

Note

Lo sviluppo del mercato obbligazionario per le imprese italiane (*)

1. Introduzione

Con l'avvio della moneta unica le imprese e le banche italiane hanno notevolmente aumentato le emissioni di obbligazioni sul mercato internazionale (Banca d'Italia, 2000 (1) e BCE, 2001). Come per gli altri paesi europei, questo sviluppo è stato sollecitato dall'annullamento del rischio di cambio all'interno dell'area dell'euro, dal basso livello dei tassi d'interesse reali, dalle esigenze di finanziamento delle operazioni di fusione e acquisizione tra imprese. Fondamentale è rimasta l'incidenza dei fattori fiscali.

Uno sguardo retrospettivo di lungo periodo pone in luce che le imprese italiane hanno fatto un ricorso limitato al mercato obbligazionario per le loro esigenze di finanziamento. Il Governatore Menichella, nel corso degli anni cinquanta, auspicava un più ampio finanziamento degli investimenti attraverso l'aumento del capitale azionario e con l'emissione diretta di obbligazioni, nella convinzione che il vaglio del mercato determinasse un aumento dell'efficienza delle imprese (Cotula, 1999). La quota di obbligazioni sul flusso totale dei fondi disponibili per il settore privato raggiunse un picco del 17 per cento tra il 1963 e il 1965 (Cotula, 1999). È stato stimato che nel 1965 la consistenza delle obbligazioni in circolazione per un campione rappresentativo di imprese avesse raggiunto il 6 per cento delle passività complessive (Barbiellini Amidei e Impenna, 1999).

Negli anni settanta e ottanta il fortissimo sviluppo delle emissioni di titoli di Stato e la rapida crescita dell'inflazione, che erose il valore delle obbligazioni a tasso fisso che rappresentavano la gran parte

di quelle in circolazione, impedirono l'ampliamento del mercato della carta privata, alimentato, pertanto, quasi esclusivamente da specifiche convenienze fiscali.

La limitata dimensione del mercato obbligazionario, associata alla ridotta capitalizzazione della borsa e soprattutto al modesto numero di società quotate, costituisce un elemento caratteristico del mercato finanziario italiano. Sulla base dei Conti finanziari, per l'insieme delle imprese non finanziarie il peso delle obbligazioni sul totale dei debiti finanziari era nel 2001 di poco inferiore al 2 per cento (tav. a1), valore simile a quello osservato in Germania, ma molto inferiore a quelli della Francia (6 per cento), del Regno Unito (9 per cento) e degli Stati Uniti (14 per cento) (2).

Lo scarso ricorso al finanziamento diretto sui mercati azionario e obbligazionario riflette in parte la prevalenza nel nostro paese di imprese di piccola e media dimensione: il peso delle obbligazioni sul totale dei debiti finanziari era pari nel 2001 al 2 per cento per le imprese con meno di 200 addetti censite dalla Centrale dei bilanci, a fronte del 7 per cento per quelle più grandi.

La letteratura economica ha individuato l'esistenza di una relazione causale tra lo sviluppo del sistema finanziario e quello dell'economia reale (Jayaratne e Strahan, 1996; Rajan e Zingales, 1998; per una rassegna della letteratura si vedano Levine, 1997, e Pozzolo, 2003). Sistemi finanziari articolati

(*) A cura del Servizio Studi e dei Servizi della Vigilanza della Banca d'Italia.

ed efficienti favoriscono la crescita economica, consentendo agli imprenditori di reperire i capitali per finanziare progetti di investimento con rendimento elevato ma differito nel tempo. In particolare, mercati finanziari sviluppati orientano più efficacemente le risorse verso imprese con maggiore potenziale di crescita, spesso operanti nei settori dell'alta tecnologia, determinando per questa via una migliore allocazione delle risorse e una più rapida crescita della produttività totale dei fattori (Wurgler, 2000).

Questa nota documenta la recente crescita delle emissioni di obbligazioni da parte delle imprese italiane, che è stata, come negli altri paesi dell'area dell'euro, pressoché interamente concentrata sul mercato internazionale. Nel paragrafo 2, dopo avere richiamato la definizione di mercato internazionale, sono descritte le caratteristiche delle emissioni delle imprese italiane. Nel paragrafo 3 viene analizzato il fenomeno del forte aumento delle insolvenze nei mercati obbligazionari internazionali registrato nel triennio 2000-02, in connessione con il rallentamento ciclico dell'economia mondiale e con il deterioramento della redditività delle imprese. Nel paragrafo 4 vengono descritte le prassi seguite dagli intermediari finanziari internazionali nelle emissioni di obbligazioni sull'euromercato, alle quali si sono conformate anche le operazioni degli emittenti italiani. Nel paragrafo 5 vengono riepilogate le regole che disciplinano in Italia l'emissione di obbligazioni societarie e l'offerta di valori mobiliari, con particolare riferimento alla normativa in tema di collocamento e di negoziazione dei titoli da parte degli intermediari.

2. Lo sviluppo del mercato delle obbligazioni in Italia e nell'area dell'euro dall'avvio della moneta unica

2.1 La dimensione del mercato obbligazionario in Italia e nell'area dell'euro

Dall'avvio della moneta unica il mercato obbligazionario dell'area dell'euro ha subito una profonda trasformazione e mostrato una fortissima crescita, soprattutto in ragione dell'aumento delle emissioni

sul mercato internazionale (per la definizione di mercato internazionale cfr. il paragrafo 2.2).

Tav. 1

Consistenza delle obbligazioni di società italiane e dell'area dell'euro (in percentuale del PIL)

VOCI	1998	2002
<i>Italia</i>		
Banche	25	32
Altre società finanziarie	0	7
Società non finanziarie	3	7
Totale	28	47
di cui: <i>mercato internazionale</i>	4	20
<i>Area dell'euro</i>		
Banche	36	43
Altre società finanziarie	3	8
Società non finanziarie	5	8
Totale	44	59
di cui: <i>mercato internazionale</i>	16	40

Per le note metodologiche cfr. tav. a2.

Tra il 1998 e il 2002 il valore delle obbligazioni emesse da società residenti nei paesi dell'area dell'euro sul mercato interno e su quello internazionale è cresciuto sensibilmente in rapporto al prodotto interno lordo (PIL), passando dal 44 al 59 per cento (tav. 1 e tav. a2); in Italia tale rapporto è salito dal 28 al 47 per cento. I titoli collocati sul mercato internazionale rappresentavano alla fine del 2002 due terzi del volume di obbligazioni emesse da società residenti nell'area dell'euro; la percentuale era più bassa in Italia (meno della metà), a causa essenzialmente del fatto che la maggior parte delle obbligazioni bancarie è collocata sul mercato interno.

Nel complesso il mercato obbligazionario privato dell'area dell'euro ha una dimensione simile a quella del mercato statunitense, dove, se si escludono i titoli emessi dalle agenzie governative (3), il volume di titoli rispetto al PIL è aumentato dal 49 al 63 per cento tra il 1998 e il 2002 (tav. a2). Un quarto delle emissioni effettuate dalle imprese statunitensi è rivolto al mercato internazionale.

Nell'area dell'euro circa la metà della crescita del mercato obbligazionario è riconducibile alle emissioni delle banche, che utilizzano questa forma di raccolta per erogare finanziamenti alla clientela. Nel 2002 il valore dei titoli emessi dalle banche è stato pari al 43 per cento del PIL (3 per cento negli Stati Uniti), con una crescita di 7 punti rispetto al 1998.

Anche le società finanziarie non bancarie hanno effettuato una parte considerevole delle emissioni nell'area dell'euro. Nel caso italiano si tratta di società che operano in qualità di "veicolo" in occasione di operazioni di cartolarizzazione, ed è elevata l'incidenza di quelle condotte nell'ambito del settore pubblico a fronte della cessione di crediti previdenziali e di immobili (cfr. paragrafo 2.4).

Il ricorso al mercato obbligazionario da parte delle imprese non finanziarie dell'area dell'euro, seppure in crescita, continua a essere molto inferiore a quello delle imprese americane. La consistenza dei titoli emessi dalle imprese non finanziarie è cresciuta tra il 1998 e il 2002 dal 5 all'8 per cento del PIL (dal 3 al 7 per cento in Italia); negli Stati Uniti la crescita è passata dal 25 al 29 per cento.

Allo sviluppo del mercato obbligazionario nell'area dell'euro non si è accompagnato un significativo spostamento del rischio dalle banche ai risparmiatori. Il credito bancario ha infatti mantenuto una dinamica sostenuta: tra il 1998 e il 2002 il rapporto tra credito bancario alle imprese e prodotto è infatti aumentato nell'area dal 38 al 42 per cento; in Italia la crescita del rapporto tra credito e prodotto è stata più sostenuta, dal 37 al 43 per cento (4).

2.2 Il mercato obbligazionario internazionale

Il mercato internazionale delle obbligazioni è costituito da emissioni in larga parte collocate al di fuori del paese di residenza dell'emittente, distribuite attraverso un sindacato di collocamento, quotate su uno o più mercati borsistici (5). Il mercato internazionale può essere suddiviso in due comparti: il mercato estero e l'euromercato. Le emissioni sul mercato estero sono obbligazioni sottoscritte da un

sindacato di banche residenti in un paese diverso da quello in cui ha sede l'emittente, distribuite in quello stesso paese secondo le regole di una emissione nazionale e denominate nella valuta di quel paese. La definizione di euromercato fa riferimento alla direttiva della UE sul Prospetto (89/298/CE) (6) e identifica come euroobbligazioni i titoli che: *i)* sono assunti a fermo e distribuiti da un sindacato di cui almeno due membri abbiano sede in Stati diversi; *ii)* sono offerti in misura significativa in uno o più Stati diversi da quello in cui ha sede l'emittente; *iii)* possono essere sottoscritti ovvero inizialmente acquistati soltanto attraverso un ente creditizio o altro ente finanziario (7).

I titoli emessi sull'euromercato possiedono generalmente due caratteristiche: sono al portatore, al fine di preservare l'anonimato del possessore, e non sono soggetti alla ritenuta di acconto se detenuti da investitori non residenti nel paese di emissione.

Diversi fattori, che si sono aggiunti ai tradizionali vantaggi fiscali, hanno contribuito alla crescita delle emissioni di euroobbligazioni, avvenuta in un periodo di tassi di interesse, nominali e reali, molto bassi. Alcuni fattori sono di natura strutturale, come l'elevato spessore del mercato consentito dall'annullamento del rischio di cambio all'interno dei paesi dell'area dell'euro; altri hanno carattere congiunturale, come l'esigenza di grandi imprese di finanziare operazioni di fusione e acquisizione e le strategie degli emittenti volte a dar vita a un mercato secondario dei propri titoli sufficientemente liquido, al fine di facilitare il collocamento di prestiti successivi.

Il fortissimo sviluppo del mercato internazionale è uno degli elementi che ha contribuito ad alimentare in sede europea la discussione sul regime di tassazione dei redditi da risparmio. I non residenti sono tenuti a segnalare alle proprie autorità fiscali gli interessi percepiti all'estero sulle obbligazioni, ma la scarsa efficacia dei controlli incrociati ha indotto i paesi dell'Unione a ricercare forme di intervento coordinate. Nella riunione del 3 giugno 2003 il Consiglio Ecofin ha approvato il pacchetto fiscale composto dalla Direttiva sulla tassazione degli interessi, dal Codice di condotta sulla tassazione delle imprese e dalla Direttiva sulla tassazione degli interessi e delle *royalties* pagati tra imprese associa-

te. Nella Direttiva sulla tassazione degli interessi viene confermato l'obiettivo ultimo dello scambio automatico di informazioni, in base al quale le autorità fiscali di ciascun paese si impegnano a segnalare all'autorità fiscale del non residente l'ammontare degli interessi da questi percepiti. È previsto che la Direttiva sia recepita negli ordinamenti nazionali entro il 31 dicembre 2003, per poi entrare in vigore dal 1° gennaio 2005, a condizione che misure analoghe vengano applicate dalla Svizzera, dal Liechtenstein, dal Principato di Monaco, da San Marino, Andorra e da tutti i pertinenti territori dipendenti o associati (Isole del Canale, Isola di Man e territori dipendenti o associati dei Caraibi). Viene però previsto che Austria, Belgio e Lussemburgo possano, anziché scambiare informazioni, applicare una ritenuta alla fonte sugli interessi per un periodo transitorio, la cui durata andrà determinata sulla base di una decisione del Consiglio dell'Unione europea.

2.3 Le emissioni delle imprese italiane sul mercato internazionale

Nel quadriennio 1999-2002 il volume medio annuo dei collocamenti netti di obbligazioni delle imprese italiane è ammontato a 16,5 miliardi di euro (tav. 2), contro 0,2 miliardi nel quadriennio precedente.

Tav. 2

Emissioni nette di obbligazioni di società non finanziarie italiane (valori nominali; milioni di euro)					
VOCI	1998	1999	2000	2001	2002
Mercato interno.....	-3.385	-895	-5.395	3.494	1.420
Mercato internazionale .	2.983	26.409	12.950	23.535	4.297
Totale...	-402	25.514	7.555	27.029	5.718

Per le note metodologiche cfr. tav. a2.

I prestiti obbligazionari sono stati realizzati pressoché per intero sul mercato internazionale, dotato della liquidità necessaria per assorbire i collocamenti; sul mercato interno le imprese italiane hanno

invece effettuato emissioni nette di obbligazioni solo nel biennio 2001-02, per un ammontare complessivo dell'ordine di 5 miliardi di euro.

Tra il 1995 e la prima metà del 2003 le imprese italiane hanno effettuato 222 emissioni sull'euromercato, per un controvalore di 85,8 miliardi di euro, il 15,5 per cento dell'ammontare collocato dalle imprese dell'area dell'euro (tav. a3) (8). Sono 167 le emissioni che avevano una scadenza originaria successiva al 30 giugno 2003, per un valore complessivo di 78,4 miliardi. Nel 2004 e nel 2005 giungerà a scadenza un volume di prestiti obbligazionari di imprese italiane assai cospicuo, pari, rispettivamente, a circa 21 e 11 miliardi di euro (fig. 1). Nel biennio successivo scadranno titoli per un importo complessivo pari a circa 19 miliardi di euro.

Dopo l'avvio della moneta unica per le imprese italiane è stato più agevole finanziare i propri progetti di investimento con il ricorso al mercato obbligazionario. Sono cresciuti in misura significativa sia il numero di emissioni italiane sia l'importo medio di ciascun collocamento (tav. 3): nel quadriennio 1999-2002 le imprese italiane hanno effettuato in media 43 emissioni di obbligazioni all'anno, di importo unitario medio pari a 440 milioni di euro (11 emissioni e 150 milioni, rispettivamente, nella media del quadriennio precedente).

Un analogo aumento del numero e dell'ammontare delle emissioni si è osservato negli altri principali paesi dell'area dell'euro (tav. 3). Il numero di emissioni annue nel quadriennio 1999-2002 è stato pari a 99 per la Francia e a 129 per la Germania; l'importo medio collocato è stato inferiore a quello delle emissioni italiane (290 milioni di euro per la Francia e 330 per la Germania).

Nel complesso, la quota delle obbligazioni emesse dalle imprese italiane sul totale di quelle dell'area è salita dall'11 per cento nel quadriennio 1995-98 al 16 per cento in quello successivo, un valore in linea con il peso dell'economia italiana su quella complessiva dell'area.

Secondo un'analisi effettuata nel 2001, i cui risultati principali sono riportati nel *Bollettino Economico* della Banca d'Italia dell'ottobre dello stesso anno, lo sviluppo dell'euromercato ha ampliato il

novero delle imprese in grado di far ricorso a collocamenti obbligazionari per finanziare la propria crescita.

Tav. 3

Emissioni lorde di obbligazioni sull'euromercato delle imprese non finanziarie dei principali paesi dell'area dell'euro

(media semplice di valori annuali; milioni di euro e valori percentuali)

VOCI	1995-1998	1999-2002
Italia		
Numero di emissioni	11	43
di cui: <i>con rating</i>	3	22
Controvalore delle emissioni	1.657	18.718
di cui: <i>con rating</i>	745	13.049
<i>peso sul totale dell'area</i>	11	16
Francia		
Numero di emissioni	14	99
di cui: <i>con rating</i>	8	70
Controvalore delle emissioni	2.327	28.913
di cui: <i>con rating</i>	1.468	18.414
<i>peso sul totale dell'area</i>	20	25
Germania		
Numero di emissioni	31	129
di cui: <i>con rating</i>	14	113
Controvalore delle emissioni	4.254	42.738
di cui: <i>con rating</i>	2.226	36.492
<i>peso sul totale dell'area</i>	34	35

Per le note metodologiche cfr. tav. a3.

Tra le società che hanno emesso prestiti sull'euromercato per la prima volta dopo il 1999 è elevata l'incidenza di aziende non quotate in borsa, operanti in comparti tecnologicamente avanzati; la loro dimensione media, pur elevata, è considerevolmente inferiore rispetto a quella delle società presenti sul mercato prima del 1999.

Anche le caratteristiche dei prestiti differiscono significativamente per le due categorie di emittenti. Le società entrate sul mercato dopo il 1999 hanno effettuato di norma un solo collocamento (contro una media di 7 per le altre aziende). L'ingresso di imprese più piccole, meno conosciute, in molti casi impegnate in comparti tecnologicamente avanzati, ha rappresentato una evoluzione positiva, dal punto di vista

dell'efficienza allocativa; esso è stato favorito dalla presenza di banche italiane nei sindacati di collocamento, che hanno organizzato il collocamento del 45 per cento dell'ammontare dei prestiti obbligazionari delle nuove società emittenti, una quota doppia rispetto a quella relativa alle imprese più grandi.

Al calo della dimensione media delle aziende fa riscontro la quota più elevata di collocamenti privi di rating; tale quota è pari al 94 per cento per i nuovi emittenti, a fronte del 33 per le imprese già presenti sul mercato.

Per emettere obbligazioni le imprese si rivolgono a una o più banche che organizzano il classamento dei titoli (si veda il paragrafo 2.2). A tal fine, le imprese italiane hanno fatto tradizionalmente ampio ricorso anche a banche estere. Ipotizzando che, nel caso di consorzi di collocamento costituiti da più banche l'ammontare sia ripartito in proporzioni uguali tra i partecipanti al sindacato, circa il 70 per cento del valore delle obbligazioni emesse dalle imprese italiane tra il gennaio 1995 e il giugno 2003 è stato collocato da banche di investimento estere (tav. a4): J.P. Morgan e Lehman Brothers hanno nel complesso organizzato il collocamento del 37 per cento del volume complessivo, mentre i primi quattro gruppi italiani in questa attività (Mediobanca, IntesaBCI, Unicredit e San Paolo Imi) hanno organizzato un quarto del totale. Anche nelle emissioni di imprese tedesche e francesi la quota collocata da banche estere è molto elevata (68 e 57 per cento, rispettivamente).

L'ampia presenza delle grandi banche di investimento anglosassoni nei consorzi di collocamento sul mercato internazionale tende a uniformare prassi e condizioni di collocamento, annulla segmentazioni tra i mercati interni.

Il ricorso al mercato internazionale è stato molto intenso da parte delle imprese italiane delle telecomunicazioni, impegnate sul finire degli anni novanta nel processo di ristrutturazione e di investimento nelle nuove tecnologie: oltre la metà dell'ammontare delle obbligazioni emesse fa capo a imprese di questo settore (tav. a5). La quota riconducibile a imprese del settore automobilistico e a quelle del settore alimentare è pari, rispettivamente, al 17 e al 12 per cento.

In Germania è prevalente la quota del settore automobilistico (41 per cento), anche per gli ingenti collocamenti effettuati sul mercato internazionale da società statunitensi controllate da aziende tedesche. In Francia la distribuzione degli emittenti per settore industriale di appartenenza è invece relativamente poco concentrata: i principali settori prenditori sono quelli automobilistico, dell'energia e della grande distribuzione, le cui quote sono comprese tra il 14 e il 18 per cento.

Per le imprese italiane la durata media dei prestiti all'emissione è superiore a 5 anni e mezzo, un valore molto simile a quello che si osserva per le emissioni di imprese francesi e tedesche; anche la distribuzione dei prestiti nelle differenti classi di scadenza risulta simile nei diversi paesi (tav. a6). Tra le emissioni prevalgono ovunque quelle a tasso fisso, che rappresentano il 58 per cento dell'importo complessivo in Italia, il 55 in Francia e il 79 in Germania (tav. a7).

Poco meno di un terzo del volume di prestiti collocati dalle imprese italiane era sprovvisto, al momento dell'emissione, del rating di almeno una delle tre principali agenzie: Standard&Poor's, Moody's e FitchIBCA (tav. a3); si tratta di un valore simile a quello registrato per la Francia (33 per cento) e superiore a quello della Germania (18 per cento). In termini di numero di collocamenti, quelli senza rating sono stati molto più frequenti per le imprese italiane (52 per cento), rispetto alle imprese francesi (29 per cento) e a quelle tedesche (20 per cento); vi ha contribuito il maggior peso delle emissioni di importo contenuto (9), per le quali gli oneri relativi al rilascio del rating incidono fortemente sul costo del collocamento.

Gli spread all'emissione sui titoli emessi dalle imprese italiane risultano in linea con quelli degli altri paesi. Nella figura 2 i tassi all'emissione delle obbligazioni a tasso fisso in euro, con normali caratteristiche e durata quinquennale, emesse dalle imprese italiane sono confrontati con gli indici di mercato calcolati da Merrill Lynch. Tenuto conto del rating delle emissioni, non sembrano emergere differenze significative rispetto alle condizioni prevalenti nel mercato internazionale.

Quasi tutte le obbligazioni emesse dalle imprese italiane e rivolte ai mercati internazionali sono quotate in Lussemburgo (94 per cento del totale); la percentuale è molto alta anche per le imprese francesi (67 per cento), tedesche (71 per cento) e statunitensi (55 per cento).

Il ricorso a strumenti di finanziamento a medio e a lungo termine, come le obbligazioni, di norma è volto al sostegno degli investimenti o al consolidamento delle passività finanziarie. È quindi possibile che a un aumento dei prestiti obbligazionari si associ una riduzione di altre forme di finanziamento.

Negli anni più recenti si è notevolmente ampliato il ricorso ai prestiti denominati *bridge loans*, che assicurano alle imprese un finanziamento temporaneo da parte di un sindacato di banche. Tali prestiti vengono erogati per offrire prontamente liquidità a una impresa che abbia già previsto un collocamento obbligazionario. La forte crescita dei *bridge loans* è stata determinata dal fatto che la loro concessione avviene in un periodo di tempo più breve di quello necessario per organizzare un collocamento obbligazionario.

Sul totale delle obbligazioni emesse da gruppi italiani a partire dal 1998 e quotate in Lussemburgo più della metà fa capo a società facenti capo ai gruppi Pirelli e Telecom, mentre quasi il 20 per cento è stato collocato, nel complesso, da imprese dei gruppi Fiat e Italennergia (tav. 4).

Tra le imprese dei paesi appartenenti al Gruppo dei Dieci, quelle italiane si collocano al quarto posto nella classifica basata sull'ammontare complessivo di obbligazioni quotate in Lussemburgo, con una quota pari al 10 per cento (181 emissioni relative a 52 imprese o gruppi di imprese, per un controvalore di circa 80 miliardi di euro). Le imprese statunitensi sono al primo posto, con il 50,2 per cento; quelle tedesche e quelle francesi si collocano al secondo e al terzo posto, rispettivamente, con il 13,5 e l'11,7 per cento (10).

In conclusione, la forte crescita delle emissioni di obbligazioni collocate sul mercato internazionale dalle imprese italiane nel quadriennio 1999-2002 è un fenomeno comune ai principali paesi dell'area

Tav. 4

Emissioni di obbligazioni delle imprese non finanziarie italiane sul mercato del Lussemburgo (1998 – giugno 2003)

Capogruppo al momento dell'emissione	Capogruppo a giugno 2003	Milioni di euro (1)	Quota sul totale
Ing C Olivetti & C SpA/Pirelli/Seat PG	Pirelli e Telecom	44.978	57,2%
Fiat SpA	Fiat	12.600	16,0%
Parmalat SpA	Parmalat	6.192	7,9%
Italenergia SpA	Italenergia	1.895	2,4%
Cofide/L'Espresso	Cofide – Comp. Fin. De Benedetti	1.655	2,1%
Fondiarica SpA	Fondiarica SpA	1.247	1,6%
Cirio/Del Monte	Cirio SpA	1.197	1,5%
Autogrill/EdizioneHolding/Benetton	Benetton Group SpA	1.081	1,4%
Impregilo SpA	Impregilo SpA	1.050	1,3%
Fin Ba SpA	Fin Ba SpA (Barilla)	875	1,1%
Lucchini SpA	Lucchini SpA	600	0,8%
Tiscali SpA	Tiscali SpA	400	0,5%
Italmobiliare SpA	Italmobiliare SpA	350	0,4%
Luxtistica Group SpA	Luxtistica Group SpA	350	0,4%
Telepiu SpA	Telepiu SpA	350	0,4%
Safilo SpA	Safilo SpA	300	0,4%
Bonaparte SpA	Bonaparte SpA	225	0,3%
Cartiere Burgo	Cartiere Burgo	200	0,3%
IT Holding SpA	IT Holding SpA	200	0,3%
Astaldi SpA	Astaldi	150	0,2%
De Longhi SpA	De Longhi	150	0,2%
Finmek SpA	Finmek	150	0,2%
Merloni Elettrodomestici SpA	Merloni	150	0,2%
Reno De Medici SpA	Reno De Medici	150	0,2%
Fрати Group SpA	Gruppo Frati	130	0,2%
Cremonini SpA	Gruppo Cremonini	129	0,2%
Prada Holding NV	Prada Holding NV	129	0,2%
Fantuzzi Reggiane SpA	Fantuzzi	125	0,2%
Autostrada Torino-Milano	ASTM	120	0,2%
Elettra SpA	Elettra SpA	105	0,1%
Inter Auto Parts Italia SpA	Inter Auto Parts Italia SpA	105	0,1%
Amplifon SpA	Amplifon SpA	100	0,1%
Aprilia SpA	Aprilia SpA	100	0,1%
Bulgari SpA	Bulgari SpA	100	0,1%
Carraro SpA	Carraro SpA	100	0,1%
Chiesi Farmaceutici SpA	Chiesi Farmaceutici SpA	100	0,1%
Ducati Motor Holding SpA	Ducati Motor Holding SpA	100	0,1%
Giacomelli Sport Group SpA	Giacomelli Sport Group SpA	100	0,1%
Gianni Versace SpA	Gianni Versace SpA	100	0,1%
Giochi Preziosi Group	Giochi Preziosi Group	100	0,1%
Grandi Navi Veloci SpA	Grandi Navi Veloci - Grimaldi	100	0,1%
I Viaggi Del Ventaglio SpA	I Viaggi Del Ventaglio SpA	100	0,1%
Stefanel SpA	Stefanel SpA	100	0,1%
Merloni Termosanitari SpA	Merloni	77	0,1%
Arena Holding SpA	Arena Holding SpA	35	0,0%
Totale		78.651	100,0%

Fonte: Dealogic.

(1) Gli importi si riferiscono al momento dell'emissione.

dell'euro e tende a favorire il finanziamento degli investimenti e a rendere più equilibrata la composizione dell'indebitamento finanziario delle società. Le caratteristiche delle emissioni effettuate dalle imprese italiane non sono significativamente diverse in termini di dimensione e di condizioni contrattuali rispetto a quelle prevalenti nel mercato internazionale.

2.4 *Gli emittenti del settore pubblico italiano*

Sull'euromercato è stata intensa anche l'attività di collocamento da parte di emittenti del settore pubblico italiano. Secondo i dati diffusi da società specializzate, i prestiti degli enti pubblici, come quelli delle imprese private, sono generalmente collocati mediante un sindacato di banche internazionali e quotati alla borsa del Lussemburgo; in alcuni casi essi sono stati emessi attraverso una società finanziaria di diritto estero (tav. 5).

In passato le grandi imprese italiane di proprietà pubblica sono state tra i prenditori più attivi su tale mercato. La prima emissione di euroobbligazioni fu operata dalla società Autostrade, con la garanzia dell'IRI, nel 1964. Il prestito era denominato in dollari e fu venduto in tutta Europa; il sindacato di collocamento, organizzato da una banca londinese, comprendeva banche di molti paesi europei. Nel 1970 l'Enel effettuò la prima emissione con cedola variabile sull'euromercato.

Dal luglio del 1999, in seguito all'approvazione della nuova normativa sulla cartolarizzazione dei crediti, le emissioni lorde di titoli effettuate da società italiane a fronte di queste operazioni hanno registrato un rapido sviluppo. La maggior parte delle operazioni è stata effettuata da banche. Rilevanti sono state anche le operazioni degli enti pubblici. Quelle condotte a fronte della cessione di crediti contributivi dell'INPS e dell'INAIL, di immobili pubblici e di incassi futuri connessi con le giocate del Lotto e dell'Enalotto hanno costituito circa il 27 per cento del totale; sono state collocate in gran parte sul mercato internazionale e sono generalmente quotate in Lussemburgo.

Nel corso degli ultimi anni sono cresciute in misura significativa anche le emissioni di obbligazioni da parte di enti territoriali italiani. Nel complesso, tra il 1998 e il giugno di quest'anno le euroobbligazioni di enti territoriali sono ammontate a oltre 15 miliardi di euro. Circa il 90 per cento dei titoli obbligazionari emessi dagli enti territoriali italiani è quotato in Lussemburgo (11).

3. **Le insolvenze nei mercati obbligazionari nel triennio 2000-02**

In tutti i maggiori paesi il rischio di credito sulle obbligazioni delle imprese è aumentato sensibilmente dalla primavera del 2000, come risultato della prolungata fase di rallentamento ciclico dell'economia mondiale e del conseguente deterioramento della redditività delle imprese. Dalla seconda metà del 2001 la percezione del merito di credito degli emittenti da parte degli investitori ha risentito degli effetti destabilizzanti degli attentati terroristici e dell'emergere di casi di gravi irregolarità contabili da parte di grandi imprese, soprattutto statunitensi.

L'aumento delle insolvenze ha contribuito al forte rallentamento dei collocamenti di obbligazioni registrato nel 2002 in tutte le principali economie: nell'area dell'euro le emissioni nette complessive di banche e imprese sono scese da 437,9 nel 2001 a 298,0 miliardi nel 2002 (-32 per cento), con una contrazione forte per le banche (-29 per cento) e le società non finanziarie (-70 per cento) e contenuta per le società finanziarie non bancarie (-3 per cento). Negli Stati Uniti i collocamenti netti effettuati da banche e imprese sono scesi da 907 a 553 miliardi di euro (-39 per cento). Anche sul mercato internazionale i collocamenti di emittenti dell'area dell'euro si sono ridotti rispetto all'anno precedente (da 590,8 a 405,9 miliardi di euro, -31 per cento).

Secondo l'agenzia Moody's, nel complesso dei mercati obbligazionari mondiali 635 emittenti valutati dall'agenzia sono risultati insolventi nel triennio 2000-02 (fig. 3 e tav. a8); lo stato di default ha riguardato quasi 1.900 prestiti obbligazionari, per un valore complessivo che ha sfiorato i 340 miliardi di dollari. La dimensione media delle insolvenze,

Tav. 5

Principali emittenti del settore pubblico italiano sul mercato delle eurobligazioni (1995 – giugno 2003)

Emittente	Capogruppo/Originator*	Numero emissioni	Mercati di quotazione	Milioni di euro (1)	Quota sul totale
Societa di Cartolarizzazione dei Crediti INPS - SCCI SpA	Republic of Italy*	6	Luxemburg	9.360	18.1%
Societa di Cartolarizzazione degli Immobili Pubblici Srl	Republic of Italy*	7	Luxemburg	8.937	17.2%
Region of Umbria	Region of Umbria	6	Luxemburg	3.749	7.2%
CPG Societa di Cartolarizzazione 2003	Cassa Depositi e Prestiti *	12	Luxemburg	3.326	6.4%
Societa per la Cartolarizzazione dei Crediti e dei Proventi Prl	Republic of Italy*	3	Luxemburg	3.000	5.8%
ENI SpA	ENI SpA	2	Luxemburg Milan/ London/	2.000	3.9%
Region of Sicily	Region of Sicily	4	Luxemburg	1.881	3.6%
Region of Marche	Region of Marche	4	Luxemburg	1.512	2.9%
Region of Lazio	Region of Lazio	7	Luxemburg	1.354	2.6%
INAIL - Societa di Cartolarizzazione SpA	Republic of Italy*	1	Luxemburg	1.350	2.6%
Romulus Finance Srl	Aeroporti di Roma Spa*	5	Luxemburg	1.264	2.4%
Poste Italiane SpA	Poste Italiane SpA	3	Luxemburg	1.250	2.4%
Region of Lombardy	Region of Lombardy	1	Luxemburg	1.014	2.0%
ENI Coordination Center SA	ENI Spa	12	Unquoted/ Luxemburg	993	1.9%
Banco di Napoli SpA	Banco di Napoli SpA	3	Luxemburg	900	1.7%
Rossini BV	Region of Sicily*	1	Luxemburg	848	1.6%
Cartesio Srl Series 2003 1	Region of Lazio*	4	Luxemburg	836	1.6%
INA - Istituto Nazionale delle Assicurazioni SpA	INA - Istituto Nazionale delle Assicurazioni SpA	1	Luxemburg	750	1.4%
Alitalia - Linee Aeree Italiane SpA	Alitalia - Linee Aeree Italiane SpA	1	Milan	716	1.4%
Region of Abruzzo	Region of Abruzzo	4	Luxemburg	715	1.4%
Crediti Sanitari Regione Sicilia - Societa per la Cartolarizzazione Srl	Region of Sicily*	1	Luxemburg	655	1.3%
Region of Puglia	Region of Puglia	1	Luxemburg	600	1.2%
Aegis Srl	Republic of Italy (SACE)*	1	Luxemburg	599	1.2%
Optimum Finance BV	Republic of Italy (SACE)*	4	Luxemburg	551	1.1%
Region Autonome of Vallee D'Aoste	Region Autonome of Vallee D'Aoste	2	Luxemburg	543	1.0%
Cartesio Srl Series 2003 2	Republic of Italy*	2	Luxemburg	500	1.0%
Region of Tuscany	Region of Tuscany	1	Luxemburg	465	0.9%
Autonomous Region of Sardinia	Autonomous Region of Sardinia	1	Luxemburg	390	0.8%
Region of Friuli-Venezia Giulia	Region of Friuli-Venezia Giulia	2	Luxemburg	348	0.7%
City of Venice	City of Venice	2	Luxemburg	271	0.5%
Cabco Finance BV	Region of Tuscany*	1	London	232	0.4%
Istituto per lo Sviluppo Economico dell'Italia Meridionale	Banco di Napoli Spa	5	Unquoted/ Luxemburg	202	0.4%
Comune di Milano	Comune di Milano	1	Luxemburg	170	0.3%
City of Rome	City of Rome	1	Luxemburg	133	0.3%
ATAC SpA	ATAC SpA	1	Luxemburg	110	0.2%
City of Florence	City of Florence	3	Luxemburg	88	0.2%
Region of Liguria	Region of Liguria	2	Luxemburg	88	0.2%
ARV International Ltd	Inail - Societa di Cartolarizzazione Spa*	2	Luxemburg	50	0.1%
Banco di Napoli SpA (London)	Banco di Napoli SpA	1	Luxemburg	38	0.1%
Province of Naples	Province of Naples	1	London	34	0.1%
Totale		122		51.822	100.0%

Fonte: Dealogic.

(1) Gli importi si riferiscono al momento dell'emissione.

valutata a prezzi costanti, è stata nel 2001-02 pari a 1,3 miliardi di dollari, quattro volte superiore rispetto alla media del periodo 1983-2000 (Moody's 2003a).

I casi di insolvenza di società private hanno raggiunto livelli prossimi a quelli osservati durante la recessione dei primi anni novanta. Secondo Moody's, nel gennaio del 2002 il rapporto tra il numero di imprese dichiarate insolventi negli ultimi dodici mesi e il totale degli emittenti ha toccato un picco del 3,8 per cento, di poco inferiore al valore massimo del 4,3 per cento raggiunto nel giugno del 1991, durante la precedente fase recessiva (fig. 4). Le insolvenze hanno riguardato anche titoli con elevato merito di credito (*investment grade*), ma sono state più elevate per i prestiti che all'emissione risultavano ad alto rischio (*speculative grade*); per questi ultimi il tasso di default è salito fino al 10,8 per cento, contro il 12,8 del giugno 1991 (12); l'incidenza delle insolvenze risulta molto più elevata qualora si tenga conto del valore dei titoli in default: nel novembre del 2002 è stato toccato un valore massimo del 23,4 per cento, superiore di 1,7 volte al precedente picco del luglio 1991.

I casi di insolvenza hanno riguardato in particolare le imprese del settore delle telecomunicazioni, che nel 2002 rappresentavano il 31,2 per cento del totale degli emittenti insolventi, segnando un forte aumento rispetto al passato. Tenuto conto anche dei default avvenuti nel settore dei mass media e tra le società tecnologiche, nel 2002 alle società del settore della cosiddetta *New Economy* va ascritto il 47 per cento delle insolvenze per numero di emittenti e il 75 per cento per controvalore.

Mentre sul mercato obbligazionario statunitense il punto di massimo del ciclo delle insolvenze è stato raggiunto nel gennaio del 2002, sugli altri mercati obbligazionari mondiali, costituiti quasi esclusivamente dall'euromercato, l'espansione delle insolvenze è proseguita per altri dodici mesi. Per il mercato europeo dei titoli ad alto rendimento, che fino ai primi anni novanta era pressoché inesistente, si è trattato della prima grande crisi di solvibilità degli emittenti.

In Europa i default nel 2002 hanno raggiunto un valore record (Moody's 2003b). Secondo Moody's,

a società europee è riconducibile il 19 per cento delle insolvenze mondiali in termini di numero e il 23 per cento in termini di volume dei prestiti (nel 2001 tali percentuali erano state pari, rispettivamente, al 7 e al 4,2 per cento).

Sempre secondo Moody's, 32 società europee hanno dichiarato nel 2002 lo stato di default su titoli obbligazionari (tav. 6). I default sono concentrati nei paesi dove maggiore è lo sviluppo dei mercati finanziari: quasi metà delle società sono britanniche, un quarto olandesi. Tre società sono residenti in Germania, mentre un solo caso di default si è verificato in Italia, Francia, Belgio, Svizzera, Svezia e Norvegia. Le società prive di rating sono quattro, una italiana, una belga e due tedesche.

Sempre sulla base delle informazioni fornite da Moody's si ricava che in quattro casi il default ha riguardato aziende alle quali la stessa agenzia di rating un anno prima aveva attribuito un elevato merito di credito (*investment grade*).

In Italia il default ha riguardato titoli di società del gruppo Cirio che avevano emesso 9 prestiti obbligazionari, per un importo complessivo di 1,125 miliardi di euro, tutti destinati all'euromercato (13); per la maggior parte dei titoli la scadenza si situa tra il 2004 e il 2006 (825 milioni di euro). Sette emissioni, per un ammontare complessivo di 950 milioni di euro, sono state effettuate attraverso filiazioni estere del gruppo con sede in Lussemburgo e nei Paesi Bassi. I titoli, quotati in Lussemburgo e sprovvisti di rating, presentavano un rendimento cedolare più elevato di quello dei titoli di imprese non finanziarie con il minimo rating di buona qualità (compreso tra BBB+ e BBB-).

4. Le prassi e le norme internazionali sulle emissioni di euroobbligazioni

Come è stato rilevato in precedenza, la presenza delle più importanti banche internazionali nei consorzi che organizzano le emissioni di valori mobiliari sul mercato estero rende le tecniche di emissione e le procedure di collocamento dei titoli sostanzialmente simili fra loro.

Tav. 6

Società europee che nel 2002 sono risultate insolventi

Società	Residenza	Data del default	Settore	Importo del titolo in default (milioni di euro)	Titolo Privo di rating
Netia Holdings B.V.	Paesi Bassi	10-gen	Telecomunicazioni	546	
United Pan-Europe Communications N.V.	Paesi Bassi	1-feb	Mass media	6.160	
Carrier1 International S.A.	Svizzera	12-feb	Telecomunicazioni	281	
Muehl Product & Service AG	Germania	10-mar	Industria	117	✓
Energis plc	Regno Unito	14-mar	Telecomunicazioni	1.095	
IFCO Systems NV	Paesi Bassi	15-mar	Industria	212	
Philipp Holzmann AG	Germania	21-mar	Industria	272	✓
Flag Telecom Holdings Ltd.	Regno Unito	30-mar	Telecomunicazioni	644	
NTL Communications Corp.	Regno Unito	1-apr	Telecomunicazioni	10.179	
Flag Limited	Regno Unito	12-apr	Telecomunicazioni	489	
Grapes Communications NV	Paesi Bassi	16-apr	Telecomunicazioni	212	
Diamond Cable Communications Limited	Regno Unito	6-mag	Telecomunicazioni	1.484	
Diamond Holdings Limited	Regno Unito	6-mag	Telecomunicazioni	368	
NTL Incorporated	Regno Unito	6-mag	Telecomunicazioni	1.310	
Northern Offshore ASA	Norvegia	15-mag	Energia	422	
KPNQwest N. V.	Paesi Bassi	23-mag	Telecomunicazioni	1.702	
Completel Europe NV	Francia	30-mag	Telecomunicazioni	280	
SWT Finance B.V.	Paesi Bassi	3-giu	Industria	100	
VersaTel Telecom International N.V.	Paesi Bassi	19-giu	Telecomunicazioni	1.586	
Callahan Nordrhein-Westfalen GmbH	Germania	21-lug	Mass media	1.970	
Song Networks	Svezia	1-ago	Telecomunicazioni	572	
Texon International plc	Regno Unito	1-ago	Beni di consumo	125	
Marconi Corporation, Plc	Regno Unito	29-ago	Telecomunicazioni	3.334	
Telewest Communications plc	Regno Unito	30-set	Mass media	5.264	
Energy Group Overseas B.V. (*)	Paesi Bassi	15-ott	Finanza	509	
TXU Europe, Ltd. (*)	Regno Unito	15-ott	Servizi pubblici	153	
Jazztel plc	Regno Unito	31-ott	Telecomunicazioni	667	
Cirio Finanziaria SpA	Italia	3-nov	Beni di consumo	175	✓
TXU Eastern Funding Company (*)	Regno Unito	20-nov	Servizi pubblici	2.128	
AES Drax Holdings Limited	Regno Unito	16-dic	Servizi pubblici	610	
Fardis SA	Belgio	31-dic	Industria	11	✓
Navigator Gas Transport PLC	Regno Unito	31-dic	Industria	290	

Fonte: Moody's.

(*) Controllate da TXU International, Inc

La *International Primary Market Association* (IPMA) è la principale organizzazione che contribuisce alla definizione delle prassi di collocamento sull'euromercato. Le sue raccomandazioni, così come gli esempi relativi ai principali contratti stilati nell'ambito delle procedure di emissione, sono contenuti in un volume noto come *IPMA Handbook* (14).

L'attività svolta dai consorzi costituiti per il collocamento dei titoli in emissione sul mercato internazionale può realizzarsi, alternativamente, attraverso un'offerta al pubblico ovvero per il tramite del collocamento presso banche e altri investitori professionali. Il collocamento presso gli investitori professionali, in particolare, costituisce la prassi largamente prevalente nelle emissioni obbligazionarie sull'euromercato; esso consente, tra l'altro, di concludere con maggiore rapidità l'operazione, permettendo all'emittente di disporre dei proventi dell'emissione con certezza a una data prestabilita.

Sulla scelta di emettere *eurobonds* incide in misura considerevole anche la procedura di quotazione. Secondo Banfi e Onado (2002, p. 100) "le Euroemissioni comportano solitamente anche la quotazione dei titoli presso la Borsa valori del Lussemburgo, che richiede costi minori e una migliore tempistica rispetto alla quotazione presso il MOT e l'EuroMOT (che richiede solitamente alcuni mesi). Rilevante inoltre è il fatto che il *bond* in euro presso la Borsa lussemburghese risulta quotato fin dalla data di emissione" (15).

Il principale documento informativo attraverso cui le caratteristiche dei prestiti obbligazionari emessi sull'euromercato vengono rese note agli investitori professionali è la cosiddetta *offering circular* (o *information memorandum*). Sebbene il termine *offering circular* possa richiamare profili di sollecitazione o comunque di appello al pubblico risparmio, essa non è "mai un prospetto di sollecitazione ovvero di offerta pubblica" (Banfi e Onado, 2002, p. 127) (16).

Secondo una prassi consolidata, le obbligazioni emesse sull'euromercato vengono inizialmente assunte a fermo da alcune banche (cosiddette *lead manager* ovvero facenti parte del consorzio di collocamento o *selling group*). Le banche collocatrici cedono poi le obbligazioni sottoscritte a investitori

professionali, in primo luogo ad altre banche, esclusivamente sulla base dell'*offering circular*.

Le modalità attraverso le quali i valori mobiliari emessi sull'euromercato possono essere acquistati dai risparmiatori sono disciplinate da specifiche normative, che assumono connotazioni differenti a seconda del paese in cui i risparmiatori risiedono.

La disciplina della sollecitazione all'acquisto di titoli in Germania, Francia e nel Regno Unito, in particolare, presenta molti tratti comuni con quella italiana, anche per il riferimento alla direttiva comunitaria sul prospetto informativo. L'offerta al pubblico di titoli diversi da quelli destinati alla quotazione in borsa richiede la redazione di un prospetto; il prospetto non è previsto nel caso di emissioni di ammontare ridotto o con taglio minimo elevato, oppure se i titoli sono indirizzati a investitori sufficientemente informati (istituzionali, soci, ecc.), o ancora, a varie condizioni, nel caso di euroobbligazioni. In tutti e tre i paesi inoltre la vendita di titoli alla clientela è assistita, come in Italia, da specifiche norme di comportamento per gli intermediari.

Anche per la vendita sul mercato secondario di titoli collocati senza prospetto sul primario – come nel caso delle euroobbligazioni – occorre distinguere tra paese e paese.

In Francia e in Germania la normativa stabilisce che il prospetto non è necessario a condizione che permangano i presupposti originari alla base dell'esenzione; diversamente, l'obbligo di predisposizione del prospetto ricade sul soggetto che offre i titoli.

In Francia l'autorità competente (COB) consente la vendita a investitori individuali di titoli senza prospetto se la negoziazione avviene per iniziativa dell'investitore (cosiddetta *reverse inquiry*) (17). In Germania la vendita di euroobbligazioni prive di prospetto di sollecitazione su richiesta del cliente è possibile ma non frequente; è consuetudine predisporre una nota illustrativa sintetica in lingua tedesca (18).

Nel caso del Regno Unito le euroobbligazioni sono esenti da prospetto e potrebbero essere rivendute al pubblico a condizione che non siano pubblicizzate a "investitori inesperti". Nella prassi, tuttavia,

la vendita al pubblico avviene raramente – anche in relazione alla linea restrittiva che l'autorità competente segue in materia – e solo dopo che l'investitore istituzionale ha mantenuto i titoli in portafoglio per almeno sei mesi (19).

5. La disciplina sull'emissione, il collocamento e la negoziazione di valori mobiliari in Italia

5.1 La disciplina italiana sulle emissioni di obbligazioni

Il codice civile disciplina in modo specifico i limiti quantitativi alle emissioni di obbligazioni. Si tratta di un indirizzo presente nel nostro ordinamento sin dal codice di commercio del 1865, recepito successivamente dal codice del 1882 e, infine, dal codice civile del 1942.

L'articolo 2410 del codice, nel testo attualmente vigente, subordina l'emissione di obbligazioni di società per azioni alla condizione che l'importo delle obbligazioni non superi il capitale versato ed esistente (alla data della relativa deliberazione) secondo l'ultimo bilancio approvato; deroghe sono previste nel caso in cui il prestito obbligazionario benefici di una specifica garanzia su beni immobili o titoli di Stato ovvero qualora intervenga un apposito provvedimento dell'autorità governativa. Per le società quotate il limite generale del capitale versato è stato innalzato all'ammontare del patrimonio, in virtù della delibera del CICR del 3 marzo 1994, adottata sulla base dell'articolo 11 del Testo unico bancario.

La funzione di questi limiti è stata oggetto di dibattito.

Secondo una prima impostazione, la *ratio* della disciplina andrebbe individuata nell'esigenza di approntare, a favore degli obbligazionisti, una garanzia generica, consistente in una dotazione patrimoniale minima, corrispondente al capitale versato ed esistente.

Il riferimento al capitale versato ed esistente piuttosto che al concreto attivo patrimoniale della

società e, soprattutto, la possibilità che il ricorso ad altre forme di indebitamento possa vanificare la funzione della garanzia generica a favore degli obbligazionisti inducono tuttavia a considerare i limiti come un mezzo per mantenere l'equilibrio tra capitale di debito e capitale di rischio nella struttura finanziaria dell'impresa e, in particolare, per “impedire che società sottocapitalizzate possano finanziarsi mediante ingenti capitali di prestito raccolti emettendo titoli di massa e, quindi, mediante appello al pubblico risparmio” (20).

Secondo tale seconda lettura, la funzione di garanzia svolta dai limiti sarebbe solo indiretta e consisterebbe nella maggiore probabilità che un equilibrato rapporto tra tutte le forme di finanziamento (capitale di rischio, ricorso diretto al mercato dei capitali di debito, canale bancario) renda l'impresa solvibile nel medio-lungo periodo.

Con l'entrata in vigore del nuovo ‘diritto societario’ (decreto legislativo n. 6/2003), prevista per il 1° gennaio del 2004, le società per azioni potranno emettere obbligazioni sino a un ammontare pari al doppio del patrimonio (capitale sociale, riserva legale e riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio) (art. 2412, comma 1); le obbligazioni emesse oltre tale limite dovranno essere sottoscritte da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale, i quali, in caso di successiva cessione ad acquirenti che non siano investitori professionali, rispondono della solvenza della società emittente (art. 2412, comma 2), limitatamente alla quota collocata.

Nessun limite viene previsto, con riguardo alle società con azioni quotate su mercati regolamentati, per le emissioni di obbligazioni destinate alla quotazione su mercati della specie (art. 2412, co. 4). Permangono inoltre deroghe per i casi in cui vi sia una garanzia immobiliare (art. 2412, co. 3) ovvero sia adottato un provvedimento governativo di esenzione (art. 2412, co. 5).

La nuova disciplina, nel fissare un limite generale accompagnato da una serie di deroghe, sembra porsi in linea di continuità con il passato, riconoscendo peraltro alle società margini più ampi di ricorso diretto al mercato dei capitali di debito, che tengono conto – anche alla luce dell'esperienza di altri paesi – dello sviluppo di tali mercati e della loro

accresciuta capacità di emarginare fenomeni eccessivamente rischiosi (21).

Il limite quantitativo si riferisce – nella disciplina vigente così come in quella introdotta con la riforma – a ciascuna singola società emittente. Secondo tale impostazione ‘atomistica’, costantemente seguita dalle autorità di controllo e dalla giurisprudenza, anche nel caso di società appartenenti a un gruppo, si fa riferimento alla consistenza patrimoniale della società medesima e non a quella del gruppo unitariamente considerato.

5.2 *Le emissioni di valori mobiliari e l'articolo 129 del Testo unico bancario*

L'articolo 129 del Testo unico bancario prevede che si comunichino preventivamente alla Banca d'Italia le emissioni di valori mobiliari e le offerte in Italia di valori mobiliari esteri; la Banca d'Italia, al fine di assicurare la stabilità e l'efficienza del mercato, può vietarne o differirne l'esecuzione entro venti giorni dal ricevimento della comunicazione.

Sono escluse dall'obbligo di comunicazione: a) le emissioni di importo inferiore a 150 milioni di euro nel caso di titoli quotati o destinati alla quotazione in un mercato regolamentato e aventi le caratteristiche standard individuate dalla Banca d'Italia; b) le emissioni di importo inferiore a 50 milioni di euro nel caso di titoli non quotati e aventi le caratteristiche standard individuate dalla Banca d'Italia; c) le emissioni di azioni, titoli di Stato o quote di fondi comuni d'investimento.

Le comunicazioni sono dovute anche quando l'offerta dei valori mobiliari è destinata ai soli investitori professionali. Dai controlli previsti dall'articolo 129 del Testo unico bancario esulano valutazioni di carattere economico sulla convenienza dei titoli offerti o sul grado di solvibilità dell'emittente.

Le norme di attuazione dell'articolo 129 sono contenute nella delibera emanata il 12 gennaio 1994 dal CICR e nelle Istruzioni di vigilanza della Banca d'Italia del giugno dello stesso anno (22). In esse si dispone che il potere di vietare o differire le operazioni venga esercitato soltanto qualora:

- l'importo dell'emissione risulti incompatibile con le dimensioni o le condizioni del mercato (ad esempio con il suo grado di liquidità);
- i valori mobiliari offerti non siano conformi alla regolamentazione vigente o a criteri di comprensibilità, ovvero gli eventuali parametri di indicizzazione non corrispondano a criteri di oggettività;
- con riferimento ai titoli esteri, non possa essere accertata l'esistenza nel paese dell'emittente di una disciplina o di controlli analoghi a quelli previsti dall'ordinamento italiano.

L'attuale articolo 129 del Testo unico bancario è il risultato della rielaborazione, compiuta nel 1993 e integrata nel 1996, di un insieme di disposizioni sui controlli in tema di valori mobiliari precedentemente in vigore (23); stratificatesi nel tempo, tali disposizioni erano contraddistinte da molteplici obiettivi e dall'eterogeneità delle competenze amministrative e delle procedure, incentrate sullo schema dell'autorizzazione (24).

Il Testo unico bancario ha reinterpretato la funzione dei controlli sull'emissione dei valori mobiliari alla luce della liberalizzazione dei movimenti di capitale, completamente attuata fin dal 1988, e della piena accettazione della concorrenza nei mercati finanziari. Il legislatore del 1993 ha eliminato le incertezze sulle finalità dei controlli, riconducendole, con un'espressione mutuata dalla legge 281 del 1985, alla tutela della stabilità del mercato dei titoli di debito privati e assegnando i controlli esclusivamente alla Banca d'Italia. Il sistema di autorizzazioni è stato sostituito con una procedura di comunicazione preventiva basata sul silenzio-assenso.

Viene in tal modo esclusa ogni possibilità di intervento pubblico volto a fissare il livello dei tassi di interesse o a introdurre eventuali discriminazioni concorrenziali nei confronti degli operatori esteri ovvero degli emittenti privati per assicurare il finanziamento del debito pubblico.

La questione della solvibilità del singolo emittente rimane estranea, essendo assorbita nella definizione dei vincoli prudenziali per le banche e, per gli altri emittenti, nella regolamentazione della raccolta

di fondi rimborsabili dei soggetti non bancari contenuta nelle specifiche norme e nel codice civile.

L'articolo 129 della nuova legge bancaria e le disposizioni attuative hanno calibrato in modo inequivocabile i controlli preventivi sul collocamento in Italia di valori mobiliari, limitandoli al sostegno degli standard qualitativi del mercato del capitale di debito e alla valutazione dell'impatto quantitativo delle emissioni, per evitare che un eccessivo affollamento di collocamenti di titoli sul mercato ne turbi la stabilità, intesa come equilibrio di breve periodo (25).

5.3 *Le regole del Testo unico della finanza sulla sollecitazione all'investimento, sul collocamento e sulla negoziazione di strumenti finanziari*

Un primo insieme di disposizioni previste dall'ordinamento per garantire un'adeguata informazione dell'investitore in strumenti finanziari concerne la *sollecitazione all'investimento*, definita dal Testo unico della finanza (TUF) come "ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma rivolti al pubblico, finalizzati alla vendita o alla sottoscrizione di prodotti finanziari" (art. 1, comma 1, lett. t). Rientrano dunque nella nozione di sollecitazione all'investimento le attività volte a promuovere l'investimento in prodotti finanziari, a incoraggiare, cioè, l'acquisto o la sottoscrizione di tali prodotti da parte del pubblico.

La disciplina della sollecitazione all'investimento – contenuta negli articoli 94 e seguenti del TUF e nella regolamentazione di attuazione emanata dalla Consob (provvedimento n. 11971/1999) – prevede, a carico dell'emittente, dell'offerente e dei responsabili del collocamento, una serie di obblighi informativi (*in primis*, la pubblicazione del prospetto informativo, sottoposto al controllo della Consob; art. 94) e di correttezza nei comportamenti da tenere sia prima che durante la sollecitazione. La disciplina in questione non si applica in talune ipotesi previste ai sensi dell'art. 100, tra cui rientrano le sollecitazioni rivolte ai soli investitori professionali (art. 100, comma 1, lett. a) e quelle aventi per oggetto prodotti finanziari, diversi dalle azioni, emessi da banche ovvero prodotti assicurativi (art. 100, comma 1, lett. f).

Vi è poi la regolamentazione concernente i *servizi di investimento* resi agli investitori dagli intermediari abilitati, i quali debbono attenersi a una serie di disposizioni – contenute nel TUF e nella normativa di attuazione emanata dalla Consob (provvedimento n. 11522/1998) – volte a specificare gli obblighi di correttezza e trasparenza che essi debbono rispettare nello svolgimento della propria attività.

Vengono, in particolare, in rilievo il *collocamento* e la *negoziazione* (in conto proprio o di terzi), i quali sono ricondotti dal TUF alla più ampia categoria dei servizi di investimento (art. 1, comma 5).

Il *collocamento*, in particolare, consiste nell'offerta in vendita per proprio conto di titoli che l'intermediario ha sottoscritto o acquistato a fermo ovvero nell'offerta in sottoscrizione o in vendita di titoli per conto dell'emittente o del proprietario.

Nell'ipotesi in cui il collocamento sia accompagnato da una sollecitazione si applicano le norme sul prospetto informativo, con la necessità, in particolare, di procedere alla consegna del prospetto all'investitore che ne faccia richiesta (art. 13, comma 1, provvedimento Consob 11971/1999). Data la qualificazione di servizio di investimento, il collocamento è poi soggetto, in quanto tale, alle richiamate disposizioni del TUF e a quelle di attuazione emanate dalla Consob per disciplinare lo svolgimento di tali servizi.

L'attività di *negoziazione* (26), consistente nell'acquisto e nella vendita di strumenti finanziari, è sottoposta alla disciplina generale sulla prestazione dei servizi d'investimento, che prevede per gli intermediari specifiche regole di comportamento. Come per il collocamento, anche per la negoziazione di titoli la Consob richiede che: 1) i clienti siano adeguatamente informati sulle operazioni poste in essere; 2) venga assicurata al cliente la necessaria trasparenza, riducendo al minimo le situazioni di conflitto di interessi (27); 3) vengano sconsigliate operazioni non adeguate all'investitore.

Su un piano generale, il collocamento ricorre esclusivamente in presenza di un'offerta di strumenti finanziari a condizioni standardizzate, rivolta al pubblico in genere ovvero a talune categorie di investitori, comunque nell'ambito di una operazione

destinata a una moltitudine indistinta di soggetti; nel caso dell'attività di negoziazione in conto proprio, invece, la ricerca della controparte avviene in relazione a una specifica operazione di compravendita di un determinato quantitativo di strumenti finanziari e gli investimenti si realizzano attraverso una successione di singole transazioni, perfezionate a condizioni di prezzo e di quantità non necessariamente coincidenti.

Va infine tenuto conto che la negoziazione (in conto proprio) di strumenti finanziari potrebbe aver luogo anche nell'ambito di sistemi di scambi organizzati (SSO), disciplinati ai sensi degli articoli 78 e seguenti del TUF. La Consob definisce gli SSO come "un insieme di regole e di strutture, anche automatizzate, che consente in via continuativa o periodica: a) di raccogliere e diffondere proposte di negoziazione di strumenti finanziari; b) dare esecuzione a dette proposte con le modalità previste dal sistema" (art. 2, comunicazione Consob n. d.m./98097747 del 24 dicembre 1998) (28).

In relazione alla possibile vendita di euroobbligazioni a investitori privati, in Italia l'assenza del prospetto informativo previsto per le offerte pubbliche impedisce alle banche, sia a quelle che sottoscrivono inizialmente i titoli sia a quelle che li acquistano dalle banche collocatrici, di sollecitare il pubblico a comprare i valori mobiliari. Le banche possono tuttavia vendere i titoli del proprio portafoglio ai clienti che ne facciano richiesta, nell'ambito di un'attività di negoziazione in conto proprio.

La sequenza "assunzione a fermo – negoziazione sul mercato secondario" non implica violazione dell'obbligo di prospetto. Da tempo la Consob ha elaborato su questo tema criteri interpretativi indiziari che consentono di rilevare eventuali violazioni di tale obbligo; sono considerate circostanze indiziarie in tal senso la vendita in tempi molto ravvicinati, a condizioni standardizzate e a prezzi uniformi. Non sono messi in discussione né la liceità della vendita di titoli sul mercato secondario, neppure nella fase cosiddetta di *grey market*, né la presenza di attività in qualche modo 'propositive' da parte degli intermediari, a meno che non si ricada nella fattispecie della violazione della normativa sulla sollecitazione all'investimento (29).

La fase cosiddetta di *grey market*, che va dall'annuncio dell'emissione dei titoli (*launch day*) alla data di regolamento degli stessi e di contestuale versamento del ricavato all'emittente (*closing day*), dura generalmente dalle due alle quattro settimane. In questa fase possono avvenire sia l'iniziale sottoscrizione dei titoli da parte degli investitori professionali (che li acquistano dalle banche collocatrici facenti parte del consorzio) sia la negoziazione degli stessi con la clientela che ne faccia richiesta (30).

Nel caso delle obbligazioni Cirio, le procedure di emissione e collocamento dei prestiti obbligazionari facenti capo a società del gruppo ricalcano quelle descritte in precedenza e adottate per la maggior parte dei prestiti internazionali emessi da gruppi italiani nel corso degli ultimi anni.

Emesse sull'euromercato, le obbligazioni Cirio sono state inizialmente assunte a fermo da alcune banche, che le hanno successivamente vendute a investitori istituzionali e a soggetti privati, analogamente a quanto avvenuto per le altre principali emissioni internazionali effettuate da gruppi italiani.

In generale, infatti, l'analisi delle procedure di collocamento di obbligazioni emesse sull'euromercato mostra come le banche che prendono parte ai consorzi di collocamento detengano, alla chiusura dello stesso, quote generalmente modeste dei titoli collocati, destinate a ridursi ulteriormente nei mesi successivi. Inoltre, la quantità di titoli nel portafoglio delle altre banche (quelle che li acquistano, in qualità di investitori professionali, dalle banche collocatrici) tende anch'essa a ridursi, in modo significativo, successivamente alla chiusura del collocamento. Tale comportamento delle banche è in linea con il ruolo prevalente da esse svolto sul mercato obbligazionario, finalizzato a fornire i servizi necessari per favorire lo scambio di fondi tra emittenti e acquirenti.

5.4 I controlli

I controlli sulle violazioni delle norme in materia di sollecitazione del pubblico risparmio, nonché quelli sul rispetto da parte degli intermediari delle regole di comportamento nelle operazioni in strumenti

finanziari rientrano nelle competenze della Consob. L'interesse pubblico alla correttezza e all'integrità degli intermediari, tuttavia, è condiviso dalle funzioni di vigilanza sulla stabilità patrimoniale e sul contenimento del rischio affidate alla Banca d'Italia, che presta ogni collaborazione alla Consob.

La Consob rileva *ex post*, esaminando anche 'in sede' i concreti comportamenti posti in atto dagli intermediari, eventuali irregolarità nella condotta tenuta dagli stessi nell'attività di sollecitazione, collocamento e negoziazione; con le ispezioni, infatti, essa ricostruisce i singoli passaggi dei titoli dal momento dell'emissione a quello del trasferimento alla clientela.

Le ispezioni presso gli intermediari sono condotte direttamente dalla Consob, ovvero, su richiesta della Consob stessa, dalla Banca d'Italia, ai sensi dell'articolo 10 del Testo unico della finanza (31).

A seguito degli accertamenti ispettivi, che si svolgono sul piano amministrativo dei controlli pubblici di vigilanza, possono essere comminate sanzioni pecuniarie (articoli 190 e 191 del TUF). All'accertamento di gravi violazioni delle norme, che riflettano gestioni aziendali irregolari, fanno seguito provvedimenti di rigore e denunce all'autorità giudiziaria.

6. Conclusioni

Lo sviluppo del mercato obbligazionario per le imprese, che ha interessato negli ultimi anni tutti i paesi europei, fornisce un contributo importante al rafforzamento e alla crescita di ogni economia. Esso amplia le possibilità di finanziamento per le società e le scelte di impiego del risparmio; favorisce una più efficiente allocazione delle risorse.

Un maggior ricorso a fonti di finanziamento diretto, e in particolare al debito obbligazionario a medio e a lungo termine, consente un miglior equilibrio della struttura finanziaria, rende più agevole la realizzazione dei progetti di investimento e di crescita dimensionale delle imprese.

In Italia un tessuto produttivo frammentato e caratterizzato dall'ampia presenza di piccole imprese non può che trovare beneficio nello sviluppo di un mercato obbligazionario ampio ed efficiente.

L'avvio della moneta unica ha impresso un forte impulso allo sviluppo del mercato dei capitali nei paesi dell'area dell'euro. La creazione di un mercato unico della moneta e della finanza avvenuta senza che il trattamento fiscale e le regole di emissione dei paesi membri siano stati pienamente uniformati tende a concentrare le emissioni su quei mercati in cui la fiscalità e gli adempimenti imposti dalla normativa risultano meno onerosi.

Tali mercati sono localizzati soprattutto in economie di piccola dimensione; i titoli emessi tendono a rifluire, in gran parte, nei paesi di insediamento del gruppo di appartenenza dei singoli emittenti.

L'attività delle banche internazionali contribuisce a diffondere, in tutti i mercati, tecniche e prassi omogenee nelle procedure di collocamento dei prestiti obbligazionari e a fissare adeguate condizioni di emissione in relazione ai rischi propri di ciascun emittente.

Sebbene ancora non del tutto omogenee, le modalità attraverso cui i valori mobiliari emessi sul mercato internazionale possono essere acquistati dagli investitori privati dei paesi europei presentano diversi tratti in comune. Le direttive comunitarie in corso di definizione riguardanti il mercato mobiliare contribuiranno a innalzare ulteriormente il livello di armonizzazione, con benefici significativi per l'ampliamento del mercato unico europeo dei valori mobiliari.

Nell'area dell'euro dall'avvio della moneta unica le emissioni obbligazionarie sono aumentate dal 44 al 59 per cento del prodotto interno lordo. Per l'Italia i collocamenti sono cresciuti dal 28 al 47 per cento.

La debolezza del ciclo economico internazionale ha determinato un aumento dei default. Nel 2002 32 società europee non sono state in grado di onorare i prestiti obbligazionari. Le insolvenze si sono concentrate nei paesi dove maggiore è lo sviluppo dei mercati finanziari; un caso si è verificato in Italia.

Il collocamento dei valori mobiliari dovrà sempre più basarsi su un'ampia diffusione preventiva delle informazioni relative alla situazione patrimoniale, reddituale e finanziaria dell'impresa emittente.

Un maggiore ricorso al rating assegnato dalle principali agenzie specializzate può contribuire a rendere più agevole la valutazione del merito di credito dei prenditori.

È indispensabile che il collocamento delle nuove emissioni e la negoziazione dei titoli sul mercato secondario da parte degli intermediari avvengano in condizioni di piena trasparenza e correttezza, secondo le regole di comportamento stabilite dalle autorità competenti.

Nei rapporti con i risparmiatori operazioni non consone alle caratteristiche della clientela vanno chiaramente poste in evidenza. Gli strumenti finanziari collocati o negoziati devono essere coerenti con le esigenze finanziarie, la disponibilità economica, la propensione al rischio dei singoli investitori.

Va costantemente ricordato che ad alti rendimenti si accompagnano necessariamente rischi elevati.

Forme di garanzia sul rimborso delle somme investite riguardano unicamente i depositi bancari.

Accertamenti e verifiche, sotto forma di ispezioni, sono in fase avanzata per chiarire le vicende che hanno riguardato i titoli obbligazionari emessi da un gruppo industriale italiano.

La fiducia degli investitori, la reputazione degli intermediari responsabili dei collocamenti e delle negoziazioni, la completezza delle informazioni fornite dagli emittenti sono fondamentali perché il mercato finanziario italiano cresca e si sviluppi in maniera equilibrata e duratura.

Non giovano alla tutela del risparmio valutazioni non basate su fatti accertati e improprie generalizzazioni che possono ostacolare l'ordinato funzionamento dei mercati e alimentare attese diffuse di interventi in caso di perdite.

(1) Prime analisi su questo mercato sono state pubblicate nel *Bollettino economico* della Banca d'Italia n. 34 del marzo

2000; cfr. il riquadro su *Il mercato obbligazionario nell'area dell'euro*.

(2) Il problema del limitato sviluppo del mercato obbligazionario italiano è alla base della nuova disciplina sulle obbligazioni societarie contenuta nel nuovo 'diritto societario', la cui entrata in vigore è prevista per il 1° gennaio del prossimo anno. Le nuove norme in materia di emissione di obbligazioni, infatti, ampliano significativamente le opportunità di accesso diretto al mercato da parte delle società per azioni.

(3) Le due agenzie governative, la Federal Home Loan Mortgage Corporation (cosiddetta Freddie Mac) e la Federal National Mortgage Association (cosiddetta Fannie Mae), operano sul mercato obbligazionario sia come acquirenti sia come emittenti di titoli, con l'obiettivo di favorire il finanziamento dei mutui immobiliari.

(4) Un effetto del secondo ordine deriva dal fatto che le obbligazioni emesse dalle banche non sono coperte dall'assicurazione dei depositi e quindi questi titoli sono per i risparmiatori che le sottoscrivono più rischiosi dei normali depositi bancari (anche per questo motivo, offrono un rendimento superiore). In qualche misura si ha quindi uno spostamento di rischio dalle assicurazioni sui depositi ai risparmiatori.

(5) Cfr. Fisher III (1997, p. xii).

(6) Cfr. Fisher III (1997).

(7) La nascita del mercato delle euroobbligazioni viene fatta risalire al 1963, quando negli Stati Uniti fu introdotta una tassa (la cosiddetta Interest Equalization Tax) che scoraggiava l'emissione di titoli da parte di non residenti sul mercato statunitense. La prima emissione, denominata in dollari, fu fatta dalla società italiana Autostrade (con la garanzia dell'IRI); il sindacato di collocamento fu organizzato da una banca londinese e comprendeva banche di molti paesi europei; il titolo fu venduto in tutta Europa (cfr. paragrafo 2.4).

(8) I dati sono tratti da Dealogic. Le imprese sono state individuate sulla base del paese di residenza della società che le controlla; le imprese italiane sono quindi sia quelle con sede legale in Italia sia quelle estere appartenenti a gruppi aventi sede in Italia. Inoltre, dall'analisi sono state escluse le *public utilities* e le *public companies*.

(9) La dimensione media delle emissioni italiane senza rating è stata pari a 230 milioni, contro 270 per la Francia e 320 per la Germania.

(10) Se si considerano solo i quattro principali paesi dell'area dell'euro (Germania, Francia, Italia e Spagna) la quota di obbligazioni che fa capo a gruppi italiani è pari al 25,6 per cento.

(11) I titoli emessi dagli enti territoriali italiani hanno in prevalenza lunghe scadenze. Oltre il 50 per cento dei prestiti emessi dal 1998 giungerà a scadenza tra il 2011 e il 2020; circa il 24 per cento scadrà nel decennio successivo. I primi 10 emittenti per importo rappresentano più del 90 per cento del totale dei prestiti obbligazionari contratti dagli enti territoriali.

(12) Durante la Grande depressione il tasso di default per gli emittenti ad alto rendimento raggiunse nel dicembre del 1933 il massimo storico del 16,3 per cento (Moody's 2003a).

(13) In due casi si è trattato della riapertura di una emissione precedente.

(14) Per una descrizione sintetica della storia dell'IPMA e delle attività che essa svolge si veda Fisher III (1997, p. 84).

(15) Con riferimento ai costi della quotazione, Fisher III (1997, p. 122) mostra come la quotazione alla Borsa lussemburghese possa in alcuni casi arrivare a costare la metà rispetto al costo sostenuto per la quotazione alla Borsa di Londra.

(16) Peraltro, secondo Banfi e Onado, il fatto che il classamento degli *eurobonds* sia rivolto agli investitori professionali "non esclude ovviamente che gli strumenti emessi, a esito di operazioni di negoziazione in contropartita diretta fra le istituzioni finanziarie operanti quali sottoscrittori iniziali e la propria clientela, possano frequentemente conseguire livelli di diffusione finale fra il pubblico dei risparmiatori (il cosiddetto *retail*) di notevole significatività" (p. 127).

(17) In Francia costituiscono sollecitazione del pubblico risparmio – e quindi il *Code Monétaire et Financier* richiede la redazione di un prospetto – l'emissione o la cessione di strumenti finanziari presso il pubblico. Non si configura invece come sollecitazione del pubblico risparmio, tra l'altro, la cessione di strumenti finanziari presso investitori qualificati (*investisseurs qualifiés*), a condizione che questi investitori agiscano per conto proprio. Nell'ipotesi di vendita successiva dei titoli agli investitori al dettaglio sul mercato secondario, la normativa prevede la redazione di un prospetto da parte del soggetto (banca o altro investitore istituzionale) che procede alla diffusione dei titoli presso il pubblico. Nel caso di euroobbligazioni, tale adempimento può essere assolto con una sintesi in lingua francese del prospetto presentato nel paese di origine del titolo, sottoposto previamente all'autorità competente (COB). Nella prassi, tuttavia, l'autorità consente la vendita al dettaglio di titoli senza prospetto a condizione che la negoziazione sia attivata su richiesta dell'investitore (c.d. *reverse inquiry*).

(18) In Germania sono due gli elementi costitutivi dell'offerta pubblica: 1) la pubblicità diffusa; 2) la concreta possibilità per l'investitore di presentare una richiesta d'acquisto che vincola l'offerente. La semplice immissione e quotazione di titoli sul mercato, senza forme di pubblicità, non costituisce "offerta pubblica". Il prospetto di vendita di titoli, fuori della borsa, è, secondo la Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz del 1990 e successive modifiche, obbligatorio ed è a cura di chi offre i titoli in Germania, anche se non si tratta dell'emittente. Il prospetto non è richiesto se i titoli vengono offerti, tra l'altro, a soggetti che "acquistano o cedono per conto proprio o di terzi valori mobiliari in via professionale o commerciale". Sono esenti dal prospetto gli eurovalori mobiliari, vale a dire i titoli che: sono assunti da un consorzio i cui membri non hanno tutti sede nello stesso Stato; vengono offerti in gran parte fuori dello Stato in cui ha la sede l'emittente; possono venire sottoscritti per la prima volta solo attraverso una banca o un altro istituto autorizzato. L'esenzione dall'obbligo della pubblicazione del prospetto di vendita continua a essere riconosciuta nel caso di una successiva vendita soltanto se permangono i presupposti delle esenzioni previste dalla legge. Con riferimento agli eurovalori mobiliari, in Germania essi vengono rivendute sul mercato secondario ai clienti senza un prospetto approvato dall'autorità tedesca, anche se ciò non avviene frequentemente. In questo caso, in forza di norme civilistiche a tutela degli acquirenti, è d'uso predisporre

una nota informativa sintetica sulle caratteristiche del titolo in lingua tedesca.

(19) Nel Regno Unito l'offerta al pubblico di titoli, diversi da quelli da quotare alla Borsa di Londra, è disciplinata dalla Public Offers of Securities Regulation del 1995. Viene definita pubblica un'offerta fatta a qualsiasi componente (*section*) del pubblico, inclusi i detentori di titoli della società e i suoi clienti. Nella legge sono previste numerose fattispecie in cui non si configura un'offerta al pubblico, bensì un *private placement*; ad esempio, sono esenti dal prospetto le emissioni destinate a investitori professionali e quelle di *euro-securities*, a condizione che non siano pubblicizzate a investitori inesperti (*inexperienced investors*); gli *euro-securities*, in particolare, sono titoli offerti da istituzioni finanziarie in un paese diverso da quello di emissione, attraverso un sindacato che includa membri di almeno due paesi. È ammesso, ma accade raramente anche per l'approccio restrittivo dell'autorità, che, dopo un *private placement*, siano offerti al pubblico titoli ammessi alla quotazione su mercati esteri accompagnati dal solo prospetto di quotazione richiesto dalla borsa estera. Tuttavia, in questo caso, per prassi l'investitore istituzionale manterrebbe i titoli in portafoglio per almeno sei mesi prima di rivenderli al pubblico.

(20) Campobasso, 1988, p. 397.

(21) La riforma sembra ispirarsi alla teoria che individua la *ratio* delle limitazioni quantitative alle emissioni obbligazionarie nell'esigenza di assicurare l'equilibrio nelle fonti di finanziamento dell'impresa; cfr., sul punto, la Relazione al decreto di riforma (pubblicata in *Riv. soc.*, 2003, p. 112 e seg.), nella quale è dato leggere: "... è oggi diffusamente accettata la tesi che individua la portata del limite nel senso di attuare l'esigenza di un'equilibrata distribuzione del rischio di attività d'impresa tra azionisti e obbligazionisti. In altri termini, si è in presenza di una tecnica diretta ad impedire che gli azionisti ricorrano al mercato del capitale di credito a medio-lungo termine in misura eccessiva rispetto a quanto rischiano in proprio ...".

(22) Cfr. Comitato interministeriale per il credito e il risparmio, Deliberazione del 12 gennaio 1994, Determinazione dei criteri per l'esercizio dei poteri di controllo sull'emissione e l'offerta di valori mobiliari.

(23) L'impalcatura normativa era costituita dagli artt. 2, 44 e 45 della legge bancaria del 1936, dall'art. 21 della l. 281/85, che si sostituiva all'articolo unico della l. 428/55, e dall'art. 11 della l. 77/83.

(24) Tra le finalità dei provvedimenti precedenti la nuova legge bancaria – non sempre chiaramente indicate – assumeva comunque un ruolo rilevante l'obiettivo sistemico di disciplinare i flussi finanziari e salvaguardare il funzionamento del mercato finanziario nel suo complesso. Ad esempio, per la l. 428/55 l'analisi delle finalità contenute nella relazione al disegno di legge indica l'obiettivo di "ovviare a che un accentuato ricorso al risparmio in un ristretto lasso di tempo possa avere un'influenza negativa sull'economia delle singole operazioni, oltre che nuocere al regolare andamento dei mercati finanziari". La successiva l. 77/83 (art. 11, comma 1) stabilisce che i poteri di riduzione delle emissioni sono attribuiti alla Banca d'Italia "ai soli fini del controllo dei flussi finanziari". La l. 281/85 nel primo comma dell'art. 21 menziona il fine di "[...] assicurare la stabilità del mercato dei valori mobiliari.

(25) Le modifiche del 1996 hanno rafforzato questa impostazione, aggiungendo l'efficienza del mercato alla sua stabilità come valore da tutelare, introducendo nella legge gli importi delle emissioni al di sotto dei quali il controllo quantitativo è irrilevante e promuovendo la raccolta sistematica dei dati su tutti i titoli effettivamente collocati, inclusi quelli non comunicati in via preventiva.

(26) La negoziazione può consistere nella compravendita sul mercato per conto dell'investitore (negoziazione per conto terzi) ovvero in contropartita diretta con quest'ultimo (negoziazione in conto proprio).

(27) In materia di conflitto di interessi l'articolo 27, comma 2, della delibera Consob n. 11522 del 1° luglio 1998 stabilisce che "gli intermediari autorizzati non possono effettuare operazioni con o per conto della propria clientela se hanno direttamente o indirettamente un interesse in conflitto, anche derivante da rapporti di gruppo, dalla prestazione congiunta di più servizi o da altri rapporti di affari propri o di società del gruppo, a meno che non abbiano preventivamente informato per iscritto l'investitore sulla natura e l'estensione del loro interesse nell'operazione e l'investitore non abbia acconsentito espressamente per iscritto all'effettuazione dell'operazione".

(28) La disciplina sui SSO prevede obblighi di comunicazione alla Consob sull'esistenza e il funzionamento del sistema e requisiti di trasparenza delle negoziazioni (artt. 3, 4, 5 della citata comunicazione). D'altro canto, in virtù dell'articolo 205 del TUF, "le offerte di acquisto e di vendita di prodotti finanziari effettuate in mercati regolamentari o negli scambi organizzati [...] da soggetti ammessi alle negoziazioni negli stessi non costituiscono sollecitazione all'investimento [...]", con la conseguenza che in tali ipotesi non è necessaria la pubblicazione del prospetto informativo. Quest'ultima norma ha valenza derogatoria: posto che le offerte formulate nell'ambito di un SSO sarebbero astrattamente suscettibili di ricadere, ricorrendone i presupposti, nell'ampia nozione di sollecitazione all'investimento (che ricomprende, nell'accezione del TUF, qualsiasi figura di offerta o attività promozionale rivolte al pubblico per la vendita o l'acquisto di un prodotto finanziario), il legislatore ha avvertito l'esigenza di escludere espressamente che esse – a determinate condizioni – costituiscano sollecitazione all'investimento (articolo 205 del TUF), così sottraendole dall'applicazione della relativa disciplina. Va comunque considerato che ai fini dell'esonero accordato dall'articolo 205 del TUF è richiesto che l'offerta sia stata formulata da parte di "soggetti ammessi alle

negoziazioni" su un SSO; in dottrina si è sostenuto che, in forza di tale requisito, la norma di esenzione si applicherebbe esclusivamente "ai sistemi di scambi organizzati [...] le cui regole di organizzazione prevedano un vero e proprio atto di ammissione" (C. MOTTI, sub art. 205, in (a cura di) G. ALPA - F. CAPRIGLIONE, *Commentario al Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, 1998, p. 1838.), la qual cosa implica la "necessaria terzietà del gestore rispetto agli operatori di mercato legittimati a formulare offerte, non essendo concepibile un atto di ammissione qualora il sistema di contrattazione sia predisposto a servizio di un singolo operatore, vale a dire sia allestito da questi o comunque nel suo interesse" (*ibidem*). Sul piano economico, a sostegno di questa conclusione si adduce la motivazione che in un sistema in cui manchi la "significatività dei prezzi" (quale si può avere solo in presenza di una pluralità di potenziali offerenti in concorrenza tra loro) è necessaria una maggiore tutela dell'investitore.

(29) Tra le attività 'propositive' rientra, ad esempio, l'inserimento in appositi elenchi dei titoli che gli intermediari intendono negoziare con la clientela, con l'indicazione dei relativi prezzi di acquisto o vendita.

(30) Banfi e Onado (2002) sostengono che "il *grey market* [...] ha comportato un sensibile aumento della competitività delle nuove emissioni" (p. 139). Infatti, prima che potessero essere effettuate anche nel periodo di *grey market*, "le negoziazioni avvenivano dopo la valutazione ufficiale effettuata dal *lead manager*, che non correva quindi rischi di oscillazione indesiderate dei prezzi. Nel *grey market* le negoziazioni vengono effettuate essenzialmente dai *broker* sulle rispettive pagine Reuters, mentre il *lead manager* è il principale fornitore di prezzi. Poiché tuttavia anche altri membri del sindacato [di collocamento], appartenenti al *managing group* o *underwriter*, possono trattare la propria posizione sul *grey market*, il *lead manager* è sottoposto al rischio di prezzo" (p. 140). Da qui la maggiore competitività delle emissioni negoziate già nella fase di *grey market*.

(31) Con riferimento alla vicenda Cirio, nello scorso mese di aprile la Consob ha chiesto alla Banca d'Italia di estendere ai profili di propria competenza gli accertamenti già in corso presso alcuni dei maggiori collocatori delle obbligazioni Cirio. Altri intermediari sono stati sottoposti a ispezione direttamente dalla Consob.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

G. Alpa - F. Capriglione (a cura di), 1998, *Commentario al Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Padova, Cedam.

Banca d'Italia, *Bollettino Economico*, n. 34, marzo 2000.

Banca d'Italia, *Bollettino Economico*, n. 37, ottobre 2001.

A. Banfi - M. Onado (a cura di), 2002, *I mercati dei titoli di debito privati*, Torino, ISEDI.

F. Barbiellini Amidei - C. Impenna, 1999, *Il mercato azionario e il finanziamento delle imprese negli anni cinquanta*, in F. Cotula, (a cura di), *Stabilità e sviluppo negli anni cinquanta. 3. Politica bancaria e struttura del sistema finanziario*, Roma-Bari, Laterza.

Banca centrale europea, 2001, *The euro bond market*, luglio.

T. Beck - R. Levine - N. Loayza, 2000, *Finance and the Sources of Growth*, in "Journal of Financial Economics", 58, oct.-nov, pp. 261-300.

G. F. Campobasso, 1988, *Le obbligazioni*, in *Controlli - Obbligazioni*, Torino, UTET, 1988.

F. Carbonetti, 1992, *I contratti di intermediazione mobiliare*, Milano, Giuffrè.

F. Cotula (a cura di), 1999, *Stabilità e sviluppo negli anni cinquanta. 3. Politica bancaria e struttura del sistema finanziario*, Roma-Bari, Laterza.

F. G. Fisher III, 1997, *Eurosecurities and their related derivatives*, Plymouth, Euromoney Books.

J. E. Jayaratne - P. E. Strahan, 1996, *The Finance-Growth Nexus: Evidence from Bank Branch Deregulation*, in "Quarterly Journal of Economics", 111, 3, pp. 639-670.

R. King - R. Levine, 1993, *Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right*, in "Quarterly Journal of Economics", 108, 3, pp. 717-737.

R. Levine, 1997, *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*, in "Journal of Economic Literature", 35, 2, pp. 688-726.

R. Levine - S. Zervos, 1998, *Stock Markets, Banks, and Economic Growth*, in "American Economic Review", 88, 3, pp. 537-558.

Moody's Investors Service, 2003a, *Default & Recovery Rates of Corporate Bonds Issuers*, in "Moody's Special Comment", febbraio.

Moody's Investors Service, 2003b, *Default and Recovery Rates of European Corporate Bond Issuers, 1985-2002*, in "Moody's Special Comment", maggio.

A. F. Pozzolo, 2003, *Il ruolo della finanza nello sviluppo della Nuova Economia*, in S. Rossi (a cura di), *La Nuova Economia. I fatti dietro il mito*, Bologna, Il Mulino.

R. Rajan - L. Zingales, 1998, *Financial Dependence and Growth*, in "American Economic Review", 88, 3, pp. 559-586.

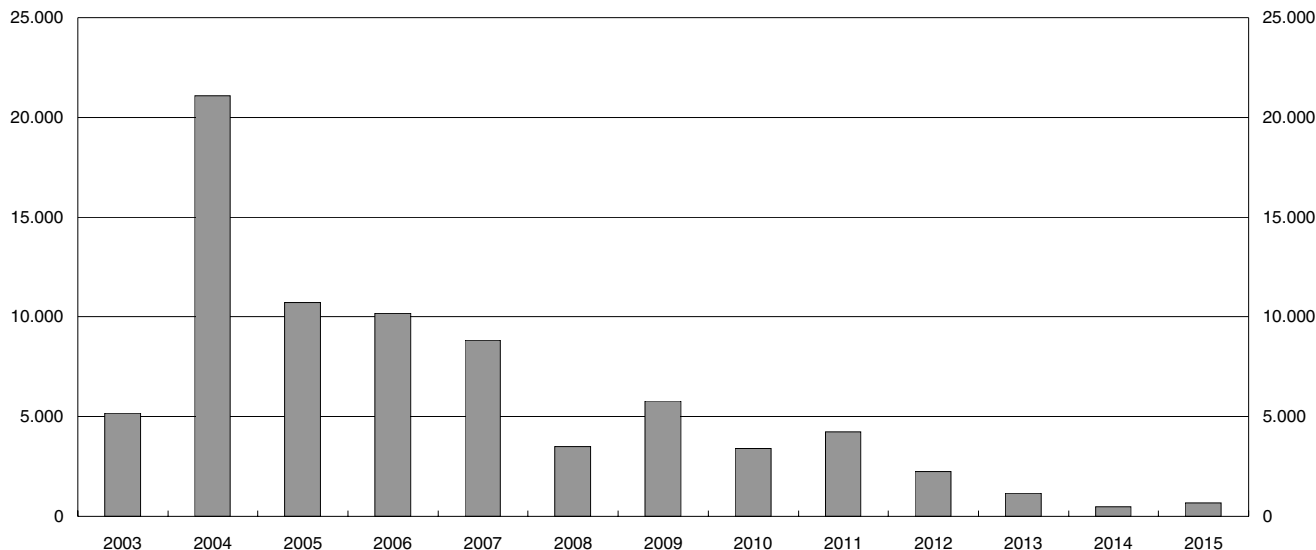
Relazione al Decreto legislativo 17 gennaio 2003, n. 6. Riforma organica della disciplina delle Società di Capitali e Società Cooperative, in attuazione della L. 3.10.2001, n. 366, in "Rivista delle Società", 1, 2003, pp. 112-181.

J. Wurgler, 2000, *Financial Markets and the Allocation of Capital*, in "Journal of Financial Economics", 58, oct.-nov., pp. 187-214.

FIGURE E TAVOLE

Fig. 1

Rimborsi di obbligazioni di imprese italiane
(milioni di euro)

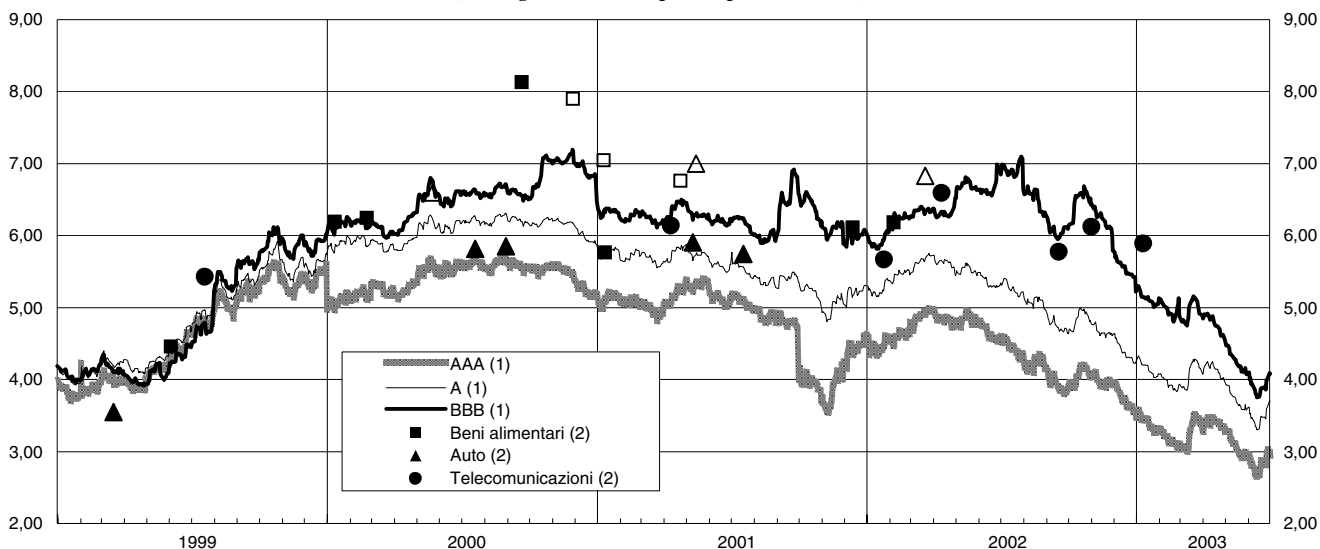


Fonte: Elaborazioni su dati Dealogic.

(1) La nazionalità e il settore di appartenenza sono quelli della società capogruppo e non della società emittente. Sono escluse le *public utilities* e le *public companies*. Sono inclusi i titoli emessi nel periodo gennaio 1995-giugno 2003.

Fig. 2

Rendimenti delle euroobbligazioni all'emissione: titoli italiani e indici di mercato
(dati giornalieri; punti percentuali)

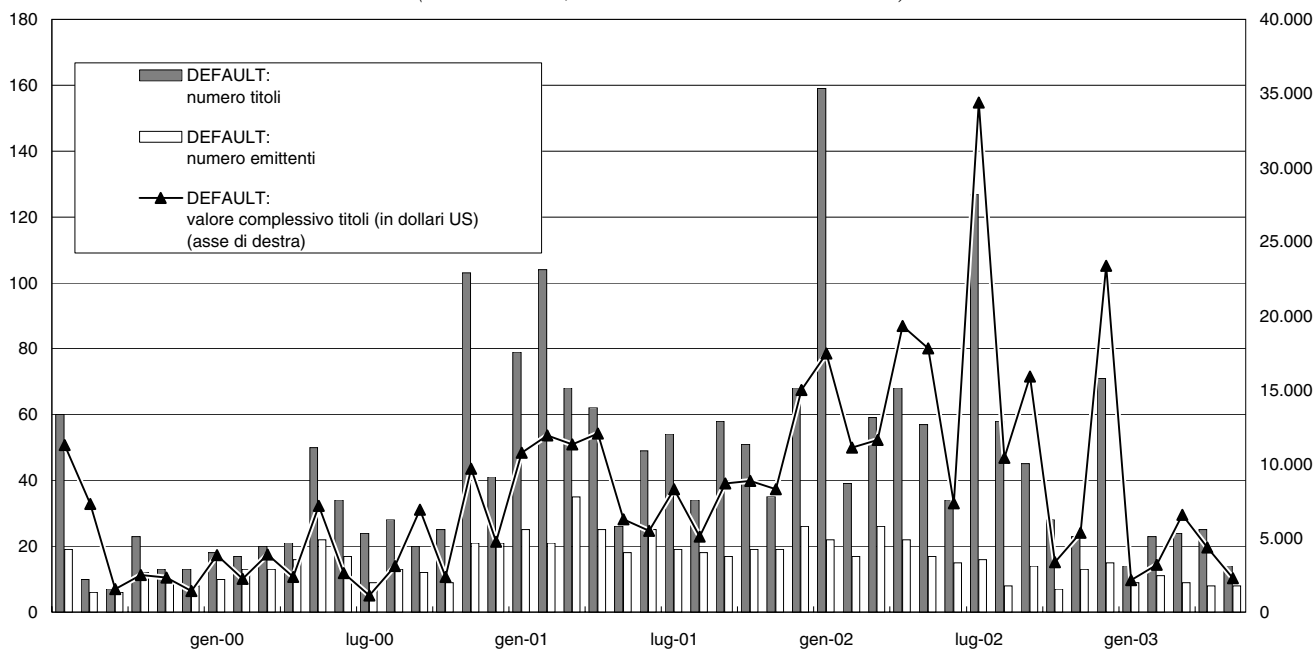


Fonte: Elaborazioni su dati Dealogic e Merrill Lynch.

(1) Indice di mercato calcolato da Merrill Lynch; sono inclusi solo titoli in euro, a tasso fisso, con rating appartenente alla categoria indicata ed emessi sull'euromercato da imprese non finanziarie. La durata finanziaria media degli indici varia nel periodo tra sei e quattro anni. – (2) Sono inclusi titoli italiani in euro, a tasso fisso, con struttura regolare, con durata all'emissione di 5 anni e appartenenti al settore indicato. Sono indicati in nero i titoli provvisti all'emissione del rating di almeno una delle tre principali agenzie (Standard&Poor's, Moody's e Fitch/BCA) e in bianco quelli senza rating.

Fig. 3

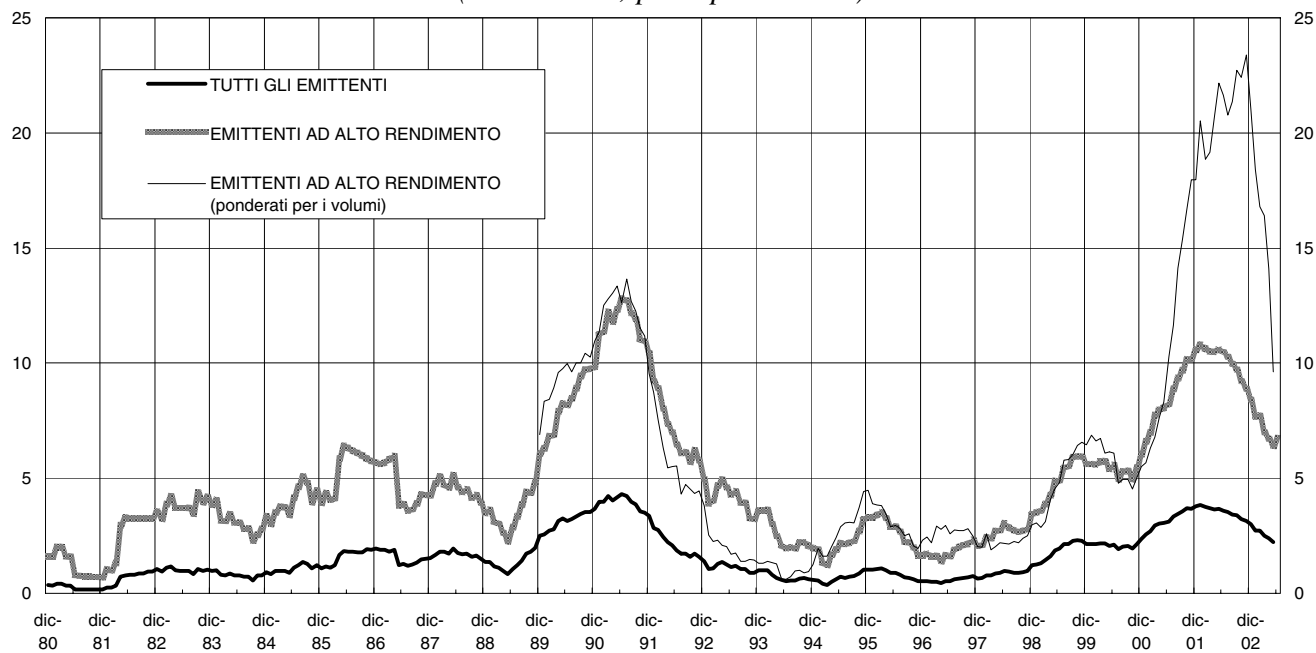
Andamento dei default dalla metà del 1999
(dati mensili; numero e milioni di dollari)



Fonte: Moody's.

Fig. 4

Tasso di default sui mercati obbligazionari mondiali
(dati mensili; punti percentuali)



Fonte: Moody's.

Tav. a1

Composizione delle passività finanziarie delle imprese

PAESI	Anni	Obbligazioni	Prestiti	Azioni (1)	Altro (2)	Per memoria:	
						Passività finanziarie	Attività finanziarie
						(consistenze; quote percentuali sul totale)	
Francia	1995	5,8	27,9	47,2	19,1	2,17	1,32
	2000	4,4	16,1	69,8	9,7	3,99	2,35
	2001	5,8	19,1	64,1	10,9	3,48	2,18
Germania	1995	2,9	42,2	41,3	13,6	1,07	0,61
	2000	1,5	37,3	49,0	12,1	1,68	1,04
	2001	1,9	40,0	45,9	12,3	1,62	1,04
Giappone (3)	1995	9,0	39,6	29,8	21,6	3,09	1,62
	2000	9,7	37,6	32,5	20,2	2,65	1,43
	2001	9,9	38,7	31,1	20,3	2,48	1,41
Italia	1995	1,7	39,5	36,1	22,7	1,32	0,65
	2000	1,1	29,7	54,5	14,7	1,90	1,03
	2001	1,8	30,5	52,0	15,7	1,86	1,14
Regno Unito	1995	6,3	23,0	62,4	8,3	2,10	0,76
	2000	7,8	22,2	65,2	4,8	2,98	1,27
	2001	8,8	26,4	59,7	5,2	2,77	1,34
Stati Uniti (4)	1995	13,2	10,0	51,6	25,2	1,68	0,67
	2000	11,9	8,6	56,9	22,5	2,26	0,94
	2001	14,0	9,2	51,7	25,2	2,07	0,95
Per memoria: Euro4 (5)	1995	3,9	34,1	42,8	19,2	1,49	0,85
	2000	2,7	24,7	59,7	12,9	2,49	1,48
	2001	3,4	27,4	55,2	14,0	2,33	1,47

Fonte: Eurostat, ad eccezione di quelle specificate nelle note.

(1) Le azioni comprendono anche le partecipazioni. – (2) Debiti commerciali verso l'estero, riserve tecniche di assicurazioni e fondi pensione. – (3) Bank of Japan, *Flow of Funds Accounts*. I dati si riferiscono all'anno fiscale. – (4) Dati riferiti alle imprese non finanziarie. Federal Reserve System Board of Governors *Flow of Funds Accounts of the United States 1995-2002*. – (5) Francia, Germania, Italia e Spagna.

Tav. a2

Obbligazioni a medio e a lungo termine di società italiane, dell'area dell'euro e degli Stati Uniti (1)

VOCI	Emissioni nette (2)					Consistenze						
	Valore assoluto in miliardi di euro					Valore assoluto in miliardi di euro					Quota % del PIL	
	1998	1999	2000	2001	2002	1998	1999	2000	2001	2002	1998	2002
Italia												
Banche	48,2	21,0	36,1	46,1	32,7	265,9	288,2	324,3	370,4	402,3	25	32
Altre società finanziarie	0,1	11,5	16,3	35,2	26,1	2,0	13,6	29,7	65,1	90,9	0	7
Società non finanziarie (3)	-0,4	25,5	7,6	27,0	5,7	28,4	54,1	61,7	88,1	93,0	3	7
Totale	47,9	58,0	59,9	108,3	64,5	296,3	355,9	415,8	523,6	586,2	28	47
di cui: mercato internazionale (4)	8,2	47,9	49,4	75,6	35,1	39,7	89,4	138,9	213,0	248,2	4	20
Per memoria: settore pubblico	33,0	30,7	36,2	21,3	8,8	939,5	977,3	1.015,0	1.037,5	1.038,5	88	83
Area dell'euro												
Banche	146,1	216,1	239,2	225,6	159,3	2.176,7	2.432,9	2.689,5	2.929,2	3.047,3	36	43
Altre società finanziarie	26,1	91,1	102,9	112,8	109,1	169,7	267,1	362,2	477,6	566,5	3	8
Società non finanziarie	13,0	54,2	92,1	99,5	29,6	273,4	330,4	421,8	524,9	536,0	5	8
Totale	185,2	361,3	434,1	437,9	298,0	2.619,8	3.030,4	3.473,5	3.931,7	4.149,8	44	59
di cui: mercato internazionale (4)	173,8	396,5	467,2	590,8	405,9	931,3	1.398,7	1.869,5	2.460,5	2.808,0	16	40
Per memoria: settore pubblico	183,3	179,6	123,0	97,5	136,2	3.053,3	3.257,2	3.379,1	3.478,3	3.601,4	51	51
Stati Uniti												
Banche	8,4	7,4	70,1	83,8	38,6	141,3	170,6	247,6	339,0	333,9	2	3
Altre società finanziarie	743,4	791,9	718,2	1.118,6	957,3	4.487,3	6.078,0	7.198,4	8.693,7	8.286,3	60	83
di cui agenzie governative	421,3	566,5	463,0	712,2	575,8	2.827,6	3.902,8	4.627,5	5.582,8	5.271,6	38	53
Società non finanziarie	234,9	228,0	168,4	416,7	133,3	1.849,8	2.398,6	2.720,1	3.272,9	2.926,0	25	29
Totale	986,7	1.027,3	956,7	1.619,1	1.129,2	6.478,5	8.647,2	10.166,1	12.305,6	11.546,2	87	116
di cui: mercato internazionale (4)	306,5	473,7	414,4	548,0	336,0	939,0	1.243,3	1.565,2	2.021,2	2.806,3	9	26
Per memoria: settore pubblico	3,1	-79,5	-194,9	-61,8	260,2	4.396,1	3.676,1	3.247,2	3.017,2	3.836,4	43	35

Fonte: elaborazioni su dati BCE, BRI e Banca d'Italia.

(1) I dati sono parzialmente stimati. I titoli sono valutati al valore nominale. La nazionalità e il settore di appartenenza sono quelli della società capogruppo e non della società emittente. La ripartizione dei titoli per settore di appartenenza riflette gli schemi di classificazione adottati dalla BCE e dalla BRI, non omogenei. - (2) Differenza tra il valore nominale dei titoli collocati e quello dei titoli rimborsati. - (3) Il dato per l'Italia include le emissioni dell'Ente FS. - (4) Per la definizione di mercato internazionale si veda il paragrafo 2.2 del testo.

Tav. a3

Emissioni lorde sull'euromercato delle imprese non finanziarie dei principali paesi dell'area dell'euro (1)
(milioni di euro e valori percentuali)

VOCI	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003 (2)
Italia									
Numero di emissioni	5	4	15	20	36	45	44	46	7
di cui: con rating.....	0	1	2	8	24	28	19	18	6
Controvalore delle emissioni	213	463	1.899	4.056	24.194	12.142	24.835	13.700	4.300
di cui: con rating.....	0	110	516	2.352	21.292	9.042	13.530	8.332	4.000
peso sul totale dell'area.....	6	5	14	16	25	10	17	12	6
Francia									
Numero di emissioni	7	8	23	19	79	113	106	96	74
di cui: con rating.....	3	6	10	11	47	94	75	63	62
Controvalore delle emissioni	707	1.490	3.691	3.420	28.231	25.151	33.430	28.841	25.514
di cui: con rating.....	406	1.363	1.720	2.384	16.721	19.950	21.337	15.649	21.072
peso sul totale dell'area.....	21	17	28	14	30	20	23	26	34
Germania									
Numero di emissioni	13	28	36	48	97	131	142	146	80
di cui: con rating.....	3	8	16	28	67	120	130	134	71
Controvalore delle emissioni	895	4.128	4.369	7.626	18.497	45.783	54.769	51.903	33.935
di cui: con rating.....	255	1.190	2.750	4.710	14.419	41.202	46.957	43.390	27.804
peso sul totale dell'area	27	46	33	30	19	37	38	47	45

Fonte: Elaborazioni su dati Dealogic.

(1) La nazionalità e il settore di appartenenza sono quelli della società capogruppo e non della società emittente. Sono escluse le *public utilities* e le *public companies*. - (2) Dati relativi al primo semestre.

Tav. a4

Principali bookrunner nelle emissioni di obbligazioni sull'euromercato (1)
(gennaio 1995-giugno 2003; milioni di euro e valori percentuali)

Banca	Importi intermediati	Numero di emissioni	Quota di mercato
Italia			
1 JP Morgan	16.034	51	19
2 Lehman Brothers	15.556	41	18
3 Mediobanca	9.415	36	11
4 Merrill Lynch & Co	6.588	31	8
5 IntesaBci SpA	6.182	45	7
6 Morgan Stanley	5.061	17	6
7 Credit Suisse First Boston	4.816	12	6
8 UniCredito Italiano SpA	4.649	33	5
9 Deutsche Bank	3.319	9	4
10 Citigroup	2.639	8	3
Francia			
1 BNP Paribas	23.008	90	15
2 Societe Generale	21.008	72	14
3 JP Morgan	11.936	54	8
4 Deutsche Bank	11.817	46	8
5 HSBC	11.019	62	7
6 Morgan Stanley	8.221	61	5
7 Credit Agricole Indosuez	6.847	43	4
8 Citigroup	5.959	31	4
9 Natexis Banques Populaires	5.823	31	4
10 ABN AMRO	5.332	32	3
Germania			
1 Deutsche Bank	40.364	151	18
2 JP Morgan	22.125	57	10
3 Morgan Stanley	18.006	108	8
4 Goldman Sachs & Co	18.003	46	8
5 Citigroup	15.448	47	7
6 Dresdner Kleinwort Wasserstein	14.556	70	6
7 Merrill Lynch & Co	11.433	54	5
8 Credit Suisse First Boston	10.368	47	5
9 BNP Paribas	9.984	33	4
10 Barclays Capital	8.544	32	4

Fonte: Elaborazioni su dati Dealogic.

(1) Nel caso di consorzi di collocamento costituiti da più banche si ipotizza che l'ammontare sia ripartito in proporzioni uguali tra i partecipanti al sindacato. La nazionalità del bookrunner e quella della società emittente sono riferite alla società capogruppo.

Tav. a5

Emissioni lorde sull'euromercato delle imprese suddivise per settore e nazionalità dell'emittente (1)
(gennaio 1995-giugno 2003; quote percentuali per paese)

Settore	Italia	Francia	Germania	Stati Uniti	Totale mercato
Alimentari	12,3	4,3	0,7	2,9	3,0
Automobilistico	17,3	17,9	41,1	26,5	24,2
Grande distribuzione	1,1	13,8	1,6	3,1	4,0
Costruzioni	2,4	5,6	1,7	0,0	1,1
Elettronico	0,4	2,3	0,8	1,9	2,0
Energetici	0,0	4,3	0,0	3,6	4,1
Energia	3,0	16,4	13,1	2,0	6,4
Engineering	0,1	3,7	8,1	24,7	15,8
Industriale	1,9	5,3	0,1	4,4	5,1
Media	1,8	6,8	1,2	1,3	2,3
Metallurgico	0,7	0,0	0,7	0,0	0,5
Telecomunicazioni	53,2	5,8	23,6	14,3	18,7
Altri	5,8	13,8	7,3	15,2	12,8
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Elaborazioni su dati Dealogic.

(1) La nazionalità e il settore di appartenenza sono quelli della società capogruppo e non della società emittente. Sono escluse le *public utilities* e le *public companies*.

Tav. a6

Emissioni lorde sull'euromercato delle imprese suddivise per durata e nazionalità dell'emittente (1)
(gennaio 1995-giugno 2003; quote percentuali per paese)

Durata all'atto dell'emissione	Italia	Francia	Germania	Stati Uniti	Totale mercato
1 anno	1,1	2,5	8,2	3,1	3,9
2 anni	3,3	11,9	9,5	10,7	10,9
3 anni	11,5	10,3	10,0	11,6	11,1
4 anni	4,2	5,2	3,6	2,9	3,2
5 anni	50,8	25,6	25,4	25,6	27,1
6 anni	0,1	7,2	5,0	3,9	4,0
7 anni	3,8	18,4	10,3	4,9	7,6
8 anni	1,7	1,9	0,7	1,5	1,4
9 anni	2,8	0,8	0,0	0,5	0,6
10 anni	16,0	10,2	17,3	22,5	19,7
Oltre 10 anni	4,2	6,0	9,8	12,7	10,3
Sconosciuta o rendita perpetua	0,6	0,0	0,2	0,0	0,4
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Elaborazioni su dati Dealogic.

(1) La nazionalità e il settore di appartenenza sono quelli della società capogruppo e non della società emittente. Sono escluse le *public utilities* e le *public companies*.

Tav. a7

Emissioni lorde sull'euromercato delle imprese suddivise per tipo tasso e nazionalità dell'emittente (1)
(gennaio 1995-giugno 2003; quote percentuali per paese)

Tipo tasso	Italia	Francia	Germania	Stati Uniti	Totale mercato
Fisso	57,7	54,8	79,0	82,1	75,1
Variabile	25,8	20,0	15,0	15,6	17,9
Convertibili in azioni	16,5	25,2	6,0	2,3	7,0
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Elaborazioni su dati Dealogic.

(1) La nazionalità e il settore di appartenenza sono quelli della società capogruppo e non della società emittente. Sono escluse le *public utilities* e le *public companies*.

Tav. a8

Titoli in default nel periodo luglio 1999-maggio 2003

PERIODO	Numero emittenti	Numero emissioni	Ammontare delle emissioni (milioni di dollari)
1999 (lug.-dic.)	60	126	26.352
2000	176	401	50.119
2001	267	688	112.032
2002	192	768	177.486
2003 (gen.-mag.)	45	100	18.591

Fonte: Moody's.

