	7
Tav. I.4	Premi di controllo nelle Opa successive	9
Tav. I.5	Distribuzione delle società quotate in Borsa per numero di partecipanti alle assemblee 2002 e 2003	11
Tav. I.6	Quota dei diritti di voto detenuta dagli azionisti rilevanti e dagli investitori istituzionali nelle assemblee delle società quotate (Mib30 e Midex)	12
Tav. I.7	Quota dei diritti di voto detenuta dagli azionisti rilevanti e dagli investitori istituzionali nelle assemblee 2003 delle società quotate del segmento Star	13
Tav. I.8	Quota dei diritti di voto detenuta dagli investitori istituzionali non rilevanti nelle assemblee 2003 delle società quotate	14
Tav. I.9	Quota dei diritti di voto detenuta dagli investitori istituzionali non rilevanti nelle assemblee 2003 delle società quotate per settore di appartenenza della società	14
Tav. I.10	Distribuzione percentuale delle società quotate in Borsa nel 2003 per numero di componenti del consiglio di amministrazione in relazione al settore di attività	15
Tav. I.11	Numero medio di amministratori delle società quotate in Borsa nel 2003 per modello di controllo	16
Tav. I.12	Società quotate in Borsa interessate da interlocking nel 2003	17

II. I MERCATI E LE IMPRESE

Fig. II.1	Andamento dei corsi azionari	18
Fig. II.2	Indicatori di volatilità e indice Mib30	19
Tav. II.1	Acquisti netti di azioni quotate italiane	24
Tav. II.2	Covered warrants quotati	27

Tav. II.3	Strumenti finanziari derivati scambiati sull'Idem nel 2003	28
Tav. II.4	Obbligazioni corporate emesse da gruppi italiani	30
Fig. II.3	Ricorso al mercato obbligazionario da parte dei principali gruppi industriali italiani quotati	31
Fig. II.4	Obbligazioni bancarie ordinarie e strutturate	35
Tav. II.5	I collocamenti finalizzati alla quotazione su mercati regolamentati e le altre operazioni di sollecitazione	37
Tav. II.6	Ammissioni a quotazione nei principali mercati azionari europei	38
Tav. II.7	Offerte finalizzate all'ammissione a quotazione di titoli azionari	39
Tav. II.8	Sconto alla quotazione	41
Tav. II.9	Rapporti creditizi e partecipativi fra società ammesse a quotazione e intermediari collocatori	42
Tav. II.10	Investitori istituzionali nell'azionariato delle società neoquotate	43
Tav. II.11	Collocamento di azioni e obbligazioni convertibili di società quotate	44
Tav. II.12	Offerte pubbliche su titoli non quotati	47
 <i>III. L'INTERMEDIAZIONE MOBILIARE</i>		
Tav. III.1	Patrimonio delle gestioni individuali e collettive	49
Tav. III.2	Commissioni da operazioni di intermediazione mobiliare di banche, Sim e Sgr	50
Tav. III.3	Composizione del patrimonio gestito da fondi comuni di investimento per tipologia di fondo: Europa e Stati Uniti	52
Tav. III.4	Composizione di portafoglio dei fondi comuni di diritto italiano	53
Tav. III.5	Assetti proprietari delle società di gestione di fondi comuni	54
Tav. III.6	Commissioni da intermediazione mobiliare	57
Tav. III.7	Gestioni individuali: ripartizione del patrimonio per soggetto gestore	58
Tav. III.8	Gestioni patrimoniali individuali di banche, Sgr e Sim	59
Tav. III.9	Intermediari per servizi di investimento autorizzati	60
 <i>IV. LA VIGILANZA SULLE SOCIETÀ</i>		
Tav. IV.1	Vigilanza sull'informativa societaria, gli assetti proprietari e gli studi	64

Tav. IV.2	Emittenti con strumenti finanziari diffusi	65
Tav. IV.3	Operazioni con parti correlate comunicate al mercato da società quotate nel 2003	67
Tav. IV.4	Attività di vigilanza Consob in materia di sollecitazione, ammissione a quotazione e operazioni di finanza straordinaria	69
Tav. IV.5	Strumenti oggetto di offerte pubbliche di acquisto e/o di scambio per cui è stato concesso il nulla osta nel 2003	74
 <i>V. LA VIGILANZA SUI MERCATI</i>		
Tav. V.1	Risultanze delle indagini in materia di insider trading e aggio	85
Tav. V.2	Tipologia delle informazioni privilegiate nelle segnalazioni all'Autorità Giudiziaria in cui si ipotizza il reato di insider trading	86
Tav. V.3	Esiti delle relazioni inviate all'Autorità Giudiziaria in materia di insider trading e aggio	88
Tav. V.4	Interventi dell'Istituto in procedimenti penali relativi a reati di insider trading e aggio	89
 <i>VI. LA VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI MOBILIARI</i>		
Tav. VI.1	Esposti degli investitori in materia di servizi di investimento	97
Tav. VI.2	Corporate bonds nel portafoglio delle gestioni individuali e collettive di banche, Sim e Sgr	102
Tav. VI.3	Obbligazioni corporate dei principali gruppi quotati detenute dalle Sgr nell'ambito della gestione collettiva e individuale	104
Tav. VI.4	Incroci fra i consigli di amministrazione delle Sgr e quelli delle società del gruppo	105
 <i>VII. I PROVVEDIMENTI SANZIONATORI E CAUTELARI</i>		
Tav. VII.1	Sanzioni amministrative pecuniarie proposte nei confronti di intermediari mobiliari	107
Tav. VII.2	Sanzioni amministrative pecuniarie proposte nei confronti di esponenti aziendali di intermediari nel 2003	108
Tav. VII.3	Principali violazioni riscontrate nell'attività di vigilanza sugli intermediari mobiliari nel 2003	109

Tav. VII.4	Principali violazioni riscontrate nell'attività di vigilanza nel 2003 per tipologia di intermediario	110
Tav. VII.5	Sanzioni amministrative proposte dalla Consob al Ministero dell'economia e delle finanze in materia di appello al pubblico risparmio, informativa societaria e deleghe di voto	112
Tav. VII.6	Pagamenti in misura ridotta a fronte di contestazioni di violazioni delle norme in materia di appello al pubblico risparmio, informativa societaria e deleghe di voto	113
Tav. VII.7	Provvedimenti cautelari relativi a operazioni di sollecitazione	114
 <i>IX. LE RELAZIONI INTERNAZIONALI</i>		
Tav. IX.1	Cooperazione internazionale	141
 <i>X. I CONTROLLI GIURISDIZIONALI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB</i>		
Tav. X.1	Ricorsi contro atti proposti o adottati dall'Istituto	149
 <i>XI. LA GESTIONE INTERNA E LE RELAZIONI CON L'ESTERNO</i>		
Tav. XI.1	Schema riassuntivo entrate e spese	157
Tav. XI.2	Il personale	158
Tav. XI.3	Accessi alle pagine del sito internet	161

INDICE DEI RIQUADRI

1.	<i>Le sospensioni dalle negoziazioni dei titoli azionari nel 2003</i>	20
2.	<i>L'operatività dei fondi comuni di diritto italiano sui titoli del Nuovo Mercato</i>	25
3.	<i>Le asset backed securities</i>	32
4.	<i>Il risparmio gestito dagli intermediari assicurativi</i>	54
5.	<i>Il Sistema Automatico Integrato di Vigilanza sui Mercati (S.A.I.Vi.M.)</i>	87
6.	<i>La direttiva sugli abusi di mercato e le misure di implementazione in corso di definizione</i>	134

*L'EVOLUZIONE
DEL QUADRO DI RIFERIMENTO*

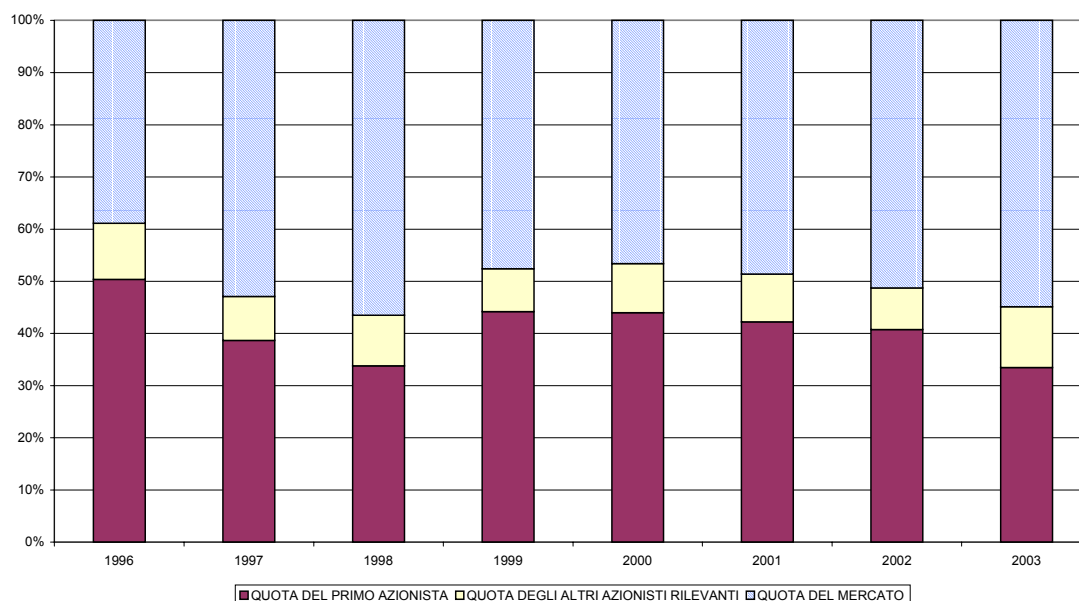
I. IL GOVERNO DELLE SOCIETÀ QUOTATE

La struttura proprietaria e gli assetti di controllo

Nel corso del 2003 la struttura proprietaria e gli assetti di controllo delle società quotate hanno mostrato una sensibile attenuazione di alcune tra le loro principali caratteristiche strutturali, rappresentate da un'elevata concentrazione della proprietà e dalla ridotta contendibilità del controllo, che hanno storicamente contraddistinto il modello di *corporate governance* delle società quotate italiane. Benché tali caratteristiche continuino a essere ancora presenti in misura rilevante, nel 2003 appare infatti rafforzata una tendenza, già emersa negli ultimi 4 anni, verso una maggiore diffusione proprietaria e assetti di controllo meno rigidi (Fig. I.1).

FIG. I.1

LA DISTRIBUZIONE DELLA PROPRIETÀ NELLE SOCIETÀ QUOTATE IN BORSA



Vari fattori hanno concorso nel 2003 a favorire tale rafforzamento. In primo luogo, si sono verificate alcune operazioni di semplificazione di catene societarie all'interno di gruppi di grandi dimensioni che, attraverso la fusione di società poste a diversi livelli della catena, hanno comportato una diluizione della quota di proprietà degli azionisti rilevanti. Un secondo elemento che ha favorito la riduzione della concentrazione è rappresentato dalla evoluzione della composizione del listino che ha visto da un lato l'uscita dal mercato, attraverso il delisting, di numerose società caratterizzate da un'elevata concentrazione proprietaria, e dall'altro un ridotto numero di nuove società quotate, che solitamente hanno una

concentrazione più elevata della media. Infine, alcune tipologie di azionisti rilevanti, soprattutto le fondazioni bancarie e i soggetti pubblici, hanno ridotto le loro partecipazioni di controllo, rispettivamente sotto la spinta della normativa e della continuazione del processo di privatizzazione.

La conseguenza di questa evoluzione è stata un ritorno degli indicatori di concentrazione proprietaria sui livelli più bassi dell'ultimo decennio, registrati in coincidenza con la fase più intensa delle privatizzazioni.

Nel corso del 2003, la quota media del primo azionista delle società quotate sul Mercato Telematico Azionario (Borsa) si è ridotta di circa 7 punti percentuali, passando dal 40,7 per cento del 2002 al 33,5 per cento del 2003 (Tav. aI.1). Sebbene la quota degli altri azionisti rilevanti (cioè con partecipazioni superiori al 2 per cento dei diritti di voto) sia cresciuta dall'8 all'11,6 per cento, la quota del mercato (cioè dei soggetti con partecipazioni inferiori al 2 per cento) è salita dal 51,2 al 54,9 per cento. Tale valore si è attestato ai livelli registrati fra il 1997 e il 1998 a seguito delle privatizzazioni e della cessione di quote azionarie riconducibili a soggetti pubblici (il peso delle partecipazioni rilevanti riconducibili al settore pubblico sulla capitalizzazione di borsa passò infatti dal 32,5 per cento nel 1996 all'8,8 per cento nel 1998).

Anche la contendibilità del controllo delle società quotate è aumentata nel 2003, sebbene in misura inferiore alla diffusione proprietaria, mostrando in particolare uno spostamento verso modelli di controllo coalizionali.

Nel corso del 2003, il numero di società quotate in Borsa controllate da un singolo azionista, di diritto o di fatto a seconda che la quota di diritti di voti esercitabili da tale azionista in assemblea ordinaria sia o meno superiore al 50 per cento del totale, è diminuito di 24 unità rispetto al 2002, equamente ripartite tra le due forme di controllo, e il loro peso sulla capitalizzazione complessiva del mercato si è ridotto di quasi sei punti percentuali per le società controllate di diritto, passando dal 46 al 40,2 per cento, e di circa 3 punti percentuali per le società controllate di fatto, passando dal 28,4 al 25,5 per cento (Tavv. I.1 e aI.2). È invece aumentato sia il numero che il peso delle società controllate da un patto di sindacato, passati rispettivamente da 20 a 28 e dal 10,2 al 15,3 per cento.

I patti di sindacato svolgono un ruolo importante negli assetti proprietari e di controllo delle società quotate. In circa un quinto delle società quotate è presente un patto di sindacato, che nella maggior parte dei casi prevede clausole relative sia all'esercizio dei diritti di voto che alla trasferibilità delle azioni (patti cosiddetti globali).

Alla fine del 2003, patti di tipo globale sono presenti in 34 società quotate in Borsa, mentre per 17 società i patti riguardano esclusivamente l'esercizio del diritto di voto (patti cosiddetti di voto presenti in 9 società) o la trasferibilità delle azioni (patti cosiddetti di blocco presenti in 8 società) (Tavv. aI.3 e aI.4). Inoltre, per 21 società quotate sono stati istituiti patti di sindacato sulla società non quotata controllante (Tav. aI.5).

L'evoluzione in atto negli assetti proprietari si riflette anche nella distribuzione delle partecipazioni rilevanti per tipologia di azionista, nelle società quotate in Borsa, che ha visto nel 2003 una riduzione della quota detenuta dalle società di capitali e dai soggetti pubblici e un aumento della quota detenuta dai soggetti esteri (Tav. aI.6).

TAV. I.1

STRUTTURA PROPRIETARIA DELLE SOCIETÀ QUOTATE IN BORSA¹
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE)

	2001		2002		2003	
	NUMERO	PESO ²	NUMERO	PESO ²	NUMERO	PESO ²
MODELLI DI CONTROLLO						
DI DIRITTO	135	49,7	142	46,0	130	40,2
DI FATTO	37	22,5	37	28,4	25	25,5
PATTO DI SINDACATO	21	11,4	20	10,2	28	15,3
NON CONTROLLATE	39	16,4	32	15,4	36	19,0
<i>TOTALE</i>	<i>232</i>	<i>100,0</i>	<i>231</i>	<i>100,0</i>	<i>219</i>	<i>100,0</i>
CONCENTRAZIONE						
PRIMO AZIONISTA		42,2		40,7		33,5
ALTRI AZIONISTI RILEVANTI		9,2		8,0		11,6
MERCATO		48,6		51,2		54,9
<i>TOTALE</i>		<i>100,0</i>		<i>100,0</i>		<i>100,0</i>

Fonte: Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² In percentuale sulla capitalizzazione del capitale ordinario di tutte le società quotate in Borsa.

La quota delle società di capitali si è ridotta dal 16,8 al 12,3 per cento in conseguenza soprattutto della semplificazione di alcune strutture di gruppo che hanno al vertice tale categoria di soggetti. Più contenuta ma comunque significativa è stata la riduzione del peso delle fondazioni, passato dal 4,5 al 3,6 per cento, e del settore pubblico (Stato e enti locali), passato dal 12,3 all'11,2 per cento. È invece aumentata la quota dei soggetti esteri sulla capitalizzazione di mercato, cresciuta dal 4,9 al 6,7 per cento circa.

La ricomposizione della distribuzione della proprietà tra gli azionisti rilevanti assume particolare rilievo se si considera il settore di appartenenza delle società quotate (Tav. I.2).

Per le società quotate del settore finanziario, i principali cambiamenti hanno riguardato la riduzione del peso delle fondazioni, passato dal 12,4 al 8,8, l'aumento del peso dei soggetti esteri, passato dal 7,9 all'11,1. Una riduzione del grado complessivo di concentrazione proprietaria ha invece interessato le società quotate del settore industriale, particolarmente rilevante per le partecipazioni dello Stato e degli enti locali, il cui peso si è ridotto dal 18,4 del 2002 al 15,9 del 2003. Per le società quotate del settore dei servizi, per le quali si riscontra un aumento della concentrazione proprietaria, il cambiamento più rilevanti riguarda

la riduzione del peso delle società di capitali, passato dal 32,7 del 2002 al 24,8 del 2003, mentre un generalizzato aumento del peso è rilevabile per tutte le altre categorie di soggetti rilevanti.

TAV. I.2

PARTECIPAZIONI RILEVANTI NELLE SOCIETÀ QUOTATE IN BORSA¹

	2002			2003		
	SETTORE DELLE SOCIETÀ PARTECIPATE			SETTORE DELLE SOCIETÀ PARTECIPATE		
	FINANZIARIO	INDUSTRIALE	SERVIZI	FINANZIARIO	INDUSTRIALE	SERVIZI
SOGGETTI DICHIARANTI						
SOGGETTI ESTERI	7,9	5,2	1,7	11,1	4,0	4,0
ASSICURAZIONI	2,7	0,3	--	2,8	0,1	0,2
BANCHE	9,1	0,5	--	9,1	0,2	0,2
FONDAZIONI	12,4	--	--	8,8	--	--
INVESTITORI ISTITUZIONALI	0,8	0,8	0,5	--	--	--
SOCIETÀ DI CAPITALI	5,5	9,8	32,7	6,0	11,2	24,8
STATO E ENTI LOCALI	0,9	18,4	19,0	0,9	15,9	23,5
PERSONE FISICHE	2,9	9,1	4,3	4,0	8,7	7,4
<i>TOTALE</i>	<i>42,2</i>	<i>44,1</i>	<i>58,2</i>	<i>42,7</i>	<i>40,1</i>	<i>60,4</i>
NUMERO SOCIETÀ	83	101	47	78	97	44
PESO ²	38,9	25,4	35,7	42,4	30,2	27,4

Fonte: Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Partecipazioni superiori al 2 per cento del capitale votante. Rapporto in percentuale tra valore di mercato delle partecipazioni controllate sul capitale ordinario e capitalizzazione del capitale ordinario di tutte le società quotate in Borsa. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² Peso della capitalizzazione del capitale ordinario delle società del settore sul totale della capitalizzazione del capitale ordinario di Borsa.

La tendenza alla riduzione della concentrazione proprietaria e della stabilità del controllo ha riguardato anche il Nuovo Mercato, dove ha assunto caratteristiche più accentuate rispetto al mercato principale (Tavv. I.3 e al.2).

TAV. I.3

STRUTTURA PROPRIETARIA DELLE SOCIETÀ QUOTATE SUL NUOVO MERCATO¹
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE)

	2001		2002		2003	
	NUMERO	PESO ²	NUMERO	PESO ²	NUMERO	PESO ²
MODELLI DI CONTROLLO						
DI DIRITTO	15	42,0	12	43,4	10	18,5
DI FATTO	7	36,3	9	33,2	11	35,0
PATTO DI SINDACATO	9	12,7	10	13,3	3	2,0
NON CONTROLLATE	13	9,0	12	10,1	17	44,6
<i>TOTALE</i>	<i>44</i>	<i>100,0</i>	<i>43</i>	<i>100,0</i>	<i>41</i>	<i>100,0</i>
CONCENTRAZIONE						
PRIMO AZIONISTA		41,8		41,0		36,2
ALTRI AZIONISTI RILEVANTI		23,7		21,8		19,4
MERCATO		34,5		38,2		44,4
<i>TOTALE</i>		<i>100,0</i>		<i>100,0</i>		<i>100,0</i>

Fonte: Archivio Consob sulla trasparenza proprietaria. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² In percentuale sulla capitalizzazione del capitale ordinario di tutte le società quotate sul Nuovo Mercato.

La quota del mercato per il complesso delle società quotate sul Nuovo Mercato è aumentata negli ultimi due anni di circa 10 punti percentuali, passando dal 34,5 per cento nel 2001 al 38,2 nel 2002 e al 44,4 nel 2003. La riduzione della concentrazione ha riguardato in ugual misura la quota del primo azionista e quelle degli altri azionisti rilevanti, ridottesi entrambe di circa 5 punti percentuali.

Nel 2003 si è ridotto inoltre in misura notevole il peso delle società controllate di diritto, passato dal 43,4 per cento al 18,5, anche se tale mutamento è dovuto quasi interamente al cambiamento del modello di controllo di una società che capitalizza circa un quarto del valore complessivo delle società quotate sul Nuovo Mercato. Si è molto ridotta anche la presenza di società controllate da patti di sindacato, passate da 10 a 3 e conseguentemente il loro peso sulla capitalizzazione complessiva del Nuovo Mercato, passata dal 13,3 del 2002 al 2 per cento del 2003, mentre sostanzialmente stabile è rimasto il peso delle società controllate di fatto da un azionista (il loro numero è aumentato). Il modello di controllo delle società del Nuovo Mercato si sta invece spostando verso una maggiore contendibilità: alla fine del 2003 oltre il 40 per cento delle società, con una quota analoga in termini di capitalizzazione, risultano non controllate da alcun soggetto.

Gli assetti proprietari delle società del Nuovo Mercato, con riguardo alla distribuzione della proprietà per categoria di azionista rilevante, mantengono alcune caratteristiche distintive rispetto a quelli delle società quotate in Borsa.

In particolare, le persone fisiche rimangono gli azionisti rilevanti più importanti delle società del Nuovo Mercato, detenendo il 41,7 per cento della capitalizzazione complessiva (Tav. al.6), mentre per le società quotate in Borsa la quota delle persone fisiche è pari solo al 6,2 per cento. Il ruolo delle persone fisiche come azionisti rilevanti si è tuttavia sensibilmente ridotto fra il 2000 e il 2003 (la loro quota è infatti passata dal 50,4 al 41,7 per cento).

I patti di sindacato sulle società del Nuovo Mercato assumono prevalentemente la natura di patti di blocco, mentre i patti che prevedono clausole relative all'esercizio del diritto di voto appaiono in forte diminuzione rispetto agli anni precedenti.

Alla fine del 2003 risultano in essere patti di sindacato di blocco su 6 società, e patti globali su 4 società (Tav. al.3). Nei tre anni precedenti le società con patti globali erano 13.

Il mercato del controllo societario

Nel 2003 sono state lanciate 26 Offerte pubbliche di acquisto (Opa) su titoli di società quotate, per un controvalore pari a 13,7 miliardi di euro (Tavv. al.7 e al.8). Tale valore risulta il più elevato, dopo quello registrato nel 1999, degli ultimi 11 anni.

Il 38 per cento circa del controvalore delle Opa eseguite nel 2003 è riferibile all'offerta volontaria lanciata da Olivetti sulle azioni Telecom Italia (il cui controvalore è stato pari a 5,2 miliardi di euro); l'offerta si collocava nel più ampio progetto dell'operazione di fusione per incorporazione di Telecom Italia in Olivetti (Tav. al.9).

I trasferimenti di pacchetti di controllo seguiti da Opa successive obbligatorie sono stati 6, mentre altri quattro trasferimenti o consolidamenti delle posizioni di controllo sono stati realizzati tramite offerte preventive.

Tra queste operazioni quella di maggior rilievo è stata l'Opa promossa da Newco28 (società interamente posseduta da Schemaventotto), avente ad oggetto l'intero capitale sociale di Autostrade costituente il flottante sul mercato, per un controvalore di circa 6,5 miliardi di euro, pari a circa il 50 per cento del valore totale delle offerte realizzate nel 2003. In realtà, prima del lancio dell'Opa, l'offerente (il cui controllo è riconducibile a un gruppo di soggetti fra i quali un ruolo di primo piano era rivestito dal gruppo Benetton) possedeva già una partecipazione appena al di sotto della soglia del 30 per cento (29,9 per cento).

TAV. I.4

PREMI DI CONTROLLO NELLE OPA SUCCESSIVE
(2000 - 2003)

TITOLI OGGETTO DELL'OFFERTA	DATA OFFERTA	QUOTA INIZIALE POSSEDUTA DALL'OFFERENTE PRIMA DEL SUPERAMENTO DELLA SOGLIA DEL 30% ¹	PACCHETTO DI CONTROLLO ACQUISTATO DALL'OFFERENTE ¹	DIFFERENZA FRA PREZZO DI ACQUISTO DEL PACCHETTO DI CONTROLLO E PREZZO DI MERCATO ²	DIFFERENZA FRA PREZZO DELL'OPA E PREZZO DI MERCATO ²
ELIOS HOLDING MILANO	07.02.00	0,0	70,3	87,3	96,3
ACQUEDOTTO NICOLAY	26.04.00	23,9	25,7	21,4	5,2
AEROPORTI DI ROMA	25.09.00	0,0	51,2	20,5	1,8
FALCK	02.10.00	0,0	30,3	0,0	0,0
BANCO DI NAPOLI	08.11.00	0,0	56,1	17,1	2,9
BAYERISCHE VITA	09.01.01	0,0	70,0	66,0	30,9
RISANAMENTO NAPOLI	21.02.01	27,8	48,9	- 2,9	- 2,9
SAFILO	02.07.01	10,3	69,9	- 5,4	0,2
BANCA DI LEGNANO	16.07.01	0,0	55,0	56,6	1,5
MONTEDISON	26.07.01	0,0	52,1	- 3,9	- 5,7
IMMOBILIARE METANOPOLI	09.10.01	0,0	90,2	- 7,7	13,6
CMI	18.04.02	3,4	78,5	9,2	9,2
IIL	10.06.02	19,9	30,2	14,9	0,7
IMMSI	16.12.02	0,0	45,3	- 5,5	- 1,0
BORGOSIESA	27.12.02	0,0	71,0	9,7	15,7
BANCO DI CHIAVARI	17.03.03	0,0	69,6	19,7	0,9
ALERION INDUSTRIES	14.04.03	0,0	59,6	1,5	0,3
IPI	05.05.03	0,0	56,0	9,6	0,6
AIR DOLOMITI	26.05.03	20,7	31,2	4,3	- 1,5
SEAT PAGINE GIALLE	01.09.03	0,0	62,5	- 28,0	- 28,0
RONCADIN	13.10.03	29,1	2,7	- 26,1	- 23,6
MEDIA				12,3	5,6
MEDIANA				9,2	0,7

¹ Dati in percentuale del capitale sociale. ² Valori in percentuale. Il prezzo di mercato è rilevato alla data di acquisto del pacchetto di controllo.

Le offerte successive conseguenti a trasferimenti concordati di pacchetti di controllo, come anche le offerte residuali realizzate nel 2003, pur essendo state numerose (6 successive e 8 residuali) hanno determinato ciascuna un valore complessivo molto contenuto (circa 500 milioni di euro).

Con riferimento alla cessione dei pacchetti di controllo che hanno dato luogo a Opa successive nel periodo 2000-2003, emerge come in media la differenza fra il prezzo dell'Opa e il prezzo di mercato alla data in cui è avvenuto lo scambio del pacchetto di controllo è stato pari al 5,6 per cento, mentre la media della differenza fra il prezzo di acquisto del pacchetto di controllo e il prezzo di mercato (alla stessa data) è stato pari al 12 per cento circa (Tav. I.4). Questi dati mettono in luce, nel periodo analizzato, una differenza pari in media a circa 6 punti percentuali (8 nel periodo 2000-2002) fra il premio di controllo riconosciuto agli azionisti di minoranza, calcolato sulla base della disciplina del Tuf, e quello che invece sarebbe risultato dall'applicazione della previgente disciplina Opa (legge 149/1992).

È da segnalare che, in alcuni casi particolari, la disciplina del calcolo del prezzo delle Opa obbligatorie dettata dall'articolo 106, comma 2, del Tuf non può trovare piena applicazione. Ad esempio, nel caso dell'Opa promossa da Silver su Seat PG, il primo parametro individuato dal Tuf per il calcolo del prezzo di offerta (il prezzo medio di mercato nei dodici mesi antecedenti l'offerta) non era disponibile, poiché la società i cui titoli erano oggetto dell'offerta nasceva attraverso un'operazione straordinaria di scissione (e dunque non era disponibile una serie storica di quotazioni antecedenti al lancio dell'offerta). Alla luce di orientamenti espressi dalla Consob in precedenti casi, il prezzo dell'offerta in questione è stato stabilito avendo riguardo esclusivamente al secondo parametro individuato dal Tuf (prezzo più elevato pattuito), rappresentato appunto dal prezzo unitario convenuto dall'offerente con Telecom Italia per l'acquisto della partecipazione di maggioranza di Seat PG.

La partecipazione alle assemblee societarie

Come già rilevato negli anni precedenti, il grado di partecipazione alle assemblee ordinarie da parte degli azionisti è risultato fortemente correlato con la dimensione della società.

Per le società quotate incluse negli indici Mib30 e Midex (e quindi tendenzialmente qualificabili come medio-grandi), il numero medio di partecipanti alle assemblee di approvazione dei bilanci è stato pari a 178 nel 2002 (assemblea per l'approvazione del bilancio 2001) e a 184 nel 2003 (assemblea per l'approvazione del bilancio 2002). Anche la distribuzione delle società per classi di numero di partecipanti alle assemblee non ha mostrato particolari variazioni (Tav. I.5).

In particolare, per il 38 per cento delle società esaminate il numero dei partecipanti all'assemblea è risultato inferiore a 50; per il 40 per cento circa si è fatto registrare un numero compreso tra 100 e 500; solo nel 10 per cento dei casi il dato ha superato i 500 partecipanti.

Per le società appartenenti al segmento Star (quindi di dimensioni medio-piccole) il tasso di partecipazione degli azionisti è risultato, invece, molto più contenuto. Infatti, il numero medio di partecipanti alle assemblee tenutesi nel 2003 (chiamate ad approvare il bilancio 2002) è stato pari a 16 e, salvo che in un caso, il numero dei partecipanti è stato sempre inferiore a 50.

TAV. I.5

**DISTRIBUZIONE DELLE SOCIETÀ QUOTATE IN BORSA
PER NUMERO DI PARTECIPANTI ALLE ASSEMBLEE 2002 E 2003**

NUMERO DI PARTECIPANTI	MIB30 E MIDEX		STAR
	2002	2003	2003
MENO DI 50	18	19	36
TRA 50 E 100	5	6	1
TRA 100 E 500	21	20	--
OLTRE 500	5	5	--
<i>TOTALE</i>	<i>49</i>	<i>50</i>	<i>37</i>
NUMERO MEDIO DI PARTECIPANTI ²	178	184	16

Fonte: Verbali delle assemblee di approvazione dei bilanci 2001 e 2002 relativi alle società quotate facenti parte del Mib30 del Midex e verbali delle assemblee di approvazione del bilancio 2002 relativi alle società quotate del segmento Star. ² Media aritmetica semplice.

Ulteriori differenze fra i due gruppi di società sono emersi con riferimento alla tipologia degli azionisti presenti in assemblea e alla quota dei diritti di voto posseduta.

Per il campione di società quotate incluse negli indici Mib30 e Midex, gli azionisti rilevanti (cioè con una quota dei diritti di voto superiore al 2 per cento) che hanno partecipato alle assemblee del 2003 (per l'approvazione del bilancio 2002) detenevano in media il 52 per cento circa del capitale sociale ordinario complessivo e il 91 per cento circa del capitale ordinario rappresentato in assemblea (Tav. I.6). Tale dato, in linea con quello rilevato con riferimento alle assemblee 2002, si associa alla scarsa partecipazione degli investitori istituzionali (banche, assicurazioni, fondi pensione e Sgr) che singolarmente possiedono quote inferiori al 2 per cento dei diritti di voto (e quindi qualificati come non rilevanti). Complessivamente, tali soggetti presenti nelle assemblee 2003 detenevano in media poco più del 2 per cento del capitale sociale ordinario complessivo e il 4 per cento circa del capitale ordinario rappresentato in assemblea.

Tav. I.6

**QUOTA DEI DIRITTI DI VOTO DETENUTA DAGLI AZIONISTI RILEVANTI
E DAGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI NELLE ASSEMBLEE
DELLE SOCIETÀ QUOTATE (MIB30 E MIDEX)
(VALORI PERCENTUALI)**

	ASSEMBLEE 2002		ASSEMBLEE 2003	
	IN PERCENTUALE DEL CAPITALE SOCIALE TOTALE CON DIRITTO DI VOTO	IN PERCENTUALE DEL CAPITALE SOCIALE RAPPRESENTATO IN ASSEMBLEA ²	IN PERCENTUALE DEL CAPITALE SOCIALE TOTALE CON DIRITTO DI VOTO	IN PERCENTUALE DEL CAPITALE SOCIALE RAPPRESENTATO IN ASSEMBLEA ²
AZIONISTI RILEVANTI¹				
MEDIA	49,7	89,2	52,4	90,7
DEV. STANDARD	13,1	11,9	14,3	9,3
MIN	17,5	50,6	24,1	58,6
MAX	7,2	100,0	83,7	99,6
INVESTITORI ISTITUZIONALI (NON RILEVANTI¹)				
MEDIA	2,9	5,8	2,2	4,3
DEV. STANDARD	2,6	6,2	1,7	3,8
MIN	--	--	--	--
MAX	9,7	26,7	8,0	16,1

Fonte: Verbali delle assemblee di approvazione del bilancio 2001 e 2002 relativi alle società quotate facenti parte del Mib30 e del Midex. ¹ Per azionista (non) rilevante si intende un soggetto con una quota azionaria superiore (inferiore) al 2 per cento del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto (art. 120 del Tuf).

Per le società quotate appartenenti al segmento Star la presenza degli azionisti rilevanti in assemblea è risultata simile a quella rilevata per le società medio-grandi, ma la presenza degli investitori istituzionali risulta ancora più contenuta (Tav. I.7).

TAV. I.7

**QUOTA DEI DIRITTI DI VOTO DETENUTA DAGLI AZIONISTI RILEVANTI
E DAGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI NELLE ASSEMBLEE 2003
DELLE SOCIETÀ QUOTATE DEL SEGMENTO STAR
(VALORI PERCENTUALI)**

	IN PERCENTUALE DEL CAPITALE SOCIALE TOTALE CON DIRITTO DI VOTO	IN PERCENTUALE DEL CAPITALE SOCIALE RAPPRESENTATO IN ASSEMBLEA ²
AZIONISTI RILEVANTI¹		
MEDIA	58,9	93,8
DEV. STANDARD	11,5	7,7
MIN	19,8	7,7
MAX	76,5	100,0
INVESTITORI ISTITUZIONALI (NON RILEVANTI¹)		
MEDIA	1,1	1,9
DEV. STANDARD	1,9	3,1
MIN	--	--
MAX	8,6	12,1

Fonte: Verbali delle assemblee di approvazione del bilancio 2002 relativi alle società quotate facenti parte del segmento Star. ¹ Per azionista (non) rilevante si intende un soggetto con una quota azionaria superiore (inferiore) al 2 per cento del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto (art. 120 del Tuf).

La disaggregazione del dato relativo alla partecipazione degli investitori istituzionali per tipologia di soggetto mostra che i fondi esteri (comprendenti sia i fondi comuni che i fondi pensione) sono stati quelli più rappresentati nelle assemblee, sia per le società appartenenti al Mib30 e al Midex sia per le società del segmento Star (Tav. I.8). Tra i soggetti italiani, gli istituzionali più rappresentati sono state le banche e le assicurazioni, mentre le Sgr e i fondi pensione italiani sono risultati invece avere una presenza marginale.

Con riferimento ai fondi esteri, il tasso di partecipazione alle assemblee 2003 è risultato più elevato per le società industriali, seguite da quelle appartenenti ai settori bancario e dei servizi; per le banche e le compagnie di assicurazione italiane, invece, la partecipazione è stata maggiore per gli emittenti bancari e assicurativi (Tav. I.9).

TAV. I.8

**QUOTA DEI DIRITTI DI VOTO DETENUTA DAGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI NON RILEVANTI
NELLE ASSEMBLEE 2003 DELLE SOCIETÀ QUOTATE¹**
(MEDIE SEMPLICI; VALORI PERCENTUALI)

	MIB30 E MIDEX		STAR	
	IN PERCENTUALE DEL CAPITALE SOCIALE TOTALE CON DIRITTO DI VOTO	IN PERCENTUALE DEL CAPITALE SOCIALE RAPPRESENTATO IN ASSEMBLEA	IN PERCENTUALE DEL CAPITALE SOCIALE TOTALE CON DIRITTO DI VOTO	IN PERCENTUALE DEL CAPITALE SOCIALE RAPPRESENTATO IN ASSEMBLEA
SGR ITALIANE	0,2	0,4	0,1	0,1
FONDI PENSIONE ITALIANI	0,2	0,4	--	--
BANCHE E ASSICURAZIONI ITALIANE	0,5	1,0	0,1	0,2
FONDI ESTERI	1,2	2,3	0,8	1,4
BANCHE E ASSICURAZIONI ESTERE	0,1	0,2	0,1	0,2
<i>TOTALE</i>	<i>2,2</i>	<i>4,3</i>	<i>1,1</i>	<i>1,9</i>

Fonte: Verbalì delle assemblee di approvazione del bilancio 2002 relativi alle società quotate facenti parte del Mib30, del Midex e del segmento Star. ¹ Per investitore non rilevante si intende un soggetto con una quota azionaria inferiore al 2 per cento del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto (art. 120 del Tuf).

TAV. I.9

**QUOTA DEI DIRITTI DI VOTO DETENUTA DAGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI
NON RILEVANTI NELLE ASSEMBLEE 2003 DELLE SOCIETÀ QUOTATE
PER SETTORE DI APPARTENENZA DELLA SOCIETÀ¹**
(MEDIE SEMPLICI; VALORI PERCENTUALI)

TIPOLOGIA	SETTORI				
	ASSICURATIVO	BANCARIO	FINANZIARIO	INDUSTRIALE	SERVIZI
SGR ITALIANE	0,2	0,1	0,4	0,2	0,2
FONDI PENSIONE ITALIANI	0,2	--	--	0,4	0,2
BANCHE E ASSICURAZIONI ITALIANE	0,8	0,9	--	0,3	0,4
FONDI ESTERI	0,7	1,1	0,4	1,6	1,1
BANCHE E ASSICURAZIONI ESTERE	0,3	0,3	--	--	0,1
<i>TOTALE</i>	<i>2,2</i>	<i>2,4</i>	<i>0,8</i>	<i>2,5</i>	<i>2,0</i>

Fonte: Verbalì delle assemblee di approvazione del bilancio 2002 relativi alle società quotate facenti parte del Mib30, del Midex e del segmento Star. ¹ Dati in percentuale del capitale sociale rappresentato da azioni con diritto di voto. Per investitore istituzionali non rilevante si intende un soggetto con una quota azionaria inferiore al 2 per cento del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto (art. 120 del Tuf).

La struttura dei consigli di amministrazione

Nel corso del 2003, il numero medio dei componenti del consiglio di amministrazione delle società quotate in Borsa è lievemente aumentato (da 10,3 a 10,5), in linea con la tendenza rilevata già negli anni precedenti; tale incremento ha interessato sia la categoria degli amministratori esecutivi (da 3,5 a 3,6) sia quella degli amministratori non esecutivi (da 6,8 a 6,9; Tav. al.10).

La disaggregazione per settore di appartenenza delle società rivela che la dimensione media del consiglio di amministrazione è maggiore per le banche e le compagnie di assicurazione: oltre la metà di tali società presenta infatti consigli composti da più di 15 membri (Tav. I.10). Per contro, la maggior parte delle società industriali si connotano per una dimensione del consiglio compresa tra i 6 e i 10 membri.

TAV. I.10

**DISTRIBUZIONE PERCENTUALE DELLE SOCIETÀ QUOTATE IN BORSA NEL 2003
PER NUMERO DI COMPONENTI DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE
IN RELAZIONE AL SETTORE DI ATTIVITÀ¹**

	NUMERO DI COMPONENTI DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE				TOTALE
	< 6	6 - 10	11 - 15	> 15	
SETTORI					
ASSICURATIVO	--	11,1	33,3	55,6	100,0
BANCARIO	--	15,6	25,0	59,4	100,0
FINANZIARIO	2,7	48,6	35,1	13,5	100,0
INDUSTRIALE	2,1	66,0	26,8	5,2	100,0
SERVIZI	--	54,5	31,8	13,6	100,0

¹ Dati in percentuale. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

La dimensione del consiglio di amministrazione risulta inoltre correlata, oltre che con il settore industriale, con il modello di controllo della società: il numero medio di amministratori, infatti, passa da 9,5 nelle società controllate di diritto a 10,9 per quelle controllate di fatto, per aumentare ulteriormente nelle società non controllate e in quelle controllate da un patto di sindacato (nelle quali risulta pari, rispettivamente, a 12,2 e 12,6; Tav. I.11). Tale relazione risponde presumibilmente all'esigenza di garantire una composizione del consiglio che riflette le diverse componenti che concorrono alla determinazione degli assetti di controllo delle imprese.

TAV. I.11

NUMERO MEDIO DI AMMINISTRATORI DELLE SOCIETÀ QUOTATE IN BORSA NEL 2003 PER MODELLO DI CONTROLLO ¹

MODELLO DI CONTROLLO	ESECUTIVI	NON ESECUTIVI	TOTALE
DI DIRITTO	3,1	6,4	9,5
DI FATTO	3,5	7,4	10,9
NON CONTROLLATE	4,5	7,7	12,2
PATTO DI SINDACATO	4,8	7,8	12,6
<i>TOTALE</i>	<i>3,6</i>	<i>6,9</i>	<i>10,5</i>

¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Il fenomeno relativo al cumulo di cariche da parte degli amministratori di società quotate (cosiddetto *interlocking*) continua a rappresentare una caratteristica strutturale delle società quotate italiane, caratteristica che è solo parzialmente riconducibile alla diffusione della struttura di gruppo.

Nel 2003, le società quotate in Borsa interessate da *interlocking* sono state 191 (Tav. I.12) su 219.

Il 20 per cento degli amministratori ha detenuto più di una carica (contro il 16 per cento nel 2002; Tav. aI.11) e il numero di cariche relative a società non del gruppo risulta prevalente rispetto alle cariche rivestite in società del gruppo (582 contro 259 nel 2003 e 499 contro 278 nel 2002).

In particolare, rispetto al 2002, è aumentata la percentuale di amministratori che detenevano da 2 a 5 cariche (l'incidenza sul totale degli amministratori che detenevano 2 cariche è passata dall'11 al 14 per cento circa, mentre quella degli amministratori con un numero di cariche comprese fra 3 e 5 è passata dall'4 al 5 per cento circa). L'incidenza degli amministratori con più di 5 cariche è rimasta invece sostanzialmente invariata.

Per gli amministratori con due cariche, è aumentata la quota delle cariche ricoperte in società diverse dal gruppo (318 su 124), rispetto al dato 2002 (292 su 128). La medesima tendenza si evince peraltro con riferimento agli amministratori con un numero di incarichi compreso tra 3 e 5.

TAV. I.12

**SOCIETÀ QUOTATE IN BORSA
INTERESSATE DA INTERLOCKING NEL 2003**

QUOTA DEI COMPONENTI DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE CON PIÙ DI UNA CARICA	NUMERO DI SOCIETÀ
MENO DEL 25 PER CENTO	61
DAL 25 AL 50 PER CENTO	71
DAL 51 AL 75 PER CENTO	42
PIÙ DEL 75 PER CENTO	17
<i>TOTALE</i>	<i>191</i>

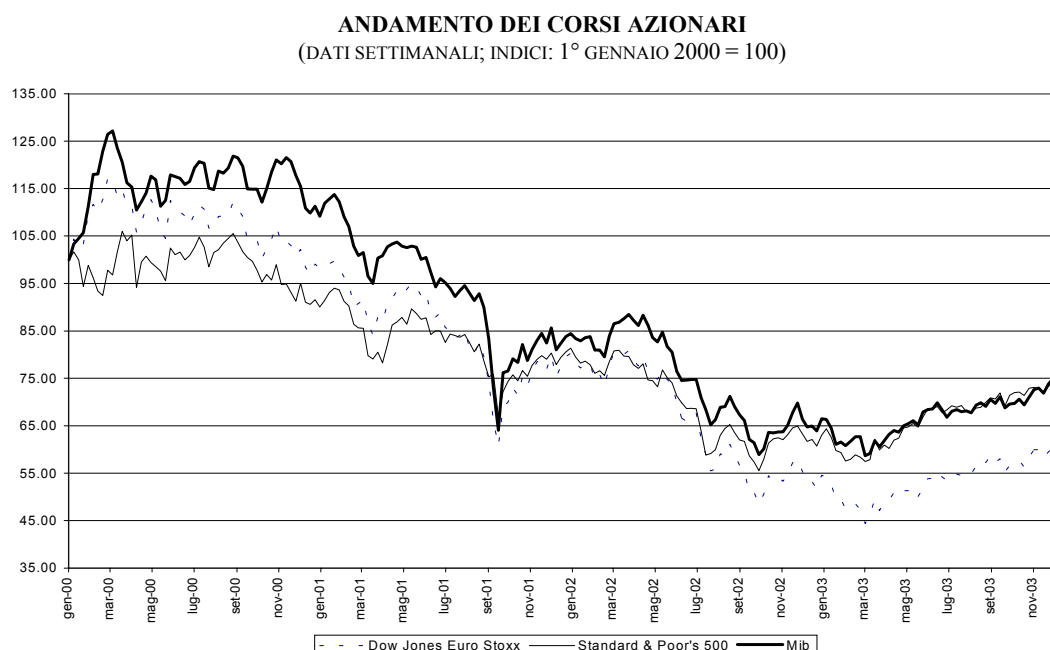
II. I MERCATI E LE IMPRESE

I mercati delle azioni e degli strumenti derivati

Nel 2003 le prospettive di ripresa dell'economia mondiale e di miglioramento della congiuntura internazionale hanno contribuito a determinare il rialzo dei corsi azionari nei principali mercati e una riduzione del grado di incertezza. Nei paesi dell'area dell'euro, così come in Italia, le attese sui tassi di variazione degli utili aziendali a 12 mesi elaborate dalla società IBES mostrano, a partire dall'ultimo trimestre del 2003, e dopo un periodo di relativa stabilità, un andamento crescente; un dato analogo emerge con riferimento all'economia statunitense.

Tuttavia, le aspettative di ripresa dei profitti societari stimate con riferimento alle società che compongono l'indice Mib30 esibiscono una crescita più contenuta rispetto a quelle stimate per le società che costituiscono l'indice Msci Europe e solo in prossimità dei primi del 2004 hanno evidenziato un riallineamento ai valori registrati all'inizio del 2002.

FIG. II.1



Nei paesi dell'area dell'euro, l'incremento dei corsi azionari si è avviato nel corso del primo trimestre del 2003: nel 2003, l'indice Dow Jones Euro Stoxx relativo alle azioni delle maggiori società europee appartenenti all'area dell'euro si è apprezzato del 12 per cento circa (-32 nel 2002; Fig. II.1). Tale andamento è in linea con l'evoluzione dei prezzi azionari delle maggiori società

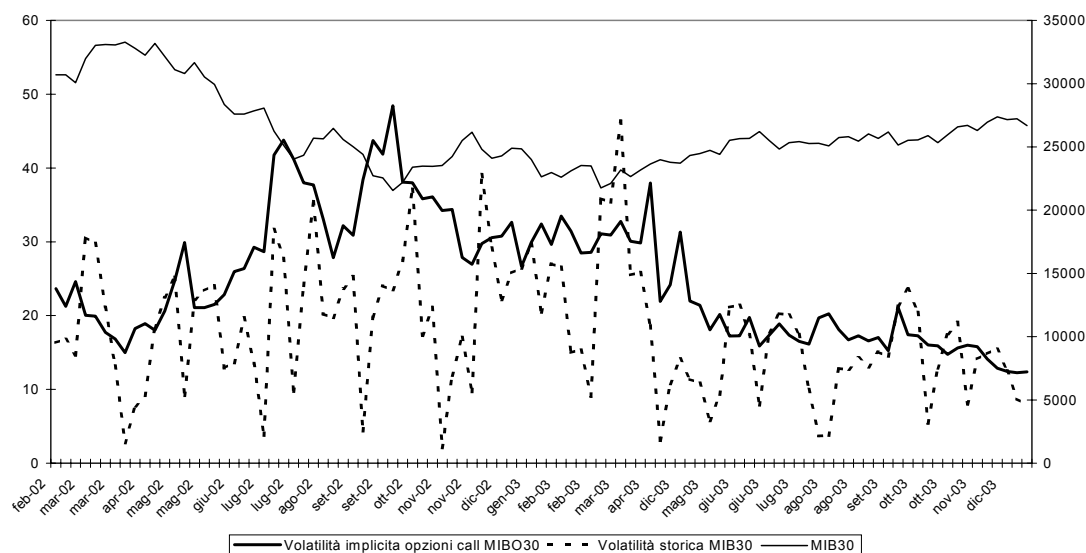
quotate nel mercato statunitense, come si evince dall'evoluzione dell'indice Standard & Poor's 500, che nel corso dell'anno ha registrato una crescita di poco inferiore a 21 punti percentuali (-23 nel 2002).

In linea con le tendenze rilevate nel contesto internazionale, nel 2003 sono cresciuti anche i prezzi delle azioni italiane, interrompendo il calo iniziato a partire dal secondo trimestre del 2000. L'indice Mib storico, relativo al Mercato Telematico Azionario (Borsa), è aumentato del 15 per cento circa (-24 nel 2002), mentre l'indice relativo al Nuovo Mercato è cresciuto di poco più del 27 per cento (-50 nel 2002).

La ripresa delle quotazioni azionarie è stata sostenuta anche da una diminuzione dell'incertezza tra gli operatori di mercato, come emerge dall'andamento della volatilità dei prezzi sia storica che implicita (Fig. II.2). In particolare, il rialzo dell'indice Mib30 è stato accompagnato da una flessione della volatilità implicita nei prezzi dei contratti di opzione Mibo30 (aventi come sottostante il Fib30), scambiati sui mercati degli strumenti derivati gestiti da Borsa Italiana spa (Idem). In particolare, i livelli di volatilità di fine dicembre 2003 risultano quasi dimezzati rispetto a quelli rilevati alla fine del 2002.

FIG. II.2

INDICATORI DI VOLATILITÀ E INDICE MIB30
(FEBBRAIO 2002 - DICEMBRE 2003)



Scala di sinistra: Volatilità implicita opzioni *call* Mibo30, volatilità storica Mib30. Scala di destra: Indice Mib30.

Nonostante la ripresa dei corsi, il mercato azionario italiano continua a soffrire di talune debolezze strutturali. Il numero di società residenti quotate rimane, infatti, contenuto: a fine 2003 esso si attestava a 271, registrando un calo di 17 unità rispetto al 2002. Tale diminuzione ha interessato tutti i mercati azionari gestiti da Borsa Italiana spa (Tav. aII.1). Le nuove ammissioni ammontano complessivamente a 11 (ma solo 4 sono state realizzate tramite una Opv/Ops), di cui 9 riguardano la Borsa, una il Mercato Expandi e una il Nuovo Mercato. Le revoche dalla quotazione hanno interessato 27 società: di queste, 21 hanno riguardato la Borsa, 3 il Nuovo Mercato e 3 il Mercato Expandi (in un caso la revoca è dovuta al trasferimento alla Borsa). Le cancellazioni sono state determinate dall'incorporazione in altre società quotate, da operazioni di fusione in una nuova società, ovvero dalla conclusione di offerte pubbliche di acquisto.

La capitalizzazione delle società domestiche continua a essere inferiore a quella registrata nei principali mercati azionari internazionali: il dato di fine anno, pari a circa 488 miliardi di euro (in crescita di poco più di 6 punti percentuali rispetto al valore rilevato a fine 2002), colloca il mercato azionario italiano al sesto posto in Europa. Il maggior contributo alla crescita della capitalizzazione proviene dal Nuovo Mercato (+30 per cento circa); seguono il Mercato Telematico azionario (+6,1 per cento) e il Mercato Expandi (+2,2 per cento). La capitalizzazione della Borsa in percentuale del Pil a fine 2003 risultava pari al 37 per cento circa, valore sostanzialmente stabile rispetto all'anno precedente.

Il controvalore complessivo degli scambi dei titoli azionari ha registrato un aumento contenuto (+1,3 per cento), portandosi a 581 miliardi di euro. Il *turnover* degli scambi, definito come rapporto tra il controvalore degli stessi e la capitalizzazione media dell'anno, è risultato superiore all'unità sia per la Borsa che per il Nuovo Mercato.

Alla minore volatilità degli indici di borsa è corrisposta una più bassa frequenza delle sospensioni temporanee delle negoziazioni dei titoli azionari scambiati sui mercati gestiti da Borsa Italiana spa: nel corso del 2003, infatti, si sono verificate 7.858 sospensioni automatiche associabili a variazioni eccessive di prezzo (che hanno interessato 247 titoli azionari sui 377 scambiati) a fronte delle 14.184 sospensioni (per un totale di 295 titoli azionari sui 375 scambiati) registrate nel 2002 (Riquadro 1).

RIQUADRO 1

Le sospensioni dalle negoziazioni dei titoli azionari nel 2003

Le sospensioni dalle negoziazioni (*trading halts*) effettuate da Borsa Italiana spa possono essere suddivise in due macrocategorie: discrezionali (rare) e automatiche (più frequenti).

Le sospensioni discrezionali interrompono le negoziazioni di uno o più titoli per un periodo di tempo commisurato alla causa che ne ha determinato l'attivazione (da pochi minuti a più giornate). Le motivazioni del provvedimento di sospensione possono essere di vario genere, come divulgazione di materiale informativo, sospetto di attività fraudolenta o manipolative, gravi inadempienze dell'emittente, eventi straordinari.

Le sospensioni automatiche interrompono immediatamente le negoziazioni di un titolo al momento della violazione di determinati livelli di prezzo. La loro durata è solitamente inferiore a quella delle sospensioni discrezionali.

Nel corso del 2003 Borsa Italiana ha disposto 100 sospensioni di tipo discrezionale: in 81 casi il provvedimento è stato preso in attesa della diffusione di comunicati contenenti informazioni rilevanti per gli strumenti finanziari oggetto della sospensione, in 18 casi a causa del verificarsi sul mercato di anomalie in termini di prezzo e/o di quantità e in un caso a causa della perdita integrale del capitale sociale. In tutte le occasioni in cui la motivazione della sospensione è stata la diffusione di comunicati contenenti informazioni rilevanti, Borsa Italiana ha disposto la sospensione di tutti gli strumenti finanziari emessi dall'emittente in questione e, se necessario, da altri emittenti a esso collegati. Nelle circostanze in cui il provvedimento è stato disposto a causa del verificarsi sul mercato di anomalie in termini di prezzo e/o di quantità di un particolare strumento finanziario, Borsa Italiana ha disposto soltanto la sospensione di quel particolare strumento finanziario. In 54 casi la durata delle sospensioni è stata di poche ore; negli altri 46 casi le sospensioni sono state prolungate per una o più giornate.

Complessivamente i provvedimenti di sospensione hanno interessato 66 emittenti. In tre casi i provvedimenti sono stati tramutati nella revoca dalla quotazione (azioni risparmio emesse da Jolly Hotels spa, azioni risparmio emesse da Arnoldo Mondadori Editore spa e azioni ordinarie emesse da Opengate Group spa). Al 31 dicembre 2003 risultano ancora sospesi a tempo indeterminato gli strumenti finanziari emessi da Cirio Finanziaria spa, Giacomelli Sport Group spa, Gandalf spa, Arquati spa, Necchi spa, Cto spa e Parmalat Finanziaria spa.

Nelle sedute diurne del 2003 nel Mercato Telematico Azionario (Mta), nel Mercato Expandi (già Mercato Ristretto) e nel Nuovo Mercato si sono registrate 7.858 sospensioni automatiche associabili a variazioni eccessive di prezzo che hanno interessato 247 titoli azionari sui 377 scambiati. Le sospensioni salgono a 13.548 (per un totale di 321 strumenti finanziari) se nel computo si includono anche i diritti di opzione, le obbligazioni convertibili e i *warrants*. Nelle sedute serali nel Mercato *Trading After Hours* sono stati sospesi 71 titoli azionari generando 954 sospensioni.

L'ampiezza del fenomeno riflette le dimensioni del mercato nel quale si manifesta: la maggior parte delle interruzioni automatiche delle negoziazioni riguarda, infatti, le azioni quotate nel Mta, sia in termini di numero di titoli sospesi che di sospensioni (rispettivamente 81,0 e 70,9 per cento).

In termini assoluti il maggior numero di sospensioni associabili a variazioni eccessive di prezzo è attribuibile alle azioni del segmento Ordinario, classe 1 (rispettivamente 35,7 per cento per le azioni ordinarie e 7,8 per cento per quelle di risparmio e privilegiate), alle azioni del Nuovo Mercato (28,2 per cento) e alle azioni del segmento Blue-chip (rispettivamente 8,6 per cento per le azioni ordinarie e 5,6 per cento per quelle di risparmio e privilegiate). Se si considera, tuttavia, il dato delle sospensioni in rapporto al numero di contratti conclusi sul sottoinsieme dei titoli

sospesi emerge che l'interruzione delle negoziazioni riguarda con maggiore frequenza le azioni di risparmio e privilegiate dei segmenti Star e Ordinario, classe 1 (rispettivamente 15 e 9 sospensioni per ogni 1.000 contratti). Stante la minore liquidità delle azioni di risparmio e privilegiate, tali dati evidenziano una relazione inversa fra numero di sospensioni rapportato al numero dei contratti e il grado di liquidità delle azioni. Più in generale, poiché le sospensioni dalle negoziazioni qui considerate sono causate da variazioni eccessive di prezzo, l'analisi conferma l'esistenza di una relazione inversa fra liquidità dei titoli azionari e volatilità dei prezzi.

Per le azioni del segmento Ordinario, classe 2, notoriamente poco liquide, e per quelle del Mercato Expandi, il rapporto sospensioni/contratti, seppur significativo, è inferiore (rispettivamente 8 e 3 sospensioni per ogni 1.000 contratti); ciò trova spiegazione nel fatto che le negoziazioni non si svolgono secondo la modalità di negoziazione continua, ma solamente di asta (di apertura e di chiusura). Fino al 2001 infatti, quando le azioni attualmente quotate nel segmento Ordinario, classe 2 erano negoziate anche con la modalità di negoziazione continua, il numero di sospensioni era notevolmente più alto.

Le sospensioni associabili a variazioni eccessive di prezzo sono state suddivise anche per tipologia: in negoziazione, in validazione e tecniche. Le prime due sono interruzioni automatiche delle negoziazioni per eccessiva variabilità dei prezzi rispettivamente in fase di negoziazione e di asta, mentre le sospensioni tecniche sono causate da scelte discrezionali di Borsa Italiana, comunque associabili a variazioni eccessive di prezzo. Le più frequenti, pari a quasi la metà del totale, sono le sospensioni in negoziazione; tali interruzioni possono essere causate da eccessiva variabilità fra i prezzi di due contratti consecutivi (23,3 per cento dei casi) o fra il prezzo di un contratto e il prezzo di controllo (21,3 per cento dei casi). Le sospensioni in validazione (36,7 per cento dei casi) possono essere causate soltanto da un eccessivo scostamento fra il prezzo d'asta e il prezzo di controllo. È opportuno evidenziare che, negli ultimi due anni, è aumentata la quota di sospensioni in validazione a discapito della quota di sospensioni in negoziazione. Ciò trova spiegazione nel fatto che è aumentato il peso relativo della fase di asta rispetto alla fase di negoziazione continua sia a motivo del nuovo *market model*, che prevede tra l'altro l'asta di chiusura, che della nuova segmentazione di mercato e degli orari di negoziazione a essa collegati introdotta nel 2001. La diminuzione della quota di sospensioni in negoziazione è anche dovuta all'ampliamento, previsto dal nuovo *market model*, della variazione consentita ai prezzi dei contratti del giorno (t) rispetto al prezzo di riferimento del giorno (t-1). Infine, la restante quota è attribuibile alle sospensioni tecniche (18,7 per cento).

Nel corso del 2003, così come era accaduto nell'anno precedente, sono prevalse le sospensioni al rialzo, ossia le sospensioni causate da variazioni percentuali di prezzo positive, pari a più del doppio di quelle al ribasso. Questa proporzione è dovuta sia alle sospensioni in validazione, che sono quasi tutte al rialzo (77,8 per cento) che a quelle in negoziazione (64,1 per cento).

SOSPENSIONI TEMPORANEE DELLE NEGOZIAZIONI DEI TITOLI AZIONARI¹
 (SEDUTE DIURNE DEI MERCATI GESTITI DA BORSA ITALIANA SPA, 2003)

SOSPENSIONI PER MERCATO E SEGMENTO	AZIONI SOSPESSE		AZ. SOSPESSE/ AZ. QUOTATE ³	SOSPENSIONI		SOSPENSIONI/ N. CONTRATTI ⁴
	NUMERO	PESO SUL TOTALE ²		NUMERO	PESO SUL TOTALE ²	
MTA	200	81,0	63,7	5.569	70,9	0,154
BLUE -CHIP (ORDINARIE)	39	15,8	46,4	679	8,6	0,022
BLUE -CHIP (ALTRE ⁵)	25	10,1	67,6	438	5,6	0,255
STAR (ORDINARIE)	27	10,9	64,3	267	3,4	0,229
STAR (ALTRE ⁵)	5	2,0	71,4	514	6,5	14,646
ORDINARIO, CL.1 (ORDINARIE)	79	32,0	74,5	2.808	35,7	0,959
ORDINARIO, CL.1 (ALTRE ⁵)	15	6,1	55,6	610	7,8	8,602
ORDINARIO, CL.2 (TUTTE)	10	4,0	90,9	253	3,2	7,836
MERCATO EXPANDI	6	2,4	35,3	73	0,9	2,883
NUOVO MERCATO	41	16,6	89,1	2.216	28,2	0,565
<i>TOTALE</i>	<i>247</i>	<i>100,0</i>	<i>65,5</i>	<i>7.858</i>	<i>100,0</i>	<i>0,195</i>

SOSPENSIONI PER TIPOLOGIA	NUMERO	PESO SUL TOTALE ²
IN NEGOZIAZIONE	3.503	44,6
RISPETTO ALL'ULTIMO PREZZO	1.827	23,3
RISPETTO AL PREZZO DI CONTROLLO	1.676	21,3
IN VALIDAZIONE	2.887	36,7
TECNICHE	1.468	18,7
<i>TOTALE</i>	<i>7.858</i>	<i>100,0</i>

SOSPENSIONI PER VARIAZIONE DI PREZZO	SOSPENSIONI IN NEGOZIAZIONE		SOSPENSIONI IN VALIDAZIONE		SOSPENSIONI TECNICHE		TOTALE	
	NUMERO	PESO SUL TOTALE ²	NUMERO	PESO SUL TOTALE ²	NUMERO	PESO SUL TOTALE ²	NUMERO	PESO SUL TOTALE ²
AL RIALZO	2.247	64,1	2.246	77,8	—	—	4.493	57,2
AL RIBASSO	1.256	35,9	641	22,2	—	—	1.897	24,1
DISCREZIONALI ⁶	--	--	--	--	1.468	100,0	1.468	18,7
<i>TOTALE</i>	<i>3.503</i>	<i>100,0</i>	<i>2.887</i>	<i>100,0</i>	<i>1.468</i>	<i>100,0</i>	<i>7.858</i>	<i>100,0</i>

¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² Dati in percentuale. ³ Rapporto percentuale fra il numero di azioni sospese e il numero di azioni quotate in ciascun mercato e segmento. ⁴ Rapporto fra il numero di sospensioni e il numero di contratti conclusi sul sotto insieme delle azioni sospese in ciascun mercato e segmento moltiplicato per 1.000. ⁵ Azioni di risparmio e privilegiate. ⁶ Il dato comprende solo le sospensioni causate da variazioni eccessive di prezzo; non sono incluse le sospensioni discrezionali causate da eventi quali la divulgazione di materiale informativo, il sospetto di attività fraudolente o manipolative, gravi inadempimenti dell'emittente, eventi straordinari.

Nel corso dell'anno, sulla base delle rilevazioni della Banca centrale europea, il tasso di crescita delle emissioni di azioni quotate nei paesi dell'area dell'euro è stato contenuto: in novembre, esso si attestava all'1,1 per cento sui dodici mesi precedenti. Con riferimento alle azioni quotate emesse da società non finanziarie, è rimasto basso il volume delle operazioni di prima quotazione (*Initial public offerings*, Ipo) mentre sono risultati più sostenuti i collocamenti successivi alla quotazione.

Con riferimento all'Italia, nel corso dell'anno sono state effettuate 26 operazioni di aumento di capitale in opzione a pagamento, per un ammontare pari a 9,7 miliardi di euro in forte crescita rispetto al 2002. Le operazioni sono state realizzate in 3 casi attraverso collocamento di obbligazioni convertibili, in un caso attraverso l'emissione combinata di azioni ordinarie, di risparmio e obbligazioni convertibili, in 4 casi tramite azioni più *warrants* e nei rimanenti 18 casi tramite emissione di sole azioni. Sono state, inoltre, effettuate 4 operazioni di prima quotazione, un'offerta di obbligazioni convertibili e un collocamento presso investitori istituzionali, per un importo complessivo di 2,8 miliardi di euro.

TAV. II.1

ACQUISTI NETTI DI AZIONI QUOTATE ITALIANE¹
(MILIONI DI EURO)

SOTTOSCRITTORI	2000	2001	2002	2003
BANCA D'ITALIA - UIC	231	201	346	96
FONDI COMUNI ²	49	- 1.787	- 1.133	229
BANCHE	4.592	- 8.270	8.947	- 5.836
COMPAGNIE DI ASSICURAZIONE	3.328	- 594	- 4.847	....
ALTRI INVESTITORI ³	2.663	17.153	7.735	....
ESTERO	- 1.714	- 532	- 7.155	- 2.864
<i>TOTALE</i>	<i>9.148</i>	<i>6.171</i>	<i>3.893</i>	<i>8.710</i>

Fonte: Banca d'Italia. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² Il dato è relativo ai fondi comuni di diritto italiano. ³ Famiglie, imprese, amministrazioni centrali e locali, Cassa DD. PP., Sim e Istituti di Previdenza.

I dati sugli acquisti netti di azioni italiane quotate mostrano, nel 2003, un saldo positivo e più che raddoppiato rispetto a quello rilevato a fine 2002, riflettendo il valore delle emissioni nette appena citato (Tav. II.1). A differenza del periodo precedente, le banche hanno fornito un contributo

negativo; anche gli operatori non residenti, sia pure in misura meno accentuata rispetto al 2002, hanno ceduto azioni italiane. Si segnala, per contro, un'inversione di tendenza per quanto riguarda i fondi comuni di investimento di diritto italiano, divenuti acquirenti netti di azioni dopo un biennio nel quale avevano prevalentemente disinvestito.

Nell'ultimo triennio è mutata anche l'esposizione dei fondi comuni di diritto italiano rispetto ai titoli azionari del Nuovo Mercato. La quota dei fondi sulla capitalizzazione del Nuovo Mercato è infatti passata dal 4 per cento circa nel dicembre 2000 a poco più dell'1,5 per cento nel settembre del 2003. Tale ridimensionamento è dovuto sia alla flessione dei corsi sia a vendite consistenti di titoli (Riquadro 2).

RIQUADRO 2

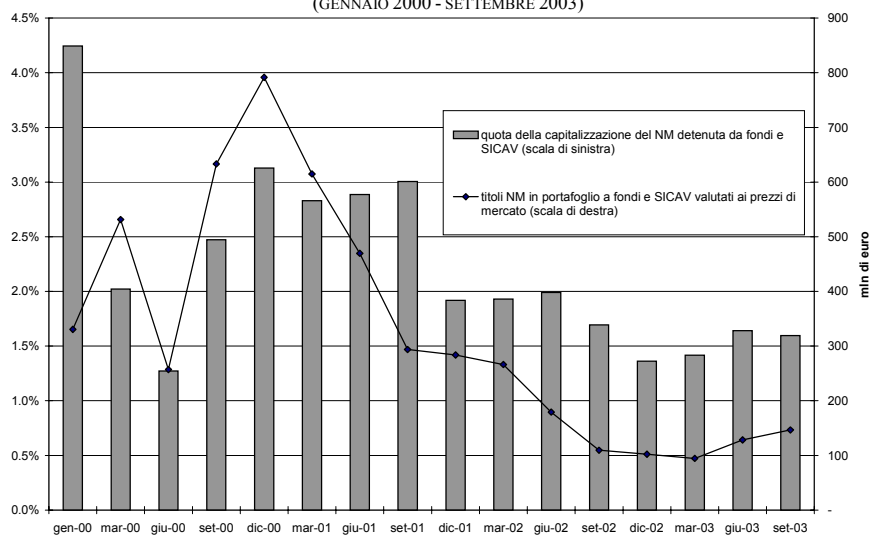
L'operatività dei fondi comuni di diritto italiano sui titoli del Nuovo Mercato

L'esposizione dei fondi italiani nei confronti dei titoli azionari del Nuovo Mercato (NM) ha subito un forte ridimensionamento nel corso degli ultimi 3 anni e mezzo circa. In particolare, la quota dei fondi sulla capitalizzazione nel NM è scesa da valori prossimi al 3 per cento, nel dicembre 2000, fino a poco più dell'1,5 per cento, nel settembre del 2003. A dicembre 2000, quando era già "scoppiata" la bolla dei titoli tecnologici, i fondi avevano azioni del NM per circa 800 milioni di euro, valore che si riduce a circa 150 milioni di euro nel settembre 2003. Tale calo è ascrivibile sia alla flessione dei corsi sia a un forte smobilizzo delle posizioni sui titoli del NM.

Con riferimento a quest'ultimo fenomeno, i fondi sono stati venditori netti di azioni del NM in tutto il primo semestre 2000, cioè in coincidenza con la fase di forte rialzo dei corsi; nel secondo semestre 2000 sono stati invece acquirenti netti per un importo pari a circa 500 milioni di euro; a partire dal 2001, sono stati sempre venditori netti (salvo il trimestre aprile-giugno 2003) per un importo complessivo pari a circa 200 milioni di euro. Rispetto al picco di 800 milioni di euro detenuti in portafoglio a fine dicembre 2000, la riduzione a circa 150 milioni in portafoglio a settembre 2003 dipende per circa un quarto (definito dal rapporto tra le vendite nette pari a 200 e le consistenze rilevate a dicembre 2000 pari a 800) da un effetto di "vendite nette" e per i rimanenti tre quarti circa da un effetto di riduzione dei corsi.

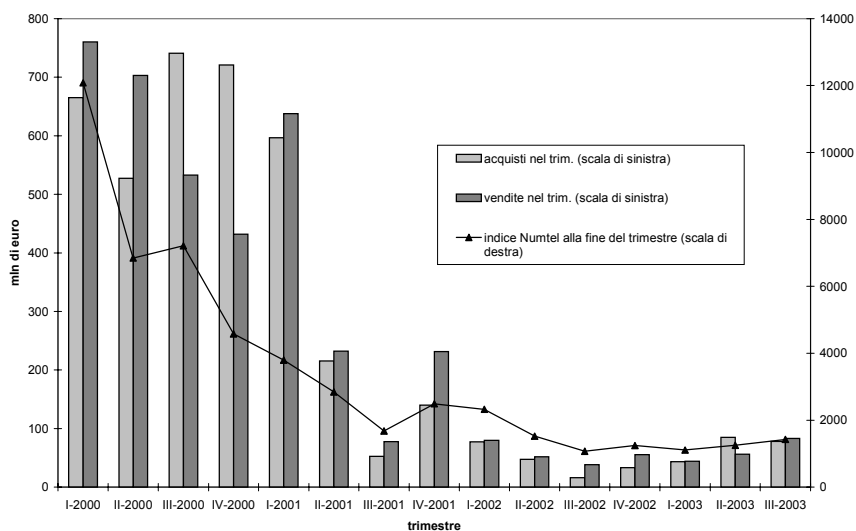
Anche sul fronte degli scambi sul NM, il disimpegno dei fondi è stato drastico. Fino al primo trimestre del 2001 gli acquisti e le vendite oscillavano fra i 500 e i 700 milioni di euro a trimestre; a partire dal 2002, invece, il valore di acquisiti e vendite si porta stabilmente sotto i 100 milioni di euro a trimestre. Anche in questo caso vi è un "effetto di prezzo", legato alla discesa dei corsi, nonché un vero e proprio "effetto di quantità", legato a una minore attività di *trading*. Infatti, rispetto agli scambi complessivi, il peso delle transazioni dei fondi è sceso da una media del 15 per cento fino a giugno 2001 a un valore del 5 per cento circa nel periodo successivo. Anche il numero di Sgr attive si è ridotto sensibilmente: a dicembre 2000 vi erano 50 Sgr con titoli del NM in portafoglio, contro le 41 del giugno 2003.

**AZIONI DI SOCIETÀ DEL NUOVO MERCATO
NEL PORTAFOGLIO DI OICR DI DIRITTO ITALIANO
(GENNAIO 2000 - SETTEMBRE 2003)**



Fonte: Elaborazioni su dati Banca d'Italia e Consob.

**ACQUISTI E VENDITE DI AZIONI DI SOCIETÀ DEL NUOVO MERCATO
DA PARTE DI OICR DI DIRITTO ITALIANO
(I TRIMESTRE 2000 - III TRIMESTRE 2003)**



Fonte: Elaborazioni su dati Banca d'Italia e Consob.

Il *turnover* del portafoglio dei titoli del NM (definito come rapporto tra la somma di acquisti e vendite e il valore medio del portafoglio nel periodo) per l'intero settore dei fondi comuni è sceso considerevolmente: da valori prossimi a 3 all'inizio del 2000 fino a valori inferiori all'unità negli anni successivi. In ogni caso vi è un'evidente correlazione fra *turnover* e variazione dei corsi: la ripresa dei corsi nel 2° e 3° trimestre del 2003 ha coinciso con un marcato incremento della rotazione del portafoglio rispetto ai minimi del 2002.

Nel corso del 2003, il mercato telematico dei *covered warrants* ha confermato la tendenza degli anni precedenti, registrando una contrazione sia delle emissioni che degli scambi (Tav. II.2).

TAV. II.2

COVERED WARRANTS QUOTATI
(VALORI MONETARI IN MILIARDI DI EURO)

	NUMERO DI EMISSIONI			CONTROVALORE DEGLI SCAMBI
	IN ESSERE ¹	NUOVE ²	SCADUTE ³	
1998	122	122	--	3
1999	1.565	1.660	217	14
2000	3.107	3.343	1.801	31
2001	5.866	8.194	5.435	21
2002	3.571	6.668	8.963	18
2003	2.594	4.749	5.726	11

Fonte: Consob e Borsa Italiana spa. ¹ Dati a fine anno. ² Ammesse a quotazione nel corso dell'anno. ³ Il dato include i *covered warrants* revocati, su richiesta dell'emittente, prima della scadenza naturale.

A fine 2003, risultavano quotati 2594 covered warrants (-27 per cento rispetto all'anno precedente). Le emissioni sono calate del 29 per cento circa: la contrazione ha interessato soprattutto le emissioni di covered warrants di tipo call e benchmark (con un saldo negativo di 1.721 emissioni rispetto al 2002) seguite dai covered warrant put (con un saldo negativo di 359 emissioni rispetto al 2002). Per contro, sono aumentate le emissioni dei covered warrants esotici e certificates (con un saldo positivo di 163 emissioni rispetto al 2002). Anche gli scambi sono diminuiti, passando da 18,3 miliardi di euro del 2002 a 10,8 del 2003 (-41 per cento circa).

Al pari di quanto rilevato negli anni precedenti, le contrattazioni sono risultate concentrate in capo a pochi intermediari: il 50 per cento circa del controvalore negoziato sul lato delle vendite fa capo a tre intermediari, dei quali due soli detengono una quota di mercato pari al 41 per cento. Le negoziazioni si sono concentrate sullo scambio di covered warrants di tipo call e benchmark (sia di tipo americano che europeo), che rappresentano circa il 66 per cento del controvalore negoziato nel 2003, mentre i covered warrant put (sia di tipo americano che europeo) costituiscono il 21 per cento circa del controvalore scambiato.

Con riferimento al mercato delle contrattazioni serali gestito da Borsa Italiana spa (denominato *Trading after Hours*, Tah), nel corso del 2003 la media giornaliera dei contratti conclusi ha subito un'ulteriore flessione, passando da poco più di 7.100 a 5.383 e confermando la tendenza rilevata nel 2002. Continua, invece, la crescita del controvalore medio degli scambi giornalieri, di poco superiore a 31 milioni di euro, contro i 28 dell'anno precedente.

Nel corso del 2003, il numero dei contratti eseguiti sul Mercato Italiano dei Derivati (Idem) si è attestato attorno a 17 milioni, in lieve aumento rispetto all'anno precedente (+4 per cento); è tuttavia mutata la composizione degli scambi per tipologia di strumento, in taluni casi confermando e in altri invertendo le tendenze rilevate nei periodi precedenti (Tav. II.3).

TAV. II.3

STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI SCAMBIATI SULL'IDEM NEL 2003

	NUMERO DI CONTRATTI ESEGUITI ¹	MEDIA GIORNALIERA ¹	VARIAZIONE PERCENTUALE ²
FIB30	4.264	16,9	- 12,6
MIBO30	2.505	9,9	- 3,2
OPZIONI SU SINGOLI TITOLI	7.924	31,4	4,4
MIDEX FUTURE	..	..	- 53,7
MINI FIB	2.570	10,2	20,5
FUTURE SU SINGOLI TITOLI	468	1,9	280,0

Fonte: Elaborazioni su dati Borsa Italiana spa e Cassa di compensazione e garanzia spa.

¹ Migliaia di contratti. ² Rispetto all'anno 2002. Nel caso dei *future* sui singoli titoli il dato è calcolato sulla media giornaliera.

Le negoziazioni del future sull'indice Mib30, misurate dal numero di contratti conclusi, hanno mostrato una riduzione del 13 per cento circa rispetto all'anno 2002. Sono aumentati, invece, i contratti eseguiti sul MiniFib (+20 per cento), quelli sulle opzioni su singoli titoli (+4 per cento) e quelli relativi al future su singoli titoli. È risultato estremamente contenuto il numero di negoziazioni sul contratto future sull'Indice Midex. La Borsa Italiana, a causa della flessione degli scambi e dell'azzeramento dell'operatività, ha disposto che non venissero generati nuovi contratti a sostituzione di quelli in scadenza;

le negoziazioni sono pertanto terminate con la scadenza del contratto di settembre 2003 e con la successiva esclusione dalle negoziazioni del contratto stesso.

L'ammontare dei contratti futures su singoli titoli, le cui negoziazioni sono state avviate nel luglio 2002, ha raggiunto nell'anno trascorso un totale di circa 468.000 contratti eseguiti, passando da una media giornaliera di poco più di 500 contratti nel 2002 a una media giornaliera di circa 2.000 contratti nel 2003. La Borsa Italiana ha inoltre ampliato la disponibilità della scelta tra i titoli sottostanti ai futures, che sono ora negoziabili su un totale di 12 singoli titoli.

Il mercato obbligazionario

Nel 2003, gli scambi di titoli obbligazionari sui mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana spa (Mot e Euromot) hanno subito una sensibile contrazione, passando da 161 a 146 miliardi di euro (-9 per cento); tuttavia, gli scambi sull'Euromot, sia pure limitati, risultano raddoppiati rispetto al 2002 (Tav. aII.2). Per il secondo anno consecutivo è risultato in calo il controvalore negoziato sul mercato telematico all'ingrosso dei titoli di stato (Mts), gestito da Mts spa (-4 per cento). Risulta pari a circa 2 miliardi di euro, infine, il controvalore negoziato sul mercato regolamentato Tlx, attivo dal 20 ottobre 2003.

A dicembre del 2003, il controvalore delle obbligazioni emesse da imprese non finanziarie italiane era pari a circa 86 miliardi di euro, di cui 83 miliardi circa riferibili a gruppi quotati e 3 miliardi circa a gruppi non quotati (Tav. II.4). Per i gruppi quotati, le obbligazioni emesse rappresentano il 25 per cento circa della relativa capitalizzazione di borsa (sulla base dei corsi di fine settembre 2003).

Sui mercati regolamentati italiani (Mot e Euromot) è quotato solo il 17 per cento circa delle obbligazioni *corporate* italiane in termini di controvalore e il 9 per cento circa in termini di numero, mentre alla borsa del Lussemburgo è quotato il 72 per cento circa di detti prestiti obbligazionari in termini di controvalore e il 67 per cento circa in termini di numero di emissioni.

Una quota molto consistente delle obbligazioni *corporate* italiane, almeno in termini di numero di prestiti, è priva di *rating* (circa il 40 per cento, ma meno del 20 per cento in termini di controvalore). Tale fenomeno si riscontra anche in altri paesi dell'area dell'euro, quali la Francia e la Germania, che pure contano un numero elevato di imprese senza *rating* che hanno collocato obbligazioni. Sulla base di una stima a fine 2002 del valore complessivo del mercato europeo dei *corporate bonds*, pari a circa 550 miliardi di euro, la quota dell'Italia risulterebbe prossima al 15 per cento circa, al terzo posto dopo quella di Francia e Germania.

Lo sviluppo del mercato italiano dei *corporate bonds* si è concentrato sostanzialmente fra il 1999 e il 2002, in un contesto congiunturale caratterizzato (almeno a partire dal 2000) da una brusca correzione al ribasso dei corsi azionari e da una fase di ristagno dell'economia.

TAV. II.4

OBBLIGAZIONI CORPORATE EMESSE DA GRUPPI ITALIANI¹
(DATI AL 31 DICEMBRE 2003; VALORI MONETARI IN MILIARDI DI EURO)

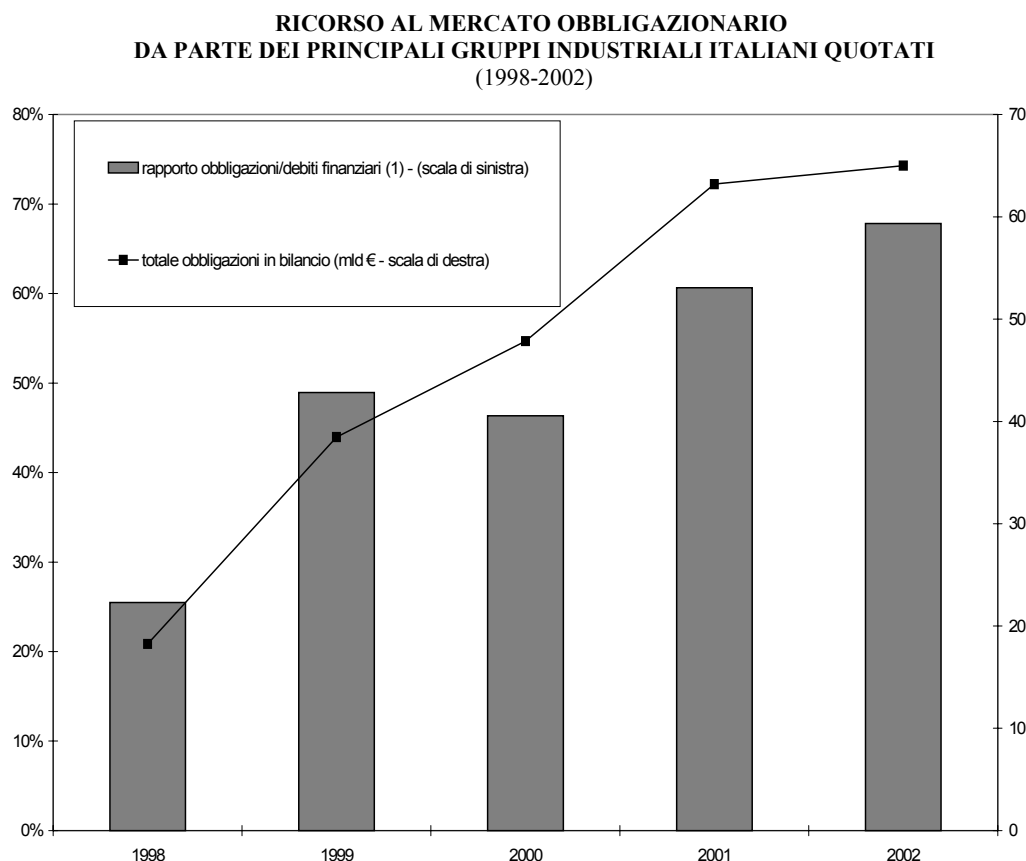
TIPOLOGIA DI OBBLIGAZIONI	CONTROVALORE	N° EMISSIONI
OBBLIGAZIONI EMESSE DA IMPRESE		
APPARTENENTI A GRUPPI ITALIANI QUOTATI		
OBBLIGAZIONI QUOTATE SU MERCATI REGOLAMENTATI ITALIANI	15	22
<i>DI CUI MOT</i>	5	13
<i>EUROMOT</i>	10	9
OBBLIGAZIONI DIFFUSE IN ITALIA	..	9
OBBLIGAZIONI QUOTATE SU MERCATI REGOLAMENTATI ESTERI	61	142
<i>DI CUI LUSSEMBURGO</i>	58	139
OBBLIGAZIONI NON QUOTATE O DIFFUSE IN ITALIA	7	43
<i>TOTALE</i>	83	216
OBBLIGAZIONI EMESSE DA IMPRESE		
APPARTENENTI A GRUPPI ITALIANI NON QUOTATI		
OBBLIGAZIONI QUOTATE SU MERCATI REGOLAMENTATI ESTERI (LUSSEMBURGO)	3	21
OBBLIGAZIONI NON QUOTATE O DIFFUSE IN ITALIA	..	2
<i>TOTALE</i>	3	23
TOTALE GENERALE	86	239

Fonte: Elaborazioni su dati Bloomberg. ¹ Sono escluse le obbligazioni emesse da società per la cartolarizzazione dei crediti. Sono inclusi i titoli di società in *default* del 2003. Il controvalore dei prestiti in valute diverse dall'euro è stato convertito in euro con i tassi di cambio della data di riferimento. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

A partire dalla fine degli anni novanta, infatti, le maggiori imprese non finanziarie italiane hanno profondamente mutato la composizione e la struttura dei loro debiti finanziari, aumentando notevolmente il ricorso all'emissione di titoli obbligazionari. A livello aggregato, il peso delle obbligazioni rispetto agli altri debiti finanziari dei principali gruppi industriali quotati è passato dal 25 per cento circa nel 1998 a quasi il 70 per cento nel 2002 (Fig. II.3). In termini assoluti, le obbligazioni in bilancio (valutate al nominale) sono passate, fra il 1998 e il 2002, da 18 a 65 miliardi di euro (che equivale a un tasso di crescita medio annuo del 38 per cento circa), mentre gli altri debiti finanziari (essenzialmente debiti a breve e medio-lungo termine nei confronti delle banche) sono passati da 72 a 96 miliardi di euro (che equivale invece a un tasso di crescita dell'8 per cento circa).

Questi dati mostrano chiaramente come, a partire dal 1998, i principali gruppi industriali quotati abbiano preferito emettere obbligazioni per raccogliere nuovo capitale di debito, piuttosto che aumentare il ricorso al sistema bancario. Non vi è stata dunque, almeno a livello aggregato, una sostituzione fra debito bancario e obbligazioni, ma piuttosto la tendenza a fare un maggiore ricorso all'emissione di titoli di debito.

FIG. II.3



Fonte: Elaborazioni su dati R&S 2003 Mediobanca. I debiti finanziari sono al netto delle obbligazioni. La quota di obbligazioni con scadenza entro l'anno che viene inclusa nei debiti finanziari a breve è stata sommata ai prestiti obbligazionari (e quindi sottratta dal totale dei debiti finanziari). (1) Dato calcolato sulla base dei bilanci consolidati di tutti i gruppi industriali quotati censiti in R&S (IFI-Fiat, Edison-Italenergia, Parmalat, Enel, Eni, Cofide-Cir, Pirelli, Olivetti-Telecom, Finmeccanica, ST Microelectronics, Impregilo, Alitalia, Edizione Holding (Benetton), Merloni, De Longhi, Autostrada TO-MI, Bulgari, Dalmine, ACEA, Danieli, Davide Campari, Fininvest, Italmobiliare, De Agostini, Gim, Luxottica, Gemina, AEM, ASM Brescia, Caltagirone, ERG, Ericson, Marzotto, RCS MediaGroup, Recordati, Sirti e Snia). I dati relativi al "gruppo Olivetti-Telecom" si riferiscono, per il 1998, alla somma dei dati dei bilanci consolidati di Olivetti, Telecom e Seat, per il 1999, alla somma dei dati del bilancio consolidato Olivetti (che consolidava Telecom) e di quello Seat e a partire dal 2000 al solo bilancio consolidato Olivetti (che a partire dal 2000 ha consolidato sia Telecom che Seat). È stato escluso dall'analisi il gruppo Cirio. I dati in dollari USA del bilancio di ST Microelectronics sono stati convertiti in euro ai tassi di cambio euro-USD di fine anno.

Lo sviluppo del mercato obbligazionario *corporate* ha portato con sé i primi, e allo stesso tempo assai rilevanti, casi di fallimento societario. Nei principali paesi europei, il fenomeno dei fallimenti di emittenti con obbligazioni diffuse è di gran lunga più ampio e datato nel tempo che in Italia. Esso è inoltre fortemente concentrato nei paesi anglosassoni che tradizionalmente hanno sistemi finanziari più orientati al mercato.

Sulla base delle ricerche effettuate dall'agenzia di rating Moody's, si evince come nel periodo 1985-2001 vi siano stati 69 fallimenti di società europee che avevano emesso corporate bonds, per un importo complessivo di circa 22 miliardi di euro. Delle 69 società fallite, ben 29 erano inglesi (42 per cento del totale) con obbligazioni in default per circa 13 miliardi di euro (circa 60 per cento del totale). Al secondo posto si trova l'Olanda con 4 società fallite e obbligazioni in default per 1,9 miliardi di euro; in Francia sono fallite 4 società e in Germania 3, con obbligazioni emesse, in entrambe i casi, per importi inferiori a 500 milioni di euro. Non vi sono stati invece casi di default di obbligazioni di società italiane. Nel 2002, sempre sulla base delle ricerche pubblicate da Moody's, il volume complessivo delle obbligazioni di società europee fallite è notevolmente aumentato ed è stato pari a circa 43 miliardi di euro, quasi il doppio dell'intero importo delle obbligazioni in default nei 16 anni precedenti. Nel 2002 sono andati in default i prestiti obbligazionari di 32 emittenti europei, di cui 15 inglesi, 8 olandesi, e 3 tedeschi (mentre si è registrato un solo caso in Svezia, Norvegia, Svizzera, Francia, Belgio e Italia). Dei 43 miliardi di euro di obbligazioni in default, il 65 per cento circa era stato emesso da imprese inglesi e il 25 per cento da imprese olandesi, mentre il rimanente 10 per cento circa da imprese di altri paesi europei.

Una categoria particolare di obbligazioni (anche per le relative peculiarità tecniche) è rappresentata dai titoli emessi dalle società per la cartolarizzazione dei crediti. Alla data del 30 luglio 2003, risultavano in essere circa 360 prestiti obbligazionari, per un controvalore emesso di oltre 90 miliardi di euro (Riquadro 3).

RIQUADRO 3

Le asset backed securities

I titoli collocati a fronte di operazioni di cartolarizzazione dei crediti (cosiddetti *asset backed securities*, Abs) sono obbligazioni emesse da società di diritto italiano, iscritte nell'elenco speciale delle società finanziarie tenuto dalla Banca d'Italia (di cui all'art. 107 del Testo Unico Bancario), utilizzate come "veicoli speciali" (*special purpose vehicle*, Spv) per effettuare tali operazioni. Tali società emettono quindi obbligazioni "collateralizzate" da *asset* rappresentati da crediti di varia natura (nel caso di mutui ipotecari si parla di *mortgage backed securities*).

Tali obbligazioni sono per alcuni versi assimilabili a quelle *corporate*. In particolare, sotto il profilo regolamentare, la legge 130/1999 che contiene le disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti, prevede che il collocamento di tali titoli sia sempre accompagnato dalla predisposizione di un prospetto informativo (anche se l'offerta è riservata a investitori professionali), oltre che dal rilascio del *rating* nel caso

in cui i titoli siano offerti a investitori non professionali. La disciplina sulla sollecitazione in tema di Abs è quindi più stringente e prescrittiva rispetto a quella prevista per le “normali” obbligazioni *corporate* dal Tuf.

Le società utilizzate come veicoli speciali per la cartolarizzazione dei crediti (che normalmente sono le società cessionarie) sono riconducibili in prevalenza a banche o società appartenenti a gruppi bancari (società di *leasing*, finanziarie, etc.) e più raramente a veri e propri emittenti *corporate*. In altri casi le Spv sono società che hanno emesso obbligazioni a fronte di operazioni di cartolarizzazione di crediti vantati da soggetti di matrice pubblica (Regioni, Inps, Ministero dell'economia e delle finanze).

La tavola offre un quadro della dimensione del mercato delle obbligazioni *asset backed*, sulla base della tipologia del soggetto cosiddetto *originator* (cioè la società che cede i crediti e che normalmente controlla la Spv cessionaria) alla data del 31 luglio 2003. Si tratta di circa 360 prestiti obbligazionari per un controvalore emesso di oltre 90 miliardi di euro. Gli emittenti più importanti sono le Spv di matrice bancaria (quasi 50 miliardi di obbligazioni collocate), seguite da quelle di matrice pubblica (con quasi 30 miliardi di euro di collocato). Gli emittenti *corporate* hanno invece emesso obbligazioni Abs per circa 5 miliardi di euro.

**EMISSIONI DI OBBLIGAZIONI ASSET BACKED DA PARTE DI SOCIETÀ
PER LA CARTOLARIZZAZIONE DEI CREDITI DI DIRITTO ITALIANO¹**
(DATI AL 31 LUGLIO 2003; VALORI MONETARI IN MILIONI DI EURO)

TIPOLOGIA SOGGETTO ORIGINATOR (SOCIETÀ CEDENTE)	CONTROVALORE	N° EMISSIONI	DI CUI CON RATING
BANCA QUOTATA	35.783	167	164
BANCA NON QUOTATA	13.367	94	93
<i>TOTALE BANCHE</i>	<i>49.149</i>	<i>261</i>	<i>257</i>
SOGGETTO PUBBLICO	28.763	36	30
FINANZIARIA NON QUOTATA	5.674	39	38
FINANZIARIA QUOTATA	2.323	9	9
<i>TOTALE FINANZIARIE</i>	<i>7.997</i>	<i>48</i>	<i>47</i>
CORPORATE QUOTATO	3.987	12	9
CORPORATE NON QUOTATO	1.264	5	5
<i>TOTALE CORPORATE</i>	<i>5.252</i>	<i>17</i>	<i>13</i>
NON IDENTIFICABILE	326	3	3
<i>TOTALE GENERALE</i>	<i>91.486</i>	<i>365</i>	<i>351</i>

Fonte: Elaborazione su dati Bondware. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Circa il 96 per cento dei prestiti è provvisto di *rating*, anche se non si registrano casi di offerta al pubblico in Italia di tali tipologie di strumenti finanziari (infatti, come detto in precedenza, la legge 130/1999 impone il rilascio del *rating* solo per i titoli collocati presso investitori non professionali). Il 92 per cento circa dei prestiti è quotato al mercato del Lussemburgo (95 per cento in termini di controvalore), mentre nessun prestito risulta quotato su un mercato regolamentato italiano (l'unica eccezione è rappresentata da 3 prestiti della Società per la Cartolarizzazione dei Crediti Inps - Scipi spa e da 4 prestiti della Società per la Cartolarizzazione degli Immobili Pubblici - Scipi spa che sono quotati oltre che alla borsa del Lussemburgo anche presso il Mercato telematico all'ingrosso dei titoli di Stato).

Per ciò che riguarda le obbligazioni bancarie, anche nel corso del 2003 è proseguita la tendenza all'incremento dello stock di titoli in circolazione, confermando il trend degli anni precedenti. Le consistenze di obbligazioni bancarie sono infatti passate da 124,2 miliardi di euro nel 1995 a 336,5 miliardi di euro al 30 settembre 2003 (Fig. II.4).

In particolare, lo stock di obbligazioni bancarie strutturate è cresciuto, passando da circa 124 miliardi di euro nel 1995 (inclusendo le obbligazioni *callable/puttable*) a circa 244 miliardi di euro al 30 settembre 2003 (+97 per cento).

Tra le diverse tipologie di obbligazioni bancarie strutturate, risultano in sensibile crescita le consistenze di obbligazioni con struttura linked e stochastic interest, passate dai 5,4 miliardi di euro del 1995 ai 149 miliardi di euro del settembre 2003. Tale quota rappresenta il 61 per cento del controvalore in essere del mercato delle obbligazioni strutturate.

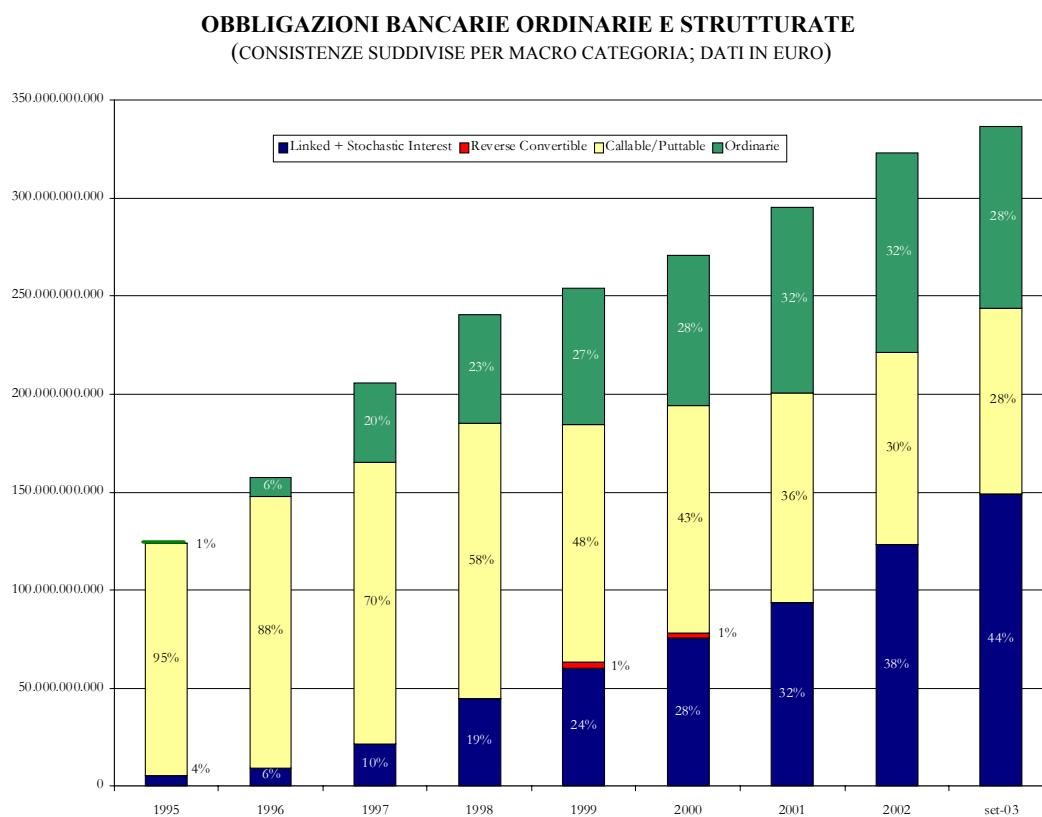
Viceversa, le consistenze delle obbligazioni callable e puttable hanno subito una continua contrazione attestandosi, a fine settembre 2003, a un valore di circa 94 miliardi di euro e, in termini di quota di mercato (sul totale delle obbligazioni strutturate), al 39 per cento rispetto al 75 per cento di fine 1998.

Un'analisi a parte meritano le reverse convertible, che ricoprono oggi un ruolo del tutto marginale. Le consistenze a settembre 2003 rappresentano infatti circa l'11 per cento delle consistenze a fine 1999, anno in cui tali titoli avevano raggiunto il valore massimo pari a 3,4 miliardi di euro.

Un'analisi più generale della raccolta bancaria attraverso obbligazioni mostra come sia variata notevolmente la tipologia delle strutture caratterizzanti tali titoli verso una maggiore complessità, in termini di ingegnerizzazione delle stesse e quindi di maggiore difficoltà nel

rappresentare in modo trasparente l'effettivo profilo di rischio-rendimento dello strumento finanziario.

Fig. II.4



Fonte: Elaborazioni su dati Kler's.

In particolare, le strutture più semplici, quali le callable/puttable, che nel 1995 rappresentavano la quasi totalità delle obbligazioni bancarie, a settembre 2003 pesavano poco meno del 30 per cento. Di contro, le strutture maggiormente complesse, rappresentate dalle obbligazioni linked e stochastic interest, al 30 settembre 2003 rappresentavano il 44,3 per cento dello stock delle obbligazioni bancarie in circolazione, rispetto al 4 per cento del 1995.

La ricomposizione delle consistenze di obbligazioni bancarie è da ascrivere prevalentemente a una accresciuta domanda di strumenti con rendimenti collegati a indici azionari e a una conseguente maggiore difficoltà nel collocamento di obbligazioni tradizionali a tasso fisso e variabile, per effetto del livello storicamente molto basso dei tassi di interesse a breve e a lunga scadenza.

È possibile stimare che il peso delle obbligazioni bancarie strutturate nel portafoglio finanziario delle famiglie è cresciuto dal 53 per cento nel 1995 al 90 per cento a settembre 2003.

Con riferimento alla concentrazione del mercato delle obbligazioni strutturate, nel periodo oggetto di indagine, i primi cinque emittenti occupavano una quota intorno al 50 per cento del mercato; tale risultato è determinato in larga parte dall'operatività dei primi quattro gruppi bancari. Inoltre, un'analisi di maggior dettaglio sulla situazione dei primi 10 gruppi bancari emittenti di obbligazioni strutturate a settembre 2003 ha evidenziato che oltre il 50 per cento delle consistenze di tali strumenti finanziari si è costituito nel corso dell'ultimo triennio. Focalizzando l'attenzione sui dati relativi ai primi 9 mesi del 2003, è emerso che quasi la metà delle emissioni per controvalore sono state ingegnerizzate nell'ambito della struttura delle *linked* pure.

Il ricorso alla quotazione per le obbligazioni bancarie strutturate è in calo e riguarda principalmente le emissioni di elevato controvalore, che verosimilmente consentono di ammortizzare i costi fissi della quotazione. Inoltre, si ricorre alla quotazione in maniera più ampia per le emissioni appartenenti alla macro-categoria che combina le caratteristiche delle *linked* e delle *stochastic interest* rispetto a quelle relative alla macro-categoria delle *callable/puttable*.

Le operazioni di raccolta di capitali e di quotazione: un quadro d'insieme

Nel corso del 2003, sono state effettuate 4 operazioni di offerta di titoli azionari finalizzate alla quotazione, contro le 6 dell'anno precedente, per un ammontare che risulta peraltro dimezzato (rispettivamente, 550 milioni e 1.062 milioni di euro; Tav. II.5); tale dato è in linea con la tendenza, già rilevata negli anni precedenti, al calo delle operazioni relative a un segmento, quale quello delle Ipo, molto sensibile alle difficoltà dei mercati finanziari. Gli aumenti di capitale e le obbligazioni convertibili hanno registrato, per contro, un incremento rispetto al 2002, essendo risultate pari a 27 (22 l'anno precedente), per un controvalore di 9,8 miliardi di euro (4,1 nel 2002).

Le operazioni di ammissione a quotazione di titoli obbligazionari sono aumentate, passando da 24 nel 2002 (per un controvalore pari a 4,7 miliardi di euro) a 31 nel 2003 (per un controvalore pari a circa 5,6 miliardi di euro in crescita del 20 per cento circa); viceversa, continua il calo delle nuove quotazioni di *covered warrants* già registrato l'anno precedente.

Altre operazioni di collocamento hanno riguardato 5 operazioni di sollecitazione per un controvalore complessivo di 0,9 miliardi di euro. Di queste, 2 riguardano offerte riferite a società che non hanno titoli quotati su mercati regolamentati, per un controvalore modesto (34 milioni di euro); le rimanenti sono state effettuate da emittenti esteri in Italia, con conseguente riconoscimento di prospetti esteri, per un controvalore sensibilmente più elevato rispetto a quello del 2002 (rispettivamente, 881 verso 35 milioni di euro).

TAV. II.5

**I COLLOCAMENTI FINALIZZATI ALLA QUOTAZIONE SU MERCATI REGOLAMENTATI
E LE ALTRE OPERAZIONI DI SOLLECITAZIONE**
(VALORI MONETARI IN MILIONI DI EURO)

	NUMERO OPERAZIONI				CONTROVALORE			
	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2003
OPERAZIONI FINALIZZATE ALLA QUOTAZIONE¹								
- TITOLI AZIONARI	44	18	6	4	6.903	3.935	1.062	550
- TITOLI OBBLIGAZIONARI	....	21	24	31	....	4.038	4.733	5.558
- COVERED WARRANT ²	3.343	8.194	6.668	4.749	—	—	—	—
- QUOTE DI FONDI CHIUSI	--	--	1	--	--	--	189	--
AUMENTI DI CAPITALE E EMISSIONI DI OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI ³	19	23	22	27	3.624	8.489	4.145	9.800
OFFERTE DI VENDITA RELATIVE A TITOLI GIÀ QUOTATI ⁴	2	1	2	1	6.613	2.721	1.464	2.173
OFFERTE DI TITOLI NON QUOTATI DI EMITTENTI ITALIANI QUOTATI ⁵	....	....	2	--	....	....	1.127	--
OFFERTE DI TITOLI NON QUOTATI DI EMITTENTI ITALIANI NON QUOTATI ⁶	3	2	3	2	97	31	138	34
OFFERTE DI EMITTENTI ESTERI								
- RICONOSCIMENTO DI PROSPETTI ESTERI	11	7	13	3	25	23	35	881
- OFFERTE PUBBLICHE PANEUROPEE ⁷	3	1	--	--	985	63	--	--

¹ I dati riguardano le operazioni per le quali è stato concesso nel corso dell'anno il nulla osta per il deposito del prospetto di ammissione. Il dato relativo ai titoli azionari e alle quote di fondi chiusi comprende le sole ammissioni a quotazione avvenute tramite offerta pubblica. ² Il dato si riferisce al numero di nuovi strumenti ammessi a quotazione nel corso dell'anno. Non è stato inserito un controvalore in quanto sia il prezzo che il numero di titoli inseriti nel prospetto risultano puramente indicativi. ³ Gli aumenti di capitale comprendono le offerte pubbliche di sottoscrizione che non riguardano operazioni di ammissione a quotazione di azioni, le offerte in opzione agli azionisti e le offerte di conversione di azioni di risparmio in azioni ordinarie con conguaglio in denaro. ⁴ Riguardano offerte di vendita, pubbliche o private, non finalizzate all'ammissione alla quotazione. ⁵ Il dato si riferisce a operazioni di sola sollecitazione effettuate da società aventi titoli quotati su mercati regolamentati. ⁶ Offerte riferite a società che non hanno titoli quotati su mercati regolamentati. ⁷ Il dato del controvalore è relativo all'offerta italiana.

Nei principali mercati mondiali la raccolta di capitale di rischio ha continuato a contrarsi anche nel 2003.

Con riferimento agli Stati Uniti, si stima che a fronte di un numero complessivo di operazioni sostanzialmente stabile (88 e 90 rispettivamente nel 2003 e nel 2002), l'ammontare di mezzi freschi raccolti sia calato del 38 per cento circa (passando da 24 a 15 miliardi di euro circa). Con riferimento all'Europa, i mercati Euronext Paris e i vari segmenti della Deutsche Börse non hanno registrato alcuna operazione di ammissione a quotazione nel corso del 2003; nel mercato azionario del Regno Unito il numero di operazioni e il relativo ammontare hanno subito, rispetto al 2002, una riduzione del 60 per cento circa (Tav. II.6).

TAV. II.6

AMMISSIONI A QUOTAZIONE NEI PRINCIPALI MERCATI AZIONARI EUROPEI¹
(VALORI MONETARI IN MILIARDI DI EURO)

FRANCIA (EURONEXT PARIS ²)		GERMANIA (DEUTSCHE BÖRSE ³)		U.K. (LONDON STOCK EXCHANGE ⁴)			
				NUMERO SOCIETÀ		RISORSE RACCOLTE	
NUMERO SOCIETÀ	RISORSE RACCOLTE	NUMERO SOCIETÀ	RISORSE RACCOLTE	TOTALE	DI CUI INVESTMENT COMPANIES E PREFERENCE SHARES	TOTALE	DI CUI INVESTMENT COMPANIES E PREFERENCE SHARES
1996	54	1	20	10	....	14	....
1997	63	7	25	3	....	11	....
1998	116	7	67	3	84	6	....
1999	66	7	134	13	74	9	3
2000	77	12	134	26	133	18	5
2001	20	13	21	3	85	11	5
2002	8	3	5	..	42	8	2
2003	--	--	--	--	17	3	..

Fonte: Borse nazionali. Dati relativi alle sole quotazioni tramite offerta (escluse scissioni, fusioni e passaggi da un segmento a un altro) di società domestiche. ¹ Per Francia e Germania i dati in valuta locale antecedenti al 1999 sono convertiti in euro al cambio fisso euro-franco e euro-marco tedesco. Per il Regno Unito i dati sono convertiti al cambio euro-sterlina di fine anno e per gli anni antecedenti al 1999 al cambio euro-sterlina di fine anno calcolato da Thomson Financial Data. ² Escluso *marché libre*. ³ Escluso il segmento *Freiverkehr*. ⁴ Escluso il segmento AIM.

Le offerte finalizzate alla quotazione di titoli azionari

Come riferito, nel 2003 sono state effettuate 4 offerte finalizzate all'ammissione a quotazione di titoli azionari sul Mercato Telematico Azionario; nessuna offerta è stata effettuata sul Mercato Expandi e sul Nuovo Mercato (Tav. II.7). È proseguita dunque la contrazione del numero di operazioni di quotazione, che ha raggiunto il valore più basso dal 1995; è parimenti diminuito, rispetto al 2002, l'ammontare di capitali raccolti. Tale evidenza conferma la nota correlazione positiva tra l'andamento dei mercati azionari e le operazioni di Ipo.

TAV. II.7

OFFERTE FINALIZZATE ALL'AMMISSIONE A QUOTAZIONE DI TITOLI AZIONARI (VALORI MONETARI IN MILIONI DI EURO)

	NUMERO SOCIETÀ	CAPITALIZZAZIONE ANTE OFFERTA ¹	CONTROVALORE OFFERTA			PESO SULLA CAPITALIZZAZIONE POST OFFERTA ²
			SOTTOSCRIZIONE	VENDITA	TOTALE	
<i>BORSA (MTA) E MERCATO EXPANDI</i>						
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	21	65.069	1.187	21.567	22.754	33,6
2000	13	14.296	1.130	1.379	2.509	16,3
2001	13	7.820	2.078	1.722	3.800	36,1
2002	6	2.504	638	424	1.062	33,8
2003	4	1.340	67	483	550	39,1
<i>NUOVO MERCATO</i>						
1999	6	719	227	39	266	27,9
2000	31	14.012	3.840	554	4.394	24,6
2001	5	372	121	14	135	27,3
2002	--	--	--	--	--	--
2003	--	--	--	--	--	--

Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Capitalizzazione delle società ammesse a quotazione, calcolata sulla base del prezzo di offerta e del numero di azioni *ante* offerta. ² In rapporto alla capitalizzazione *post* quotazione, misurata al prezzo di offerta. Valori in percentuale, ponderati per l'ammontare delle offerte. I dati relativi alla Borsa non comprendono l'Eni nel 1995, l'Enel nel 1999 e la Snam Rete Gas nel 2001.

L'ammontare di mezzi freschi complessivamente raccolti mediante le operazioni di offerte di sottoscrizione di nuovi titoli finalizzati all'ammissione a quotazione è stato pari a 67 milioni di euro, corrispondente al 12 per cento dell'offerta complessiva. Rispetto alla capitalizzazione post offerta, l'offerta aggregata di sottoscrizione e di vendita è risultata pari al 39 per cento, in lieve crescita rispetto al valore rilevato nel 2002.

Con riferimento agli assetti proprietari delle società quotate in Borsa nel 2003, non si sono registrate significative variazioni rispetto ai valori rilevati negli anni precedenti (Tav. aII.3). La quota detenuta, in media, dagli azionisti di controllo prima della quotazione era pari all'87 per cento (poco più dell'83 per cento nel 2002); essa sale al 91 per cento circa (contro il 99 per cento circa nel 2002) prendendo in considerazione gli azionisti con una partecipazione superiore al 2 per cento. Dopo l'offerta, la quota detenuta dagli azionisti di controllo è risultata pari al 54 per cento circa (58 nel 2002); tale valore aumenta di pochi punti percentuali se riferito agli azionisti con una partecipazione superiore al 2 per cento, passando al 58 per cento (67 nel 2002).

Nel 2003, gli esiti delle offerte finalizzate alla quotazione hanno continuato a risentire della fase congiunturale negativa, proseguendo una tendenza manifestatasi già a partire dal 2000 (Tav. aII.4). Il rapporto tra domanda e offerta è mediamente risultato in lieve aumento rispetto all'anno precedente, portandosi a valori prossimi a 2 sia per l'offerta pubblica (1,8 a fronte di 1,1 nel 2002) che per l'offerta istituzionale (1,6 contro 1,1 nel 2002).

Rispetto al 2002, risulta modificata la distribuzione dei titoli azionari offerti tra le varie tipologie di soggetti assegnatari. È infatti diminuita la quota relativa agli investitori istituzionali (dal 50 al 45 per cento), mentre è sensibilmente aumentata la quota assegnata al pubblico (dal 28 al 40 per cento circa). In ulteriore calo rispetto agli anni precedenti risulta la quota attribuita agli investitori istituzionali esteri (da poco più del 20 al 15 per cento circa).

Per i due emittenti non appartenenti al gruppo delle società a controllo pubblico (Isagro e Trevisan), il prezzo di mercato del primo giorno di quotazione (corretto per la variazione dell'indice di mercato) è stato inferiore al prezzo di offerta per un valore pari in media a circa il 4 per cento (in questo senso è da interpretare il valore negativo dello sconto alla quotazione riportato nella Tav. II.8). A causa del numero esiguo di operazioni, il dato non consente tuttavia di trarre indicazioni conclusive in merito all'andamento dello sconto alla quotazione.

TAV. II.8

SCONTO ALLA QUOTAZIONE

	N° OFFERTE ¹	SCONTO MEDIO ²	SCONTO MEDIANO ²
BORSA (MTA) E MERCATO EXPANDI			
1995	10	9,3	8,3
1996	11	8,9	8,7
1997	9	5,3	8,8
1998	15	5,7	2,7
1999	17	13,2	- 0,8
2000	9	0,9	4,9
2001	11	- 1,3	- 1,1
2002	4	2,3	4,8
2003	2	- 4,1	- 4,1
NUOVO MERCATO			
1999	6	26,9	14,1
2000	31	15,6	8,8
2001	5	4,5	5,1
2002	--	--	--
2003	--	--	--

Fonte: Elaborazioni Consob su dati Datastream. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Non sono state incluse le offerte relative a società privatizzate e quelle relative a società controllate da fondazioni o enti pubblici. ² Differenza percentuale tra prezzo di mercato del primo giorno di quotazione e prezzo di offerta, corretta per la variazione dell'indice di Borsa (Mib storico, indice storico del Mercato Expandi e, a partire dall'anno 2000, indice del Nuovo Mercato).

Con riferimento ai potenziali conflitti di interessi degli intermediari collocatori, nel 2003 tutte le società ammesse a quotazione avevano un'esposizione debitoria nei confronti dei soggetti collocatori, ovvero di altri soggetti dello stesso gruppo (Tav. II.9). I finanziamenti erogati nell'ambito di tali rapporti creditizi ammontavano, in media, al 14 per cento circa del totale dei debiti finanziari delle società considerate: tale dato, sebbene riferito a un numero ristretto di emittenti, è sensibilmente inferiore a quello registrato nel triennio precedente. In un solo caso, lo *sponsor* (che svolgeva anche i ruoli di *global coordinator* e responsabile dell'offerta pubblica) deteneva una partecipazione prima della quotazione; la quota risultava tuttavia molto contenuta (pari allo 0,02 per cento circa).

TAV. II.9

**RAPPORTI CREDITIZI E PARTECIPATIVI
FRA SOCIETÀ AMMESSE A QUOTAZIONE E INTERMEDIARI COLLOCATORI¹**

	2000	2001	2002	2003
SOCIETÀ CON RAPPORTI CREDITIZI CON SPONSOR O SOGGETTI COLLOCATORI				
NUMERO SOCIETÀ	23	10	3	4
QUOTA SUL TOTALE DELLE AMMISSIONI A QUOTAZIONE ²	52,3	55,6	50,0	100,0
QUOTA MEDIA DEI FINANZIAMENTI CONCESSI DA SPONSOR O SOGGETTI COLLOCATORI ³	27,2	27,8	46,1	13,9
SOCIETÀ CON RAPPORTI PARTECIPATIVI CON SPONSOR O SOGGETTI COLLOCATORI				
NUMERO SOCIETÀ	11	2	1	1
QUOTA SUL TOTALE DELLE AMMISSIONI A QUOTAZIONE ²	25,0	11,1	16,7	25,0
QUOTA MEDIA DELLA PARTECIPAZIONE DI SPONSOR O SOGGETTI COLLOCATORI ⁴	18,1	19,8	28,3	..

Fonte: Consob e elaborazioni su dati di Borsa Italiana spa. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Si fa riferimento ai rapporti creditizi e partecipativi esistenti tra le società ammesse a quotazione (in Borsa - Mta, sul Mercato Expandi e sul Nuovo Mercato) 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. ² Valori in percentuale. ³ In rapporto ai debiti finanziari totali; valori in percentuale. ⁴ In rapporto al capitale sociale *ante* offerta; valori in percentuale.

Nel corso dell'anno si è accentuato, anche a fronte del ristretto numero di ammissioni a quotazione, il processo di concentrazione nel comparto dell'*investment banking*. La quota di mercato dei primi 3 intermediari che hanno svolto il ruolo di *global coordinator* è cresciuto dal 65 all'82 per cento circa (Tav. aII.5), mentre è stabile quella relativa al primo soggetto (attorno al 30 per cento). La presenza di intermediari esteri si è riscontrata solo in un caso, ossia nel 25 per cento delle operazioni; il dato è in calo rispetto al biennio precedente quando si era attestato al 50 per cento.

Con riferimento alla presenza di investitori istituzionali (ossia fondi comuni di tipo chiuso, società di *venture capital*, banche commerciali e d'investimento) nella compagine azionaria delle neoquotate, si rileva che l'assunzione di partecipazioni ha riguardato 3 delle 4 società ammesse a quotazione (Tav. II.10); rispetto all'anno precedente, è calato il numero medio di investitori (passato da 2,5 a 2), mentre è rimasto stabile il divario tra la quota prima dell'offerta (pari al 22 per cento) e quella dopo l'offerta (pari a poco più del 10 per cento).

TAV. II.10

**INVESTITORI ISTITUZIONALI
NELL'AZIONARIATO DELLE SOCIETÀ NEOQUOTATE¹**

	SOCIETÀ		N° INVESTITORI ISTITUZIONALI ⁴	QUOTA ANTE OFFERTA ⁵	QUOTA POST OFFERTA ⁶
	NUMERO ²	QUOTA SUL TOTALE ³			
<i>BORSA (MTA) E MERCATO EXPANDI</i>					
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	6	28,6	1,7	20,1	5,4
2000	4	30,8	2,0	26,9	15,6
2001	5	38,5	1,6	32,6	15,0
2002	2	33,3	2,5	27,1	15,2
2003	3	75,0	2,0	22,0	10,1
<i>NUOVO MERCATO</i>					
1999	3	50,0	2,7	42,3	19,9
2000	14	45,2	2,9	25,6	16,4
2001	1	20,0	1,0	5,0	3,6
2002	--	--	--	--	--
2003	--	--	--	--	--

Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ 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. ² Numero di società, quotate nell'anno, in cui erano presenti investitori istituzionali alla data dell'offerta. ³ In percentuale del totale delle neoquotate nel corso dell'anno sul mercato considerato. ⁴ Numero medio di investitori istituzionali presenti nella compagine azionaria alla data dell'offerta. ⁵ Quota media del capitale sociale detenuta dagli investitori istituzionali al momento dell'offerta; valori in percentuale. ⁶ Quota media del capitale sociale detenuta dagli investitori istituzionali subito dopo l'offerta; valori in percentuale.

Il collocamento di titoli delle società quotate e le operazioni di finanza straordinaria

Nel corso del 2003, le offerte di azioni e di obbligazioni convertibili, comprendenti sia le offerte iniziali di ammissione a quotazione, sia gli aumenti di capitale e le offerte di vendita di

società già quotate, hanno raggiunto un controvalore pari a circa 12,5 miliardi di euro (Tav. II.11). Rispetto al 2002, il dato registra un incremento superiore all'80 per cento, dovuto prevalentemente agli aumenti di capitale.

TAV. II.11

**COLLOCAMENTO DI AZIONI E OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI
DI SOCIETÀ QUOTATE¹**
(MILIONI DI EURO)

	EMISSIONI DI NUOVI TITOLI	OFFERTE DI TITOLI GIÀ IN CIRCOLAZIONE	TOTALE
1995	4.377	3.396	7.773
1996	2.306	5.611	7.917
1997	5.624	18.427	24.051
1998	9.142	11.274	20.416
1999	23.172	25.795	48.967
2000	9.525	7.615	17.140
2001	10.688	4.457	15.145
2002	4.783	2.046	6.829
2003	9.868	2.656	12.524

Fonte: Archivio Consob sui prospetti informativi e avvisi della Borsa Italiana spa. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Dati relativi alle società quotate in Borsa (Mta); sono incluse le operazioni relative alle società quotate sul Mercato Expandi e sul Nuovo Mercato, queste ultime a partire dal 1999. Per il 2002 il dato comprende l'offerta pubblica di quote di un fondo immobiliare chiuso finalizzata all'ammissione a quotazione.

L'80 per cento circa dell'offerta complessiva è costituita da emissione di nuovi titoli. Tra i soggetti destinatari dell'offerta, la categoria più rilevante è rappresentata dagli azionisti preesistenti, nell'ambito di offerte in opzione relative ad aumenti di capitale: sono state assegnate, in particolare, azioni e obbligazioni convertibili per poco più di 9 miliardi di euro (corrispondente al 91 per cento dell'ammontare complessivo delle offerte; Tav. aII.6). Tale evidenza riflette, come detto, il fatto che le nuove emissioni sono legate quasi esclusivamente ad aumenti di capitale. Tra i destinatari delle offerte, gli investitori istituzionali costituiscono la seconda categoria più importante, risultando assegnatari di azioni e obbligazioni convertibili per 2,5 miliardi di euro (20 per cento dell'ammontare complessivo). Occupa una posizione residuale il pubblico, al quale è stata complessivamente assegnata una quota pari all'8 per cento circa.

Tra le offerte di vendita destinate a investitori istituzionali sono state effettuate 2 operazioni di cessione, da parte di soggetti pubblici, di partecipazioni in società neoquotate (Meta e Hera) per una quota pari rispettivamente al 14,9 e al 25,1 per cento (Tav. aII.7). Nel secondo semestre dell'anno, ha avuto luogo la cessione di una quota pari al 6,6 per cento di Enel, detenuta dal

Ministero dell'economia e delle finanze; il controvalore complessivo dell'operazione, realizzata tramite trasferimento a un intermediario che ha successivamente provveduto a collocare le relative azioni presso investitori istituzionali, risulta pari a circa 2,2 miliardi di euro (Tav. aII.8).

Tra le operazioni di finanza straordinaria più rilevanti, che in taluni casi sono state dirette alla semplificazione della struttura del gruppo, si evidenziano quelle riguardanti il gruppo Pirelli, i gruppi Olivetti e Telecom, il gruppo Seat Pagine Gialle, il gruppo Snia, il gruppo Autostrade, il gruppo Banca Popolare di Bergamo-Credito Varesino e il gruppo Banca Popolare Commercio e Industria, il gruppo Banca Popolare di Lodi.

Il gruppo Pirelli ha attuato nel corso del 2003 una serie di operazioni volte alla semplificazione e all'aumento della patrimonializzazione del gruppo. In particolare, nel mese di maggio, Pirelli & C. spa ha deliberato la modifica dell'oggetto sociale e la trasformazione della società da accomandita per azioni in società per azioni con la nuova denominazione di Pirelli & C. spa. Ciò ha comportato l'attribuzione del diritto di recesso agli azionisti dissenzienti. Nel mese di giugno, Pirelli & C. spa ha promosso un aumento di capitale nei termini di 3 nuove azioni per ciascuna azione posseduta. A ogni azione è stato abbinato un warrant gratuito, con esercizio 2003-2006, che attribuirà il diritto a sottoscrivere al valore nominale una nuova azione ordinaria Pirelli & C. ogni 4 warrants posseduti. I warrants sono stati quotati sul Mercato Telematico Azionario a decorrere dal novembre 2003. Nel mese di agosto ha infine avuto efficacia la fusione per incorporazione di Pirelli & C. Luxembourg spa e di Pirelli spa in Pirelli & C. spa. A seguito della fusione, quest'ultima società si è trovata a detenere direttamente le partecipazioni nelle società che gestiscono le principali attività del gruppo. In relazione all'operazione di fusione è stato predisposto dall'emittente il documento previsto dell'art. 70, comma 4, del Regolamento Emittenti.

Nel 2003, Telecom Italia spa si è fusa per incorporazione in Olivetti spa; l'operazione ha avuto tra gli obiettivi principali quello di semplificare la catena di controllo che legava i due gruppi, nell'ambito di un più ampio processo di ristrutturazione industriale e finanziario. Olivetti spa ha abbandonato la denominazione sociale, mutandola in Telecom Italia, e ha assunto l'oggetto sociale della società incorporata, con conseguente riconoscimento del diritto di recesso in capo agli azionisti di Olivetti dissenzienti. Olivetti ha proceduto a liquidare i soci che hanno esercitato tale diritto e ha lanciato un'offerta pubblica di acquisto volontaria parziale su azioni ordinarie e di risparmio Telecom Italia.

Molto complessa risulta l'operazione riguardante il gruppo Seat Pagine Gialle. Seat Pagine Gialle spa ha scisso la parte delle proprie attività denominata directories a favore di un'omonima newco e ha mutato la propria denominazione in Telecom Italia Media spa. Telecom Italia spa ha stipulato un contratto di cessione di azioni ordinarie rappresentative di circa il 61,5 per cento dell'intero capitale sociale di Seat Pagine Gialle post scissione a favore della Silver spa, società appositamente costituita (tramite altre due società veicolo, Spyglass spa e SubSilver sa) da investitori istituzionali. Successivamente all'acquisto, Seat Pagine Gialle si è fusa per incorporazione in Silver spa la quale, con effetto immediatamente successivo, è stata a sua volta incorporata in Spyglass spa. Quest'ultima ha quindi mutato la propria denominazione in Seat Pagine Gialle spa ed è stata ammessa a quotazione al Mercato Telematico Azionario. Le due fusioni non hanno determinato effetti sull'attività operativa della società quotata incorporata, in quanto l'attività sia di Silver sia di Spyglass è stata limitata alla gestione della partecipazione di controllo (diretta per la prima e indiretta per la seconda) nella medesima società incorporata. Seat Pagine Gialle spa, pertanto,

anche dopo la fusione ha continuato a operare nell'editoria telefonica, nel mercato dell'erogazione dei servizi informativi per via telefonica e nell'area della business information. Prima di procedere alla duplice fusione, Silver e Spyglass erano state ricapitalizzate, al fine di azzerare l'indebitamento finanziario da esse assunto per l'acquisizione della Seat Pagine Gialle; a seguito dell'aumento di capitale di Spyglass, il debito da acquisizione è stato trasferito alla SubSilver sa, società che ora controlla Seat Pagine Gialle spa. Al momento dell'annuncio della duplice fusione, i Consigli di amministrazione delle società interessate hanno, tuttavia, prospettato la possibilità che la nuova società quotata, dopo il perfezionamento della fusione, effettuasse una distribuzione straordinaria di riserve, mediante accensione, a tal fine, di finanziamenti. La quota dei dividendi che affluirebbe alla società controllante SubSilver verrebbe da questa utilizzata per il rimborso del debito finanziario legato all'acquisizione. In tal caso si realizzerà un vero e proprio leveraged by out, in quanto il debito finanziario connesso all'acquisizione verrebbe, in sostanza, trasferito alla società quotata.

Snia è entrata nel settore delle tecnologie medicali nel 1986 acquisendo il controllo di Sorin Biomedica spa, successivamente fusa per incorporazione nella stessa Snia. Le attività riconducibili a tale società sono state quindi organizzate in business unit con a capo una società capofila. Nel 2003 Snia spa ha scisso tale settore a favore di una newco denominata Sorin spa, conservando invece le aree storiche di intervento della chimica e delle fibre sintetiche. Gli effetti della scissione sono stati subordinati all'ammissione a quotazione sul Mercato Telematico Azionario della società beneficiaria, avvenuta alla fine del 2003. La scissione ha dato quindi luogo a due società indipendenti ed entrambe quotate, ciascuna focalizzata sul proprio business. Le caratteristiche dell'operazione, per la quale è stato predisposto dall'emittente il documento previsto dell'art. 70, comma 4, del Regolamento Emittenti, non hanno determinato l'attivazione del diritto di recesso riconosciuto dal codice civile e dal Tuf ai soci dissenzienti.

Nei mesi di gennaio e febbraio 2003 Autostrade spa è stata oggetto di un'Opa volontaria totalitaria promossa da Newco28 spa a esito della quale quest'ultima società ha acquisito circa il 54 per cento del capitale di Autostrade. Newco28, a sua volta, era controllata da Schemaventotto spa che già possedeva direttamente una quota di circa il 29,7 per cento nella stessa Autostrade. Per il pagamento del corrispettivo dell'Opa e di tutti gli oneri connessi all'offerta, Newco28 ha fatto ricorso pressoché integrale a finanziamenti bancari. Al fine di razionalizzare l'organizzazione operativa del gruppo e la struttura di controllo, le assemblee di Newco28 e di Autostrade, tenutesi nel maggio 2003, hanno deliberato un articolato progetto di riorganizzazione del gruppo e la fusione per incorporazione di Autostrade in Newco28. L'operazione è stata oggetto di un documento informativo predisposto ai sensi degli artt. 70, 71 e 71 bis del Regolamento Emittenti e di un prospetto di quotazione. Con decorrenza dalla data di avvio delle negoziazioni (22 settembre 2003) la fusione è divenuta efficace e la società incorporante ha assunto la denominazione sociale della società incorporata (Autostrade spa).

La fusione per unione delle società Banca Popolare di Bergamo - Credito Varesino srl, Banca Popolare Commercio e Industria srl e Banca Popolare di Luino e di Varese spa ha dato origine il 1° luglio 2003 a Banche Popolari Unite srl che viene così a essere la nuova capogruppo mentre, attraverso il preliminare scorporo dei rispettivi rami d'azienda bancaria, il marchio delle precedenti realtà bancarie sopravvive nelle banche-reti interamente controllate dalla nuova entità quotata. L'approvazione del progetto di fusione ha comportato il riconoscimento del diritto di recesso, ai sensi dell'art. 2437 del c.c., ai soci di Banca Popolare di Luino e Varese per cambiamento del tipo sociale. In occasione delle assemblee di

approvazione del progetto di fusione è stato inoltre predisposto il documento informativo redatto in base alle disposizioni dell'art. 70, comma 4, del Regolamento Emittenti.

Nel corso dell'anno 2003 il gruppo Banca Popolare di Lodi, unitamente ad alcune società del proprio gruppo bancario, ha attuato una serie di operazioni straordinarie tra cui, a inizio anno, una importante operazione di aumento di capitale rivolta ai soci e agli investitori istituzionali, con emissione di azioni e di obbligazioni subordinate convertibili; al termine dell'anno, il gruppo è stato oggetto di una complessa riorganizzazione della struttura societaria che ha portato alla concentrazione delle attività costituite dalle partecipazioni nelle reti bancarie, acquisite nel corso degli anni, e delle società prodotte parabancarie in due sub-holding quotate: Reti Bancarie Holding, derivante dalla fusione per incorporazione di Bipielle Retail (ex sub-holding non quotata del gruppo) nel Banco di Chiavari e della Riviera Ligure, e Bipielle Investimenti spa.

Merita infine di essere segnalata la fusione per incorporazione di Banca Toscana spa e Banca Agricola Mantovana spa nel Monte dei Paschi di Siena spa.

Le operazioni di raccolta di società non quotate e di emittenti esteri

Nel corso del 2003 la Commissione ha rilasciato il nulla osta alla pubblicazione del prospetto informativo in relazione a 2 offerte pubbliche realizzate da società non aventi titoli quotati su mercati regolamentati italiani. L'ammontare complessivo delle relative operazioni, che hanno tutte riguardato l'emissione di nuovi titoli, risulta pari a 35 milioni di euro (Tav. II.12), valore in netta diminuzione rispetto all'anno precedente.

TAV. II.12

OFFERTE PUBBLICHE SU TITOLI NON QUOTATI¹ (VALORI MONETARI IN MILIONI DI EURO)

TIPO DI OFFERTA	NUMERO OPERAZIONI						CONTROVALORE					
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	1998	1999	2000	2001	2002	2003
OPV	2	--	--	1	--	1	90	--	--	4	--	24
OPS	4	4	3	1	3	1	19	62	97	28	138	11
<i>TOTALE</i>	<i>6</i>	<i>4</i>	<i>3</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>2</i>	<i>109</i>	<i>62</i>	<i>97</i>	<i>32</i>	<i>138</i>	<i>35</i>

¹ Offerte riferite a società che non hanno titoli quotati su mercati regolamentati.

La prima delle due operazioni ha riguardato una offerta pubblica di vendita, con controvalore pari a 23,6 milioni di euro; essa è stata promossa dalla società Aspes Multiservizi e ha avuto ad oggetto 4,5 milioni di azioni ordinarie al prezzo di 5,25 euro per azione.

La seconda, relativa a una offerta pubblica di sottoscrizione promossa dalla Banca Popolare di Puglia e Basilicata, ha avuto a oggetto il collocamento di 4,1 milioni di obbligazioni al prezzo di 2,58 euro. Il controvalore complessivo è stato pari a 10,6 milioni di euro.

Per quanto attiene alle offerte di emittenti esteri, nel 2003 esse hanno riguardato il riconoscimento di 3 prospetti esteri, per un importo complessivo di circa 880,7 milioni di euro. Le offerte sono state rivolte ai dipendenti di società italiane controllate dalla società offerente.

III. L'INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

L'andamento del settore

Nel corso del primo semestre del 2003, il patrimonio delle gestioni individuali e collettive ha registrato un lieve incremento, pari a poco più di un punto percentuale, rispetto ai valori rilevati a fine 2002; il relativo peso in rapporto alle attività finanziarie delle famiglie è rimasto stabile attorno al 29 per cento (Tav. III.1).

Tav. III.1

PATRIMONIO DELLE GESTIONI INDIVIDUALI E COLLETTIVE¹
(VALORI MONETARI IN MILIARDI DI EURO)

	COMPOSIZIONE PERCENTUALE					PATRIMONIO GESTITO		PER MEMORIA
	FONDI ITALIANI	FONDI ESTERI ²	ALTRI OICR DI DIRITTO ESTERO	GESTIONI INDIVIDUALI ³	TOTALE	AMMONTARE	PESO SU ATTIVITÀ FINANZIARIE DELLE FAMIGLIE	RISERVE TECNICHE DELLE COMPAGNIE DI ASSICURAZIONE ⁴
1996	42,7	2,9	....	54,4	100,0	239	13,3	—
1997	52,6	3,5	....	43,9	100,0	362	18,6	3
1998	63,9	3,9	....	32,2	100,0	583	26,5	18
1999	65,1	8,5	....	26,4	100,0	730	30,5	34
2000	59,6	12,4	3,6	24,4	100,0	764	29,4	51
2001	54,0	13,7	3,7	28,6	100,0	765	29,7	69
2002	50,6	13,3	3,4	32,7	100,0	736	29,2	84
2003 I SEM	50,8	12,1	2,8	34,2	100,0	744	29,3	96

Fonte: Elaborazioni su dati Assogestioni e Banca d'Italia. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² Fondi controllati da gruppi italiani. ³ Al netto degli investimenti in quote di fondi comuni. ⁴ Disponibilità destinate a copertura delle riserve tecniche relative a contratti assicurativi *unit* e *index linked* (ex art. 30 d.lgs. 174/1995).

La composizione del patrimonio delle gestioni individuali e collettive per tipologia e nazionalità del servizio di gestione è rimasta sostanzialmente invariata rispetto a quella rilevata alla fine dell'anno precedente. In particolare, continua ad attestarsi a poco più del 50 per cento il peso dei fondi comuni di investimento di diritto italiano; risulta in lieve calo la quota riferibile ai fondi comuni esteri controllati da gruppi italiani e degli Oicr di diritto estero. Si è confermata la tendenza in crescita delle gestioni individuali.

L'offerta di contratti a prevalente contenuto finanziario da parte delle compagnie di assicurazione (polizze unit e index linked) ha continuato a crescere anche nel corso del 2003. In particolare, a giugno del 2003 le riserve tecniche a fronte di questa tipologia di polizze hanno registrato un incremento di 14 punti percentuali rispetto al valore di dicembre 2002 (da 84 a 96 miliardi di euro). È cresciuto, inoltre, il peso delle riserve tecniche rispetto al patrimonio gestito riferibile a fondi comuni e gestioni patrimoniali: alla fine del primo semestre del 2003, esso si attestava al 13 per cento (96 miliardi di euro su 744), a fronte dell'11 per cento circa a fine 2002 (84 miliardi di euro su 736). La quota di attività finanziarie delle famiglie rappresentata dal valore aggregato del patrimonio dei fondi comuni, delle gestioni individuali e delle riserve tecniche a fronte di contratti assicurativi a prevalente contenuto finanziario risultava, a metà del 2003, sostanzialmente stabile rispetto al primo semestre dell'anno precedente, attestandosi attorno al 33 per cento.

TAV. III.2

COMMISSIONI DA OPERAZIONI DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE DI BANCHE, SIM E SGR¹
(VALORI MONETARI IN MILIONI DI EURO)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2002 I SEM.	2003 I SEM. ²
AMMONTARE									
BANCHE	1.697	3.094	5.878	7.677	9.919	7.570	7.143	3.593	3.246
<i>IN PERCENTUALE DEL MARGINE DI INTERMEDIAZIONE</i>	3,7	6,7	10,6	13,3	15,0	10,9	10,5	10,0	9,7
SIM ³	1.190	1.590	2.434	2.513	3.021	1.740	2.033	752	433
SGR ⁴	—	—	....	....	536	519	662	269	338
TOTALE	2.887	4.684	8.312	10.190	13.476	9.828	9.839	4.613	4.017
RIPARTIZIONE IN PERCENTUALE									
BANCHE	58,8	66,1	70,7	75,3	73,6	77,0	72,6	77,9	80,8
SIM	41,2	33,9	29,3	24,7	22,4	17,7	20,7	16,3	10,8
SGR	—	—	....	....	4,0	5,3	6,7	5,8	8,4
TOTALE	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte. Elaborazioni su dati Banca d'Italia. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

² I dati relativi al primo semestre del 2003 sono provvisori. ³ I valori includono i dati annuali e semestrali relativi alla fine del periodo considerato. ⁴ Dati riferiti alle sole commissioni derivanti da gestioni individuali.

Nel primo semestre del 2003 è perdurata la tendenza, già registrata a partire dal 2001, alla contrazione dei ricavi dalla prestazione di servizi di investimento, passati complessivamente da 4,6 miliardi di euro nel primo semestre del 2002 a 4 miliardi (-13 per cento; Tav. III.2). La disaggregazione di tale dato per tipologia di soggetto rivela un calo sensibile per le Sim (-42 per cento). Per le banche, la diminuzione dei proventi derivanti dalla prestazione dei servizi di investimento è stata pari a 10 punti percentuali circa; il contributo di tale voce al margine di

intermediazione continua a ridursi (9,7 per cento contro il 10 per cento del primo semestre 2002). I ricavi delle Sgr derivanti dalla gestione di portafogli su base individuale sono cresciuti del 26 per cento circa.

La quota delle banche sui ricavi totali derivanti dalla prestazione di servizi di investimento è lievemente cresciuta rispetto a quella rilevata nel primo semestre del 2002 (dal 78 all'81 per cento circa); lo stesso fenomeno si osserva per le Sgr, la cui quota sui ricavi totali è passata dal 6 a poco più dell'8 per cento; la quota delle Sim si è invece ridotta dal 16 all'11 per cento circa.

La gestione collettiva del risparmio

Il patrimonio gestito da fondi comuni di investimento ha registrato, nei primi 9 mesi del 2003, un andamento disforme fra Unione Europea e Stati Uniti. Nei paesi dell'Unione Europea, esso è cresciuto, rispetto al valore di fine 2002, di circa 13 punti percentuali; negli Stati Uniti, invece, si è registrato un calo di circa 8 punti percentuali (Tav. aIII.1). Il dato relativo ai paesi dell'Unione Europea è il risultato di una raccolta netta positiva e del rialzo dei corsi azionari verificatosi a partire dal secondo trimestre.

La Francia e il Lussemburgo continuano a detenere la maggior quota di mercato, essendo il relativo patrimonio gestito pari, rispettivamente, al 25 per cento e al 24 per cento circa del patrimonio gestito nell'Unione Europea. Sostanzialmente invariata la posizione dell'Italia, che con una quota del patrimonio gestito pari all'11 per cento circa si attesta al terzo posto, seguita dal Regno Unito.

I dati relativi alla composizione del patrimonio per tipologia di fondo mostrano, al 30 settembre 2003, una situazione stabile per il mercato europeo (Tav. III.3). Negli Stati Uniti, per contro, si è assistito a un aumento del peso dei fondi azionari (passati dal 42 al 47 per cento circa del patrimonio gestito), al quale è corrisposto una diminuzione della quota di patrimonio gestita da fondi monetari (passati dal 36 al 30 per cento circa). Tale ricomposizione ha accentuato il divario esistente tra Europa e Stati Uniti con riguardo alla quota di patrimonio gestita da fondi azionari.

Con riferimento al mercato italiano, e in particolare agli operatori di diritto nazionale, nel 2003 è diminuito sia il numero di Sgr, passate da 57 a 55, sia il numero di fondi operativi, passati da 1.072 a 1.012 (Tav. aIII.2). Per il primo anno, a partire dal 2000, si è registrata una raccolta netta positiva pari a 6,6 miliardi di euro. Tale dato è dovuto alle sottoscrizioni dei fondi di liquidità, obbligazionari e flessibili: per i primi la raccolta netta continua a essere positiva dal 2001, per gli ultimi due si è invece passati da una raccolta netta negativa a una positiva. L'ammontare dei riscatti ha superato quello delle sottoscrizioni sia per i fondi azionari che per quelli bilanciati: il saldo negativo è, in valore assoluto, più contenuto rispetto agli anni precedenti, verosimilmente a causa della ripresa dei mercati azionari. Il patrimonio gestito dagli operatori di diritto nazionale è cresciuto nel corso dell'anno portandosi a 379 miliardi di euro (361 a fine 2002).

Nel corso dell'anno è proseguita la crescita del numero di soggetti di diritto estero operanti in Italia (Tav. aIII.3). In particolare, le società che offrono al pubblico quote di organismi di investimento collettivo è passato da 186 a 201; di queste circa l'80 per cento ha sede legale in Lussemburgo. Il numero di fondi/comparti commercializzati in Italia ha registrato una lieve crescita, più contenuta di quella rilevata a fine 2002 (+2 per cento).

TAV. III.3

**COMPOSIZIONE DEL PATRIMONIO GESTITO DA FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO
PER TIPOLOGIA DI FONDO: EUROPA E STATI UNITI¹**
(VALORI IN PERCENTUALE)

	1999	2000	2001	2002	2003 ²
EUROPA					
AZIONARI	42,9	45,3	39,9	32,3	32,1
BILANCIATI	15,3	16,7	15,4	14,1	13,5
OBBLIGAZIONARI	28,0	23,8	27,3	31,7	31,5
MONETARI	11,9	11,9	15,4	19,9	20,5
ALTRO	1,9	2,3	2,0	2,0	2,4
<i>TOTALE</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>
STATI UNITI					
AZIONARI	59,0	56,9	48,9	41,8	46,5
BILANCIATI	5,6	5,0	5,0	5,1	5,6
OBBLIGAZIONARI	11,8	11,6	13,3	17,6	17,7
MONETARI	23,6	26,5	32,8	35,5	30,2
<i>TOTALE</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>

Fonte: Fefsi. Il dato relativo all'Europa include, oltre ai paesi dell'Unione Europea, Repubblica Ceca, Ungheria, Norvegia, Polonia, Svizzera. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² Dati riferiti alla fine del terzo trimestre.

La composizione del portafoglio dei fondi comuni di diritto italiano a fine 2003 è sensibilmente mutata rispetto a quella rilevata a fine 2002 (Tav. III.4). È aumentata la quota di patrimonio investita in titoli di stato italiani, passata dal 36 al 54 per cento circa, mentre si è ridotta dal 42 al 27 per cento circa la quota investita in titoli esteri. Quest'ultimo dato è spiegato dal calo della quota delle obbligazioni estere (dal 25 al 9 per cento circa) non compensato da un pari incremento delle azioni estere (la cui quota è infatti cresciuta in misura marginale rispetto all'anno precedente). Rimane contenuta la quota riferibile a titoli azionari e obbligazionari italiani (7 per cento a fronte del 9 per cento a fine 2002).

TAV. III.4

COMPOSIZIONE DI PORTAFOGLIO DEI FONDI COMUNI DI DIRITTO ITALIANO
(VALORI MONETARI IN MILIARDI DI EURO; DATI DI FINE PERIODO)

		COMPOSIZIONE PERCENTUALE						
	PATRIMONIO	TITOLI DI	OBBLIGAZIONI	AZIONI	OBBLIGAZIONI	AZIONI	TOTALE	ALTRE
		STATO	ITALIA	ITALIA	ESTERE ¹	ESTERE	ESTERO	ATTIVITÀ
1990	25	49,3	7,9	22,8	3,3	8,2	11,5	8,5
1995	66	50,2	3,2	14,9	8,9	14,1	23,0	8,7
1996	102	62,2	2,4	10,4	7,4	8,0	15,4	9,6
1997	190	52,0	2,1	10,6	13,6	10,7	24,3	11,0
1998	372	51,9	1,4	10,6	17,2	11,7	28,9	7,2
1999	475	34,2	2,7	10,1	21,5	25,8	47,3	5,7
2000	450	28,1	2,3	10,7	22,6	29,1	51,7	7,2
2001	404	30,3	3,5	7,1	25,8	24,7	50,5	8,6
2002	361	36,0	3,8	5,3	24,9	17,4	42,3	12,6
2003	379	54,3	2,9	4,5	8,8	18,3	27,1	11,1

Fonte: Assogestioni. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Il dato comprende anche i titoli di Stato.

Gli assetti proprietari delle Sgr si presentano sostanzialmente stabili rispetto agli anni precedenti (Tav. III.5). Rimane preponderante la presenza dei gruppi bancari, ai quali è riconducibile il 92,6 per cento del patrimonio gestito da fondi comuni di investimento di diritto italiano; è tornata ai valori del 2001 la quota riferibile ai gruppi assicurativi (4,4 per cento); continua a essere marginale la quota di patrimonio gestito relativa a intermediari finanziari non bancari e persone fisiche.

La diffusione di prodotti assicurativi a prevalente o esclusivo contenuto finanziario continua a rappresentare un fenomeno rilevante nel mercato italiano. Nell'ambito del ramo vita, le polizze denominate *unit linked* e *index linked* si pongono in competizione con le tradizionali forme di investimento a medio e lungo termine, come i fondi comuni di investimento. Tale dato trova conferma nelle statistiche relative al peso del risparmio assicurativo sulla ricchezza finanziaria delle famiglie che, fra il 1999 e il 2002, è quasi raddoppiato, a fronte di una diminuzione del peso degli investimenti in fondi comuni di circa 3 punti percentuali (Riquadro 4).

TAV. III.5

**ASSETTI PROPRIETARI DELLE SOCIETÀ
DI GESTIONE DI FONDI COMUNI¹**
(PERCENTUALI SUL TOTALE DEL PATRIMONIO GESTITO)

SOGGETTO CONTROLLANTE	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
GRUPPI BANCARI	83,9	93,9	94,0	91,6	93,9	92,0	92,6
GRUPPI ASSICURATIVI	7,9	5,1	4,9	3,9	4,3	5,5	4,4
JOINT VENTURE	6,0	0,1	0,2	--	--	--	--
INTERMEDIARI FINANZIARI NON BANCARI	1,2	0,2	0,2	4,3	1,1	1,7	2,7
PERSONE FISICHE	1,0	0,7	0,7	0,2	0,7	0,8	0,2
<i>TOTALE</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>

Fonte: Archivio Consob sui prospetti informativi e Il Sole 24 Ore. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ Situazione al 31 dicembre riferita alle società di gestione di fondi comuni mobiliari aperti di diritto italiano. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

RIQUADRO 4

Il risparmio gestito dagli intermediari assicurativi

Il settore delle assicurazioni sulla vita ha subito una trasformazione notevole a partire dagli anni sessanta. Circa il 50 per cento della raccolta dei premi del settore vita è ascrivibile al collocamento di prodotti a prevalente o esclusivo contenuto finanziario. Tali prodotti si pongono in competizione diretta con i prodotti tradizionali del risparmio gestito (fondi comuni, gestioni individuali, fondi pensione, etc.), rispetto ai quali presentano un elevato grado di sostituibilità.

Per effetto della citata "finanziarizzazione" dei prodotti assicurativi del ramo vita, è divenuta ormai consuetudine includere nelle statistiche del risparmio gestito la quota delle riserve del ramo vita detenute dalle assicurazioni. Le riserve del ramo vita forniscono, infatti, un'indicazione approssimativa dell'ammontare del risparmio gestito dagli intermediari assicurativi.

Tra il 1999 e il 2002, il peso del risparmio assicurativo sulla ricchezza finanziaria delle famiglie è cresciuto dal 4,9 al 7,6 per cento, mentre il peso degli investimenti in fondi comuni è sceso dal 22 al 19,7 per cento. Prendendo come riferimento invece l'intero patrimonio gestito dagli investitori istituzionali (al netto delle duplicazioni), fra il 1999 e il 2002, la quota del risparmio assicurativo è cresciuta dal 15,5 al 22,5 per cento, mentre la quota dei fondi comuni è scesa dal 59,5 al 42,6 per cento.

**INCIDENZA DEL RISPARMIO GESTITO
SULLE ATTIVITÀ FINANZIARIE DELLE FAMIGLIE¹**
(VALORI PERCENTUALI)

	1999	2000	2001	2002
FONDI COMUNI ²	22,0	21,3	20,8	19,7
ASSICURAZIONI ³	4,9	5,2	6,1	7,6
FONDI PENSIONE	....	2,8	2,2	2,2
GESTIONI PATRIMONIALI ⁴	8,0	6,8	8,3	9,5
<i>TOTALE</i>	<i>34,9</i>	<i>36,1</i>	<i>37,4</i>	<i>39,0</i>

Fonte: Assogestioni. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² Inclusi i fondi esteri e i fondi chiusi. ³ Riserve tecniche ramo vita al netto dell'investimento in quote di fondi comuni. ⁴ Il dato si riferisce alle gestioni patrimoniali individuali al netto dell'investimento in quote di fondi comuni.

Nell'ambito del ramo vita, le polizze denominate “*unit linked*” e quelle denominate “*index linked*” rappresentano i prodotti assicurativi a più elevato contenuto finanziario. I rendimenti delle polizze *unit linked* sono agganciati a quelli di fondi gestiti all'interno delle compagnie di assicurazione (98 per cento dei casi), o più raramente a fondi esterni. Il numero di tali polizze commercializzate in Italia (e quindi il numero di fondi interni gestiti dalle compagnie di assicurazione) è passato, fra il 1999 e il 2002, da 291 a 1.175, superando il numero di fondi aperti di diritto italiano (pari a 1.072 a fine 2002). A fronte del collocamento di polizze *unit linked*, è parallelamente cresciuto il patrimonio gestito dalle assicurazioni, passato da 21 miliardi di euro a fine 1999 a circa 45 miliardi di euro a fine marzo 2003. Il patrimonio dei fondi interni delle assicurazioni si attestava, a marzo 2003, al 12,5 per cento del patrimonio gestito dai fondi comuni (pari a 360 miliardi di euro).

Le scelte di *asset allocation* delle compagnie di assicurazione sono assai più “aggressive” di quelle dei fondi comuni. A marzo 2003, i fondi interni delle assicurazioni erano investiti per oltre il 45 per cento in azioni; il dato risultava pari solo al 19 per cento per i fondi comuni.

Le polizze *index linked* offrono rendimenti parametrati a indici (spesso azionari) o panieri di strumenti finanziari e sono quindi simili a prodotti quali le obbligazioni strutturate. Le riserve a fronte di tali contratti sono cresciute da 13,0 a 35,9 miliardi di euro fra il 1999 e il 2002 e il loro peso rispetto alle obbligazioni bancarie strutturate è passato, nello stesso periodo, dal 9 al 16 per cento circa.

Al 31 dicembre 2002, il patrimonio complessivo riconducibile alle polizze *linked* (ossia all'aggregato dei prodotti *unit* e *index*) era pari a 80,3 miliardi di euro; il 35,5 per cento risultava riferibile a compagnie assicurative controllate da gruppi bancari italiani (cioè gruppi in cui l'attività prevalente è quella bancaria), il 30,6 per cento a compagnie facenti capo a gruppi italiani assicurativi (ossia gruppi in cui l'attività

assicurativa è quella prevalente), e il 19,7 per cento a gruppi assicurativi e bancari esteri. La quota rimanente era riferibile essenzialmente a compagnie controllate da gruppi industriali o diversificati (italiani) e dallo Stato. I gruppi bancari italiani hanno quindi una presenza rilevante nel settore delle polizze *linked*, superiore a quella dei gruppi assicurativi italiani; in particolare, i primi cinque gruppi bancari controllano il 23 per cento circa del mercato.

**POLIZZE UNIT LINKED E FONDI COMUNI:
ASSET ALLOCATION A CONFRONTO¹**
(VALORI PERCENTUALI AL 31/03/2003)

CATEGORIA	UNIT LINKED				FONDI COMUNI			
	TITOLI DI DEBITO	AZIONI	ALTRO	TOTALE	TITOLI DI DEBITO	AZIONI	ALTRO	TOTALE
AZIONARI	10,9	81,9	7,2	100,0	0,8	84,1	15,1	100,0
BILANCIATI	50,5	44,1	5,4	100,0	49,3	39,9	10,8	100,0
OBBLIGAZIONARI	83,6	7,7	8,7	100,0	91,1	1,1	7,8	100,0
MONETARI	64,2	0,4	35,5	100,0	76,9	0,0	23,1	100,0
FLESSIBILI	43,5	29,0	26,5	100,0	37,6	44,8	17,6	100,0
<i>TOTALE</i>	<i>44,9</i>	<i>45,1</i>	<i>10,0</i>	<i>100,0</i>	<i>68,0</i>	<i>19,0</i>	<i>13,0</i>	<i>100,0</i>

Fonte: Elaborazione su dati ANIA e Assogestioni. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Per ciò che riguarda i canali distributivi dei prodotti assicurativi a prevalente contenuto finanziario (polizze *linked* e polizze a capitalizzazione), il sistema bancario ha assunto un ruolo di assoluto predominio. Nel 2002, la raccolta riferibile a questi prodotti è riconducibile per il 65 per cento agli sportelli bancari e per il 20 per cento circa ai promotori finanziari. Agenti e *brokers* assicurativi hanno invece un ruolo assai limitato, contribuendo per il 13 per cento circa alla raccolta premi complessiva.

I servizi di investimento

Nel corso del primo semestre del 2003, come si è già ricordato, si è registrata una contrazione, rispetto allo stesso periodo del 2002, delle commissioni attive derivanti dalla prestazione dei servizi di investimento da parte di Sim e banche; sono invece cresciuti i ricavi delle Sgr (Tav. III.6).

TAV. III.6

COMMISSIONI DA INTERMEDIAZIONE MOBILIARE¹
(MILIONI DI EURO)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2002 I SEM	2003 I SEM ²
BANCHE									
NEGOZIAZIONE TITOLI	201	363	915	807	1.068	736	517	199	205
COLLOCAMENTO	646	1.389	2.682	4.157	5.344	4.123	3.965	2.017	1.856
GESTIONE DI PATRIMONI	358	559	851	1.236	1.189	1.093	1.041	521	441
RACCOLTA ORDINI	314	510	967	948	1.563	809	766	352	330
OFFERTA FUORI SEDE	178	273	463	529	755	809	853	504	414
<i>TOTALE</i>	<i>1.697</i>	<i>3.094</i>	<i>5.878</i>	<i>7.677</i>	<i>9.919</i>	<i>7.570</i>	<i>7.143</i>	<i>3.593</i>	<i>3.246</i>
SIM³									
NEGOZIAZIONE TITOLI	283	407	654	581	925	551	640	318	137
COLLOCAMENTO	107	86	149	229	409	258	372	92	93
GESTIONE DI PATRIMONI	189	253	451	328	301	275	494	136	103
RACCOLTA ORDINI	29	40	67	395	253	196	216	73	47
OFFERTA FUORI SEDE	582	804	1.113	980	1.133	460	310	133	53
<i>TOTALE</i>	<i>1.190</i>	<i>1.590</i>	<i>2.434</i>	<i>2.513</i>	<i>3.021</i>	<i>1.740</i>	<i>2.033</i>	<i>752</i>	<i>433</i>
SGR									
GESTIONE DI PATRIMONI ³	—	—	....	....	536	519	662	269	338
BANCHE, SIM E SGR									
NEGOZIAZIONE TITOLI	484	770	1.569	1.388	1.993	1.287	1.158	517	342
COLLOCAMENTO	753	1.475	2.831	4.386	5.753	4.380	4.338	2.109	1.949
GESTIONE DI PATRIMONI	547	812	1.302	1.564	2.026	1.887	2.198	925	882
RACCOLTA ORDINI	343	550	1.034	1.343	1.816	1.005	982	425	377
OFFERTA FUORI SEDE	760	1.077	1.576	1.509	1.888	1.269	1.163	637	467
<i>TOTALE</i>	<i>2.887</i>	<i>4.684</i>	<i>8.312</i>	<i>10.190</i>	<i>13.476</i>	<i>9.828</i>	<i>9.839</i>	<i>4.613</i>	<i>4.017</i>

Fonte: Elaborazioni su dati Banca d'Italia. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ² I dati sono provvisori. ³ I valori includono i dati annuali e semestrali relativi alla fine del periodo considerato. ⁴ Dati relativi alle sole gestioni individuali.

Per le Sim, le voci di ricavo che hanno subito un calo più consistente sono quelle relative alla negoziazione titoli (-57 per cento) e all'offerta fuori sede (-60 per cento); seguono gli introiti relativi alla raccolta ordini (-36 per cento) e alla gestione di portafogli su base individuale (-24 per cento).

Per le banche, le contrazioni maggiori si rilevano con riferimento all'offerta fuori sede e alla gestione di portafogli su base individuale (rispettivamente, -18 e -15 per cento circa); seguono il calo delle commissioni attive riferite al servizio di collocamento (-8 per cento) e di raccolta ordini (-6 per cento circa).

La flessione dei ricavi delle banche derivanti dalla gestione patrimoniale è un fenomeno rilevato già negli anni precedenti a fronte dell'aumento della quota di patrimonio gestita da Sgr (solitamente appartenenti allo stesso gruppo). In particolare, alla fine del primo semestre del 2003 poco più del 53 per cento del patrimonio totale delle gestioni individuali faceva capo alle Sgr, in aumento rispetto allo stesso periodo del 2002 quando si attestava al 50 per cento (Tav. III.7). Il patrimonio complessivo risultava pari a 423 miliardi di euro, in lieve crescita rispetto al primo semestre del 2002 (+5 per cento circa).

TAV. III.7

**GESTIONI INDIVIDUALI:
RIPARTIZIONE DEL PATRIMONIO PER SOGGETTO GESTORE¹**
(SITUAZIONE AL 31 DICEMBRE; VALORI MONETARI IN MILIONI DI EURO)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003 I SEM.
BANCHE	68,3	60,1	54,4	44,9	40,9	39,0
SIM	31,7	13,2	10,0	9,6	8,5	7,7
SGR	....	26,8	35,6	45,5	50,5	53,3
<i>TOTALE</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>
PATRIMONIO GESTITO COMPLESSIVO	281	370	392	411	402	423

Fonte: Elaborazioni su dati Banca d'Italia. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

La composizione del patrimonio delle gestioni individuali non presentava, alla fine del primo semestre 2003, variazioni significative rispetto a quella registrata a fine 2002 (Tav. III.8). A fronte di una sostanziale stabilità della quota di titoli di stato (35 per cento circa), si rileva un aumento del peso delle obbligazioni italiane (passate da 9,6 a 11,5 punti percentuali); stabile anche il peso delle azioni italiane e la quota complessiva di titoli esteri (pari a 7,9 per cento). È risultata in calo, invece, la quota di patrimonio investita in Oicr (poco più del 38 per cento) rispetto sia al valore rilevato a fine 2002, sia al valore rilevato alla fine del 2001 (rispettivamente, 40 e 47 per cento).

TAV. III.8

GESTIONI PATRIMONIALI INDIVIDUALI DI BANCHE, SGR E SIM¹
(COMPOSIZIONE PERCENTUALE DEL PATRIMONIO)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003 I SEM.
TITOLI DI STATO	55,1	42,5	30,2	25,0	30,2	35,9	35,2
OBBLIGAZIONI ITALIANE	5,9	3,6	3,9	5,4	8,2	9,6	11,5
OBBLIGAZIONI ESTERE	7,2	6,8	5,9	4,8	4,4	5,8	6,6
AZIONI ITALIANE	5,5	4,9	5,7	5,6	5,1	3,2	3,3
AZIONI ESTERE	1,6	1,6	2,7	2,5	1,9	1,5	1,3
QUOTE DI OICR	17,9	35,3	46,8	52,4	46,6	40,2	38,4
LIQUIDITÀ E ALTRI VALORI MOBILIARI	6,8	5,3	4,8	4,3	3,7	3,8	3,6
<i>TOTALE</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>

Fonte: Elaborazioni su dati Banca d'Italia. Si veda la sezione Note metodologiche. ¹ L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

La disaggregazione del patrimonio gestito per soggetto gestore e per strumento finanziario conferma le differenze, già rilevate negli anni precedenti, nelle scelte di investimento di Sim e banche (Tav. aIII.4). In particolare, il peso dei titoli di stato sul patrimonio gestito è pari al 13 per cento per le Sim e al 27 per cento circa per le banche; la quota di titoli esteri (obbligazioni e azioni) e la quota di Oicr, invece, risultano maggiori per le Sim (rispettivamente, 19 e 58 per cento a fronte del 13 e del 50 per cento circa rilevati per le banche). Le gestioni individuali riferibili alle Sgr si caratterizzano per una quota più elevata dei titoli di stato (45 per cento) e per un peso inferiore delle quote di Oicr (27 per cento).

Nel corso del 2003 è continuato il processo di riduzione del numero di soggetti abilitati all'esercizio dei servizi di investimento (Tav. III.9). In particolare, il numero di Sim e fiduciarie iscritte all'albo è diminuito di circa il 17 per cento rispetto al 2002. Il fenomeno è ascrivibile soprattutto alla situazione negativa dei mercati, che ha condotto vari soggetti a concludere operazioni di concentrazione (21 cancellazioni per fusione) o a uscire volontariamente dal settore (6 cancellazioni per liquidazione volontaria; Tav. aIII.5).

Perdura anche il calo del numero di soggetti bancari abilitati all'esercizio di servizi di investimento, seppure con una dinamica meno marcata rispetto a quella rilevata per Sim e fiduciarie (-2 per cento). È significativa la riduzione del numero di banche autorizzate all'esercizio del servizio di negoziazione per conto di terzi (-12 per cento), dovuta alla rinuncia all'autorizzazione da parte di molti soggetti marginali, non operativi.

TAV. III.9

INTERMEDIARI PER SERVIZI DI INVESTIMENTO AUTORIZZATI

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
SIM						
NUMERO SOGGETTI AUTORIZZATI	191	183	171	162	158	131
NEGOZIAZIONE PER CONTO PROPRIO	69	60	55	51	45	38
NEGOZIAZIONE PER CONTO TERZI	72	65	60	62	60	49
COLLOCAMENTO CON PREVENTIVA SOTTOSCRIZIONE ¹	38	37	36	34	32	23
COLLOCAMENTO SENZA PREVENTIVA SOTTOSCRIZIONE ¹	106	111	109	109	112	87
GESTIONE SU BASE INDIVIDUALE	102	99	91	85	80	70
RICEZIONE E TRASMISSIONE DI ORDINI E MEDIAZIONE	80	75	79	93	89	74
NUMERO MEDIO DI SERVIZI PER SOGGETTO	2,4	2,3	2,5	2,7	2,6	2,6
BANCHE						
NUMERO SOGGETTI AUTORIZZATI	806	813	781	753	725	710
NEGOZIAZIONE PER CONTO PROPRIO	569	607	587	576	558	544
NEGOZIAZIONE PER CONTO TERZI	547	544	532	519	492	434
COLLOCAMENTO CON PREVENTIVA SOTTOSCRIZIONE ¹	240	276	276	276	266	264
COLLOCAMENTO SENZA PREVENTIVA SOTTOSCRIZIONE ¹	585	737	726	712	691	679
GESTIONE SU BASE INDIVIDUALE	220	256	253	250	240	241
RICEZIONE E TRASMISSIONE DI ORDINI E MEDIAZIONE	805	798	766	738	710	692
NUMERO MEDIO DI SERVIZI PER SOGGETTO	3,7	4,0	4,0	4,1	4,1	4,0

Fonte: Consob e Banca d'Italia. ¹ Include collocamento con acquisto a fermo, ovvero assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente.