

SCALATE / L'USO DEGLI SHARE SWAP PER ACQUISIRE PARTECIPAZIONI

Enel, ingresso soft in Endesa

Insieme alle alleate Ubs e Mediobanca la società elettrica sfiora la soglia dell'Opa (24,9%)

Che le manovre di Enel su Endesa siano ancora in corso lo si deduce dalle notizie che ogni giorno appaiono sui quotidiani e dagli avari commenti che si raccolgono dalle controparti coinvolte.

Obiettivo di tutta l'operazione frenare l'Opa della tedesca E.On su Endesa da 41 miliardi di euro che scade il 29 marzo (sotto 0,25 centesimi rispetto ai 39 offerti da Enel), visto che un altro 21% della società spagnola è già nelle mani del gruppo edile Acciona e un altro 10% della Caja Madrid, entrambe aperte a possibili trattative con Enel. I tedeschi ora nell'impossibilità di raggiungere la maggioranza assoluta (51%) potrebbero accettare i titoli restando azionista di maggioranza relativa, ritirarsi e lasciar cadere l'Opa o fare un accordo con gli azionisti di minoranza attraverso uno spezzatino degli asset di Endesa.

Un crescendo. Il primo passo di Enel sulla società spagnola porta la data del 27 febbraio con un acquisto diretto fino al 9,99% del capitale di Endesa, pari a 105.800.000 titoli al prezzo di 39 euro per azione (pari a 4.162,2 milioni di euro), fatto da Ubs con una transazione fuori mercato finanziata con il cash flow e le linee di credito esistenti del gruppo italiano e perfezionata in capo alla controllata Enel Energy Europe Srl (EEE). In attesa di ricevere l'ok della Comisión Nacional de la Energía (CNE) a salire fino al 24,99% in Endesa, il gruppo italiano guidato da Fulvio Conti, ha concluso un primo contratto di share swap con Ubs Limited il cui sottostante era pari a 74.112.648 azioni di Endesa (pari al 7% del capitale). «È un tipo di contratto derivato» spiegano fonti finanziarie vicine ad Enel «che si stipula normalmente tra banca e società: quest'ultima ha l'esposizione ai titoli detenuti dalla banca, comprate sul mercato come sottostante dell'operazione, a un prezzo iniziale di 39 euro: al termine del contratto se il prezzo del titolo Endesa è più alto la banca pagherà la differenza positiva ad Enel e viceversa se risulterà più basso: la modalità di liquidazione è per differenza (cash settlement)». Enel ha poi la possibilità di chiudere il contratto invece che per contanti attraverso la consegna dei titoli Endesa «a patto di ricevere l'ok da parte delle autorità dell'energia ad ac-

quistare fino al 24,99% (oltre il quale scatta l'obbligo di Opa) del capitale sociale e ad esercitare i diritti sociali sull'intera partecipazione posseduta (cioè ottenere il diritto di voto)» conclude la fonte ben informata. Dopo la prima operazione di share swap con Ubs ne sono seguite altre due alle medesime condizioni, l'1 e il 2 marzo, con Mediobanca: la prima per 48.488.949 azioni (pari a una quota del 4,58%), la seconda per 4.500.000 titoli Endesa, pari allo 0,43 per cento.

In esecuzione a tutti e tre i contratti derivati EEE ha contratto coperture finanziarie per il medesimo numero di azioni, a un prezzo medio di 39 euro. Ora Enel ha la possibilità di raggiungere il 24,9%. A sua volta Mediobanca il 6 marzo ha acquistato il 5,005% del capitale di Endesa, secondo quanto risulta dalla Comisión Nacional del Mercado de Valores, la Consob spagnola.

I Precedenti. Andando a cercare nel rapporto sugli M&A trimestrale di McKinsey si scopre che queste operazioni sono ancora molto rare e poco rappresentative di quello che succede nel mercato. «Questo tipo di operazione serve a ridurre l'onere in capo a Enel di acquistare subito le azioni ed evitare che scatti l'obbligo di Opa, salvo non si pongano poi le condizioni favorevoli» spiega Massimo Buongiorno, docente di Finanza Straordinaria della Bocconi. «Ricordano un po' le vecchie operazioni di riporto dei titoli che non cambiavano realmente l'assetto azionario, ma attraverso il prestito di titoli in portafoglio dell'intermediario a disposizione della controparte lasciavano la strada aperta all'acquisizione diretta». Infatti nel contratto di riporto dove chi acquistava i titoli (ad esempio Enel) su finanziamento dell'intermediario trasferiva la proprietà dei titoli a quest'ultimo, all'epoca solitamente commissionarie di Borsa, che li trasformava in denaro e si impegnava successivamente a ridare i titoli a fine mese all'acquirente contro il pagamento di un prezzo.

I contratti derivati, invece, non muovono denaro e non c'è trasferimento di proprietà: Enel non è proprietaria neanche per un minuto dei titoli sottostanti lo swap, salvo nel caso in cui sia autorizzata a esercitare l'opzione di delivery, cioè di consegna.

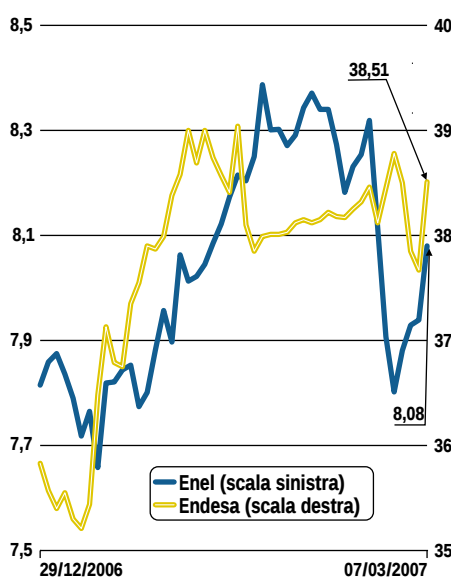
Marilena Pirrelli

IL NUMERO

40,7 miliardi €

È il valore di mercato di Endesa, che per Statuto ha un tetto al voto del 10%. Il governo può bloccare gli stranieri al 3%

Sale la febbre da Opa



Fulvio Conti, amministratore delegato del gruppo elettrico italiano

CONTRATTI INNOVATIVI / PARLA L'ESPERTO PAOLO GUALTIERI

Come si scala grazie ai derivati

L'uso dell'equity swap ricorda l'operazione Ifil-Exor sui titoli Fiat



Paolo Gualtieri, docente di Economia degli intermediari finanziari all'Università Cattolica di Milano

Vi ricordate le operazioni di riporto? Quando il regolamento era a fine mese? Beh gli equity swap (su più titoli) o anche share swap (su un singolo titolo) funzionano un po' come allora dando però all'acquirente maggiori opzioni. «Ma sono contratti fatti su misura che non si negoziano ogni giorno» spiega in questa intervista Paolo Gualtieri, professore di Economia degli intermediari finanziari all'Università Cattolica di Milano. «La volontà di Enel di salire nel capitale di Endesa si scontra con la soglia del 10% il cui superamento necessita dell'autorizzazione della Comisión Nacional de la Energía (Cne)». Il gruppo elettrico italiano ha prima acquistato direttamente il 9,99% e poi attraverso uno share swap con Ubs un altro 9,99% e un altro 5,01% attraverso due share swap fatti con Mediobanca, che a sua volta ha comprato direttamente un 5,005% di Endesa. In pratica si arriva tra acquisti diretti e indiretti al 24,99% del gruppo spagnolo, soglia oltre la quale scatta l'obbligo di Opa.

Perché si usano questi derivati?

Perché escludono il problema dell'autorizzazione. Nella pratica Mediobanca e Ubs attraverso lo share swap si sono impegnate a trasferire tutti i flussi di cassa positivi e negativi (dividendi e variazione di prezzo dei titoli Endesa) ad Enel. Insomma il gruppo elettrico si assume il rischio di mercato e beneficia delle opportunità di guadagno relative al titolo Endesa che, per effetto dello swap, passano a suo carico, mentre gli intermediari hanno un ruolo di finanziamento e intermediazione.

E che cosa ci guadagnano le banche?

Di solito si paga a conclusione del contratto, che in casi del genere può durare tre o sei mesi, un tasso d'interesse fisso sul nominale dello swap. In pratica Mediobanca e Ubs finanziano la posizione sui titoli Endesa ricevendo in cambio un tasso legato

alla durata del contratto. Si può ragionevolmente ipotizzare un tasso fisso intorno al 4,5% se si prende l'Irs a tre mesi (3,80%) o a sei mesi (3,90%) più uno 0,5% più una commissione. Il contratto poi si regola per differenza con un'opzione di delivery, cioè di consegna dei titoli Endesa ad Enel, esercitabile da quest'ultima subordinatamente al ricevimento delle autorizzazioni da parte dell'autorità dell'energia.

Insomma questo contratto consente ad Enel di assumersi tutti rischi/opportunità dell'operazione e le banche alleate finanziano la posizione prendendo una commissione. Quali saranno le prossime mosse?

Per ora i tre alleati resteranno sotto il 25% altrimenti potrebbe scattare l'ipotesi di concerto e la conseguente Opa.

È un contratto simile a quello Exor-Ifil?

Sì è molto simile. Quel contratto di equity swap aveva l'effetto di evitare che al momento della conversione del prestito convertendo delle banche si diluisse la partecipazione azionaria di Ifil in Fiat al di sotto del 30%. L'equity swap con regolamento cash settlement infatti dava la possibilità a Ifil-Exor di ricevere a scadenza le azioni Fiat da Merrill Lynch.

Ma.Pi.



SCENE DA UNA FUSIONE

di Marco Io Conte

E sul territorio Milano passò in minoranza

Per definire gli organigrammi, il bilancio può essere molto utile. Magari per ripartire, evitando gelosie, gli incarichi tra Milano e Torino, Intesa e Sanpaolo. È quanto emerge sempre più chiaramente settimana dopo settimana, lasciando decantare la lettura della lista dei nuovi responsabili di area. Il vertice del nuovo aggregato bancario era reduce dai mugugni in dialetto piemontese, per quella che veniva letta come una

prevalenza di dirigenti della prima linea, di origine Banca Intesa: specchio, si diceva, dell'acquisizione di Sanpaolo da parte di Milano, più che di vera fusione.

Anche per questo, la prevalenza milanese si è attenuata, ma non annullata, per la scelta per i cinque responsabili della rete. Per l'ufficio analisi e progetti, per l'ufficio Lombardia e Veneto e per quella Milano e Lombardia sud sono stati nominati uomini Intesa

(rispettivamente Mauro Oldrini, Carlo Marchetti e Gianfranco Rossi), mentre l'ufficio Centro e isole è andato a Fabrizio Quasso, di origine Sanpaolo come Massimo Querci, ufficio Nord ovest. E sulle seconde linee, si registra una leggera prevalenza "sanpaolina". partendo dal modello territoriale di matrice torinese, si è deciso di affidare «lo sviluppo delle relazioni e dei processi produttivi — dice un ordine di servizio di qualche

settimana fa — inerenti i segmenti retail e imprese al marchio/Banca predominante in ciascun ambito territoriale».

Scelte, come si suol dire, «dal basso», per le 26 aree territoriali. Anche se qualche insoddisfazione è venuta fuori ugualmente: soprattutto da parte di ex capiarea di Intesa, divenuti responsabili di sotto-aree all'interno del nuovo modello organizzativo di Intesa Sanpaolo a 26 aree, che ha preso il posto quello da 36 sezioni

territoriali dell'ormai "vecchio" modello milanese. È il caso della Sicilia, dove Salvatore Imbordino, di provenienza Sanpaolo, avrà sotto di sé i due ex responsabili di area di provenienza Intesa. Idem all'altro estremo dello stivale: dove l'area del Lariano è passata sotto la responsabilità di Pier Aldo Baucherio (Sanpaolo), anche se Como, Lecco e Varese sono in mano a Intesa. Risultato: dei 26 responsabili d'area, 14 sono ex Sanpaolo, 12 ex Intesa.