

Regole. A tre anni dall'adozione della direttiva sul passaporto europeo solo sei emittenti hanno approfittato della possibilità

Al palo in Italia il prospetto Ue

Pesano i tempi e i costi regolamentari - Molto più prolifici gli altri Paesi

Riccardo Sabbatini

■ All'inizio di maggio un gruppo italiano, **D'Amico Shipping**, si è quotato alla Borsa di Milano con un prospetto informativo redatto in inglese e approvato in Lussemburgo dalla Consob locale. Con un risparmio di tempi e di oneri regolamentari rispetto a quella che sarebbe stata l'analoga procedura italiana. Per farlo gli è stato sufficiente costituire nel granducato la società capogruppo ed utilizzare la recente direttiva europea che fornisce di un passaporto continentale quei documenti informativi posti al servizio delle offerte al pubblico. È il segnale di come le regole stanno mettendo sotto pressione autorità di vigilanza e intermediari finanziari europei sempre meno protetti da barriere nazionali (anche linguistiche).

A distanza di tre anni dall'entrata in vigore della direttiva un report del Cesr, il comitato dei regulator europei, ne ha redatto un primo bilancio mostrando quali paesi hanno maggiormente utilizzato le nuove regole e quali, soprattutto, ne hanno approfittato per collocare all'estero i loro prodotti d'investimento. I dati (vedi tabella) mostrano per l'Italia una situazione squilibrata. Sono appena sei i prospetti informativi *made in Italy* che hanno attraversato la frontiera nazionale al servizio di altrettante offerte d'investimento di intermediari domestici. Sono invece molti di più, 245, i "passaporti" stranieri esibiti alla dogana italiana per far

Import-export dei prospetti informativi

Documenti informativi che hanno utilizzato il passaporto europeo nel periodo luglio 2004 - giugno 2006

Paesi	Prospetti inviati "export"	Prospetti ricevuti "import"
Italia	6	245
Germania	662	764
Francia	88	214
Regno Unito	570	758
Lussemburgo	764	562
Irlanda	202	325

Fonte: elaborazioni da report Cesr

entrare nella penisola strumenti finanziari prodotti all'estero. In gran parte covered warrant, certificate, obbligazioni. Negli altri paesi la distribuzione tra prospetti inviati e ricevuti è molto più equilibrata. È pur vero che la campionatura dei dati — segnala lo stesso rapporto — non è stata perfettamente omogenea in tutti i paesi della comunità. Ma, in ogni caso, le tabelle rappresentano un nuovo segnale di malessere della Piazza Finanziaria italiana. Che va interpretato. Potrebbe essere attribuito, come la vicenda di D'Amico Shipping suggerisce, agli eccessivi costi di regolamentazione rispetto ad altri paesi della comunità. Oppure ad una scarsa competitività dell'industria finanziaria le cui carenze in alcuni segmenti attirano nuovi competitor esteri. Il report non consente di trarre conclusioni. C'è anche da tener pre-

sente che in Italia la quota degli investitori al dettaglio (coloro per i quali vengono redatti i prospetti informativi) è molto più ampia che nella media degli altri paesi comunitari. Ciò che esercita un'attrazione nei confronti di operatori internazionali. Ma questo, di per sé, non giustifica la disparità segnalata nelle tabelle del Cesr. Apparentemente gli intermediari italiani servono soltanto la clientela domestica verso la quale, invece, si rivolgono sempre più numerose le offerte d'investimento estere. Vi sono, in alcuni segmenti dei mercati al dettaglio, alcune evidenze contrarie. Ad esempio Banca Imi (gruppo Intesa-Sanpaolo) è divenuto il principale market maker in Etf nei mercati italiano, francese e tedesco. Ma, in generale, la "bilancia dei pagamenti" degli strumenti finanziari chiude in rosso.



Tokyo al 4,99% di Singapore Exchange

La Borsa di Tokyo ha comprato il 4,99% del Singapore Exchange Limited. La società che gestisce la Piazza nipponica ha fatto l'operazione per «sottolineare l'importanza di una collaborazione più stretta con Sgx» e ha precisato che non supererà la soglia del 5%. Positivo il commento del dg di Sgx, Hsieh Fu Hua, il quale spera «che sia un investimento a lungo termine».

M&A. Landesbank Berlin alle «Casse»

La Germania non privatizza

Beda Romano

FRANCOFORTE. Dal nostro corrispondente

■ Il settore bancario pubblico tedesco si va lentamente rafforzando, attraverso operazioni di fusioni e acquisizioni, ma il sistema "a tre pilastri", molto criticato dal mondo privato, non sembra destinato a cambiare, almeno nel breve periodo.

Due giornali tedeschi spiegavano ieri che la Landesbank del Baden-Württemberg è interessata a rilevare WestLB, la banca pubblica del Nord-Reno Vestfalia. La Lbbw avrebbe aperto negoziati con due azionisti importanti, il governo renano e la federazione delle casse di risparmio pubbliche (la Dgvs). Né la Lbbw, né la WestLB hanno voluto ieri commentare gli articoli pubblicati da Handelsblatt e Börsen Zeitung. Esposti finanziari hanno precisato che le discussioni sono a un livello preliminare. Una fusione tra i due istituti di credito porterebbe alla nascita della seconda banca del Paese dopo Deutsche Bank, con un bilancio di 700 miliardi di euro. Le trattative tra Lbbw e WestLB giungono mentre proprio la Dgvs si è assicurata un'altra banca pubblica: la **Landesbank Berlin**. La federazione delle casse di risparmio ha così battuto la concorrenza acquistando l'81% dell'istituto di credito regionale per 4,62 miliardi di euro. L'asta per Landesbank Berlin ha occupato le prime pagine dei giornali tedeschi negli ultimi sei mesi.

Il timore delle banche pubbliche del Paese è stato di assistere a una privatizzazione dell'istituto di credito regionale che avrebbe potuto creare un precedente e modificare il paesaggio bancario tedesco. Il sistema del credito nel paese poggia su tre pilastri - pubblico, privato e cooperativo - autonomi l'uno dall'altro. Numerose leggi regionali vietano alle banche private di acquistare quelle pubbliche. La privatizzazione della Landesbank Berlin è stata un'eccezione imposta alla Città-Stato

LE TRATTATIVE

La federazione degli istituti di risparmio rileva l'81% dell'istituto berlinese Interesse di un altro land per WestLB

di Berlino dalla Commissione Europea in cambio della possibilità di concedere nel 2001 aiuti pubblici all'istituto di credito. Pur di evitare che la banca cadesse nelle mani del settore privato la Dgvs ha fatto di tutto. Fin da 2006 ha acquistato sul mercato il 10% della Landesbank Berlin. In un primo tempo all'asta si sono presentate 19 banche tedesche e internazionali. Causa anche condizioni draconiane, molte hanno abbandonato la partita. Tra le altre cose il governo regionale ha chiesto all'acquirente di non licenziare per almeno 10 anni.

beda.romano@ilsale24ore.com

Banche. Secondo una ricerca della Cattolica le aggregazioni hanno effetti positivi

Le fusioni fanno bene ai clienti

Bruno Perini

MILANO

■ Le fusioni bancarie fanno bene alla salute degli istituti di credito e dei risparmiatori. Al contrario, la troppa vicinanza al potere politico è assai dannosa per il sistema bancario. Per dirla con uno degli inglesi cari agli analisti della comunità finanziaria, nei paesi dove c'è maggiore *freedom from government* le banche sono più efficienti in termini di costi e profitte producono dunque più valore per gli azionisti. L'Italia, sulla base degli indicatori della Banca Mondiale, nel 2007 è al 60° posto per grado di Economic Freedom, ed è indietro nelle classifiche stilate in base a quasi tutti gli indicatori osservati.

Sono questi i punti cardine della ricerca, promossa da Arel (Agenzia di ricerche e legislazione) e sostenuta da UniCredit. Il coordinatore della ricerca, che ha il pregio di analizzare sia i valori attesi delle fusioni bancarie, sia quelli ex post, è il professor Paolo Gualtieri, docente dell'Università Cattolica. Il gruppo che ha dato vita a questa diagnosi è composto, oltre che dal professor Gualtieri, dalla professoressa Elena Beccalli (London School of Economics e Università Cattolica), il professor Pascal Frantz (London School of Economics), il professor Giovanni Petrella (Università Cattolica), il dottor Francesco Pittano (Università Cattolica) e la dottoressa Livia Spata (Università Cattolica). «La ricerca — ci spiega Paolo Gualtieri — è stata messa in piedi con l'obiettivo di verificare se il pro-

cesso di concentrazione che sta interessando il sistema bancario in Europa ha creato benefici per gli azionisti e per i consumatori. E devo dire che le sorprese non mancano».

Si tratta di una ricerca ad ampio raggio. L'analisi ha riguardato un campione di oltre 1.300 operazioni di fusione e acquisizione effettuate dagli inizi degli anni '90 sino alla metà del 2006 ed è stata realizzata utilizzando

LO STUDIO

La ricerca ha coinvolto un campione di oltre 1.300 operazioni effettuate dagli inizi degli anni 90 fino alla metà del 2006

IRISCHI

La troppa vicinanza al potere politico è invece dannosa per il sistema bancario che diventa meno efficiente

tre diverse metodologie: quella event study, relativa ai prezzi del mercato azionario, quella delle X-efficiency e quella delle performance contabili. L'analisi sui prezzi delle azioni consente di osservare se, al momento dell'annuncio dell'operazione, il mercato si attende una creazione di valore per gli azionisti delle banche coinvolte nell'aggregazione. È dunque una stima dei vantaggi attesi. L'analisi dell'efficienza di costo e di profitto consente di verificare se ex-

post sono state conseguite le sinergie di ricavo e di costo preventive. L'analisi delle performance contabili consente di verificare le performance che sono state realmente conseguite inseguendo all'operazione di concentrazione ed in particolare nei 3/5 anni successivi; consente dunque di effettuare un confronto fra la creazione di valore stimata dal mercato ex-ante (metodo event study) e il valore effettivamente creato ex-post. Proviamo a partire dai risultati. Il primo dato è inedito e inatteso. Con riferimento alla creazione di valore attesa, sulla base delle analisi dei prezzi azionari delle banche coinvolte nelle operazioni di aggregazione non emerge dal campione complessivo un'indicazione precisa. In altri termini la media dell'indicatore di creazione di valore è all'incirca nulla. «Diciamo — spiega Gualtieri — che dal punto di vista dei valori attesi le aggregazioni non sono né buone né cattive. Si crea certamente valore per le banche target ma non si sa se sia determinata dalle attese del mercato o dalle aggregazioni». A questo proposito — dicono gli analisti che hanno contribuito alla ricerca — si possono identificare delle banche *successful bidder*, cioè banche, tutte di grandi dimensioni, che hanno effettuato acquisizioni e fusioni costantemente di successo e che dunque il mercato premia perché è fiducioso nella capacità del management di creare valore.

L'analisi sull'efficienza mostra che la creazione di valore ex-post avviene essenzialmen-

te attraverso maggiore efficienza in termini di costi. Ciò vale soprattutto nel caso di aggregazioni tra banche del medesimo paese (operazioni domestiche). E qui emerge un dato, spesso occultato dagli istituti di credito che non piacerà alle organizzazioni sindacali: «L'analisi delle performance contabili conferma questo risultato ed evidenzia che la maggiore efficienza riguarda i costi del personale».

Un dato che invece piacerà ai consumatori è che la maggior efficienza in termini di costi sembrerebbe in parte esser trasferita ai clienti dato che l'efficienza di profitto rimane invariata. Insomma, le aggregazioni bancarie fanno bene al risparmiatore. L'analisi, tuttavia per ora non riesce a distinguere se questo beneficio va a favore di tutti i clienti o se è invece attribuibile esclusivamente alle imprese.

Per i clienti questo beneficio sembrerebbe più accentuato nel caso di fusioni cross border e ciò è coerente con l'ipotesi che le banche che entrano in nuovi mercati tendono ad abbassare i prezzi per conquistare nuovi clienti. Un'analisi di secondo livello, effettuata utilizzando gli indicatori calcolati dalla Banca Mondiale per stimare le caratteristiche politiche, istituzionali e legislative di ciascun paese, mostra che le operazioni nelle quali è stato creato più valore sono quelle in cui la banca target è situata in un paese in cui l'influenza politica sull'economia è più bassa ed il sistema regolamentare è più evoluto.

BREVI

dalla finanza

ENIA

Range di prezzo fra 9 e 10,90 euro

È stato individuato l'intervallo di prezzo delle azioni Enia per l'Opvs finalizzata alla quotazione in Borsa. Il range è fra un minimo di 9,00 euro e un massimo di 10,90 euro per azione, corrispondente ad una valorizzazione del capitale della multiutility emiliana compresa fra un minimo di circa 784 milioni e un massimo di circa 948 milioni di euro.

RDB

Offerta sottoscritta 2,6 volte

L'offerta globale di azioni Rdb è stata sottoscritta circa 2,64 volte con una richiesta di 6,2 volte i titoli in oggetto per la parte retail e di 1,75 volte per la parte istituzionale.

DEA CAPITAL

Investiti 344 milioni in Generale de Santé

Ammonta a 344 milioni l'investimento complessivo di DeA Capital per l'ingresso in Generale de Santé. Lo comunica la società del gruppo De Agostini.

TITOLI DI STATO

Arriva primo BTp€i di durata a 15 anni

Il Ministero dell'Economia ha annunciato di aver affidato a Barclays, Deutsche Bank, Goldman Sachs, Société Générale Cib e UniCredit il mandato per il collocamento sindacato di un nuovo BTp€i a 15 anni, indicizzato all'inflazione dell'area euro. La transazione sarà effettuata nel prossimo futuro, in relazione alle condizioni di mercato. Con questa nuova scadenza, a 15 anni, il Tesoro completa la curva europea dei rendimenti reali.

DAMIANI

Via libera dei soci alla quotazione

L'assemblea degli azionisti di Casa Damiani ha dato il via libera al progetto di quotazione delle proprie azioni sul segmento Star.

LISTINI

Nymex esplora ipotesi di vendita

Il New York Mercantile Exchange sta esplorando l'ipotesi di una vendita a Nyse Euronext, Deutsche Boerse o Chicago Mercantile Exchange Holdings.

Sintonia

ANNUNCIO AI SENSI DELL'ART. 122 D. LGS. 24.2.1998, N. 58 E DELLE APPLICABILI DISPOSIZIONI DELLA DELIBERA CONSOB N. 11971 DEL 14.5.1999

Ai sensi dell'art. 122 del D. Lgs. 24.2.1998, n. 58 (il **"Testo Unico"**) e delle applicabili disposizioni della Delibera Consob n. 11971 del 14.5.1999 (il **"Regolamento Emittenti"**), Sintonia S.p.A. (**"Sintonia"**), anche per conto di tutti gli altri firmatari, comunica che in data 8 giugno 2007 è stato stipulato il Primo Emendamento (il **"Primo Emendamento"**) al patto parasociale stipulato il 28 gennaio 2005 ed efficace a far tempo dal 1° febbraio 2005 e fino al 31 dicembre 2007 (un estratto del quale è stato da ultimo pubblicato sul quotidiano "Il Sole 24 Ore" lo scorso 9 marzo 2007, il **"Patto Parasociale"**) relativo a Gestmaventotto S.p.A. (**"Schema 28"** o la **"Società"**) e ad Atlantia S.p.A. (**"Atlantia"**), le cui azioni sono quotate sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A., della quale Schema 28 detiene attualmente n. 286.427.490 azioni ordinarie, pari al 50,1 % del capitale sociale (le **"Azioni Atlantia"**).

1. AZIONI E STRUMENTI FINANZIARI OGGETTO DEL PATTO PARASOCIALE E DEL PRIMO EMENDAMENTO
Il Patto Parasociale ha ad oggetto tutte le 856.800.000 azioni, del valore nominale unitario di Euro 0,52, rappresentative dell'intero capitale sociale, pari ad Euro 445.536.000, di Schema 28, fermo restando l'obbligo di apportare al Patto Parasociale tutte le azioni Schema 28 di nuova emissione, nonché tutte le azioni di qualunque categoria, gli strumenti finanziari e tutti gli strumenti finanziari partecipativi che dovessero essere emessi da Schema 28 ed i relativi diritti di voto (gli **"Strumenti Finanziari"**).

A ciascuno dei soci di Schema 28 (i **"Partecipanti"**), inoltre, è riferibile un quantitativo di Azioni Atlantia proporzionale alla rispettiva percentuale di partecipazione nel capitale di Schema 28 (le Azioni Atlantia riferibili a ciascun Partecipante, le **"Azioni Atlantia Riferibili"**).

2. SOGGETTI ADERENTI AL PATTO PARASOCIALE E AL PRIMO EMENDAMENTO
Parti del Patto Parasociale e del Primo Emendamento sono tutti i Partecipanti e Sintonia S.p.A. e Abertis Infrastrutture S.p.A. che hanno sottoscritto il Primo Emendamento, in qualità di controllanti, rispettivamente, di Sintonia e di Acesa Italia S.r.l., al solo fine di garantire l'adempimento delle obbligazioni poste a carico di queste ultime.
La tabella riportata nel seguito indica per ciascuno dei Partecipanti la rispettiva percentuale di partecipazione al capitale di Schema 28 (la **"Percentuale di Partecipazione"**):

Partecipante	Numero di Azioni	Percentuale di Partecipazione
Sintonia S.A.	514.080.000	60,00
Fondazione Cassa di Risparmio di Torino	114.239.998	13,33
Acesa Italia S.r.l.	114.239.998	13,33
Assicurazioni Generali S.p.A.	57.120.002	6,67
UniCredit Banca d'Impresa S.p.A.	57.120.002	6,67
Totale	856.800.000	100,00

3. CONTROLLO DELLA SOCIETÀ QUOTATA
Per effetto delle modifiche apportate al Patto Parasociale ed allo statuto di Schema 28 con il Primo Emendamento, Ragione Società in accomandita per Azioni di Gilberto Benetton e C., in quanto controllante Sintonia S.p.A. e, indirettamente, Sintonia, ha il potere di esercitare il controllo sulla Società e, indirettamente, su Atlantia. Per contro, prima della sottoscrizione del Primo Emendamento, in virtù delle disposizioni del Patto Parasociale e dello statuto della Società, nessuno dei Partecipanti aveva il potere di esercitare, singolarmente considerato, il controllo sulla Società e, indirettamente, su Atlantia.

4. CONTENUTO DEL PRIMO EMENDAMENTO

Si sintetizza nel seguito il contenuto delle più rilevanti pattezzazioni del Primo Emendamento.

- a) Nuovi quorum deliberativi del Consiglio di Amministrazione della Società:** Il Primo Emendamento modifica il Patto Parasociale prevedendo che il consiglio di amministrazione della Società deliberi in ogni occasione con il voto favorevole della maggioranza dei consiglieri presenti e votanti, non computandosi ai fini del quorum deliberativo i consiglieri che si astengono dal voto per conflitto di interessi. Il Primo Emendamento, al riguardo, prevede altresì che l'assemblea straordinaria di Schema 28 deliberi, contestualmente alla data di sottoscrizione del Primo Emendamento, di modificare l'articolo 16 dello statuto vigente di Schema 28 al fine di uniformare il testo vigente alla nuova disciplina parasociale. L'art. 16 dello statuto sociale prevede altresì che il consiglio di amministrazione sia validamente costituito con la partecipazione della maggioranza degli amministratori in carica. Si fa presente che nove dei 15 membri dell'attuale consiglio costituiscono espressione di Sintonia, mentre i restanti sei sono stati nominati su indicazione, rispettivamente, di Assicurazioni Generali S.p.A., di UniCredit Banca d'Impresa S.p.A., di Fondazione Cassa di Risparmio di Torino e di Acesa Italia S.r.l.; queste ultime hanno designato due membri ciascuna.
- b) Nuovi quorum deliberativi dell'assemblea della Società:** Il Primo Emendamento prevede che l'assemblea straordinaria di Schema 28 deliberi, contestualmente alla data di sottoscrizione del Primo Emendamento, di modificare gli articoli 12 e 13 dello statuto vigente di Schema 28 al fine di prevedere (i) nell'art. 12, che tutte le deliberazioni dell'assemblea ordinaria, ivi comprese le deliberazioni aventi ad oggetto la determinazione del numero degli amministratori (fatto salvo che gli amministratori vengano eletti con la procedura del voto di lista, restando in questo caso ferme le disposizioni vigenti, che prevedono un quorum dell'85% del capitale sociale, tanto in prima che in seconda convocazione, ai soli fini della determinazione del numero (compreso fra 6 e 15) dei componenti il consiglio di amministrazione), siano assunte con i quorum deliberativi previsti dalla legge; e (ii) nell'art. 13, che tutte le deliberazioni dell'assemblea straordinaria, tanto in prima che in seconda convocazione, sulle materie di sua competenza, siano assunte con la maggioranza di legge, fatta eccezione per le deliberazioni di modifica dello statuto, che dovranno essere assunte, sia in prima, sia in seconda convocazione, con il voto favorevole di più dell'ottantotto per cento (88%) del capitale sociale.
- Le modifiche allo statuto di Schema 28 di cui ai precedenti punti a) e b) sono state deliberate dall'assemblea straordinaria della Società in data 8 giugno 2007.
- c) Astensione di Sintonia:** Il Primo Emendamento dispone la soppressione di tutte le disposizioni del Patto Parasociale che prevedono l'astensione di Sintonia dalle deliberazioni assembleari e consiliari, e, più in generale, dalle attività comunque connesse alla way-out, di cui agli articoli V e VI del Patto Parasociale, ovvero presuppongono o sono comunque connesse alla citata astensione di Sintonia.
- d) Acquisito di altre Azioni Atlantia:** Prima della stipula del Primo Emendamento era consentito ai Partecipanti diversi da Sintonia acquistare e/o sottoscrivere azioni ordinarie di Atlantia, obbligazioni convertibili e/o con warrant, diritti di opzione e/o diritti di sottoscrizione, ovvero opzioni di acquisto, o contratti derivati o a termine, diversi da quelli che abbiano una chiusura esclusivamente cash settlement, relativi ad azioni ordinarie di Atlantia in proporzione alla rispettiva Percentuale di Partecipazione (computata senza tenere conto della Percentuale di Partecipazione di Sintonia) a condizione, tra l'altro, che tali acquisti non eccedessero, anche avuto riguardo all'art. 109 del Testo Unico, in aggregato, il 4% del capitale di Atlantia avente diritto di voto ai sensi dell'art. 105 del Testo Unico (fintantoché la Società detenga più del 50,01% del capitale di Atlantia votante ai sensi della stessa norma). Il Primo Emendamento attribuisce anche a Sintonia la facoltà di acquistare e/o sottoscrivere azioni Atlantia e diritti ad esse relativi in misura proporzionale alla propria Percentuale di Partecipazione e, al fine di mantenere immutato il numero di azioni Atlantia e diritti ad esse relativi acquistabili da ciascuno dei Partecipanti, eleva la citata percentuale del 4% del capitale di Atlantia avente diritto di voto ai sensi dell'art. 105 del Testo Unico al 10%. Inoltre, il Primo Emendamento chiarisce che i Partecipanti, hanno non solo il diritto di acquistare e/o sottoscrivere azioni Atlantia e diritti ad esse relativi nei limiti sopra ricordati, ma anche il diritto di detenerli.
- e) Uscita di Sintonia:** con il Primo Emendamento sono state soppresse le disposizioni del Patto Parasociale che escludevano la facoltà di Sintonia di uscire da Schema 28 (e dal Patto Parasociale) mediante scissione parziale non proporzionale.
- f) Diritto di Accrescimento:** mediante il Primo Emendamento sono state cancellate le disposizioni del Patto Parasociale che non consentivano a Sintonia di acquistare azioni di Schema 28 per le quali non sia esercitato il diritto di prelazione nell'ambito della procedura di way-out di cui al paragrafo 6.02 (a) del Patto Parasociale.
- 5. ALTRE MODIFICHE E DURATA DEL PATTO PARASOCIALE**
Fatta eccezione per le modifiche pattezzate nel Primo Emendamento, tutte le altre disposizioni del Patto Parasociale rimarranno valide e vincolanti fino al 31 dicembre 2007.
- 6. DEPOSITO DEL PATTO PARASOCIALE**
Il Primo Emendamento sarà depositato entro il 23 giugno 2007 presso il Registro delle Imprese di Roma e di Torino.