

SOTTO PROCESSO/1 Nel 2005 le offerte pubbliche hanno garantito in media solo un premio del 5% sui prezzi delle azioni nei tre mesi precedenti. Titoli che, nel trimestre post-operazione, si sono rivalutati invece del 10%. Una lezione per chi deve decidere che cosa fare con Rcs-Dada, Unipol-Bnl e...

OPA O BIDONE?

di Roberta Castellarin
e Carla Ferron

Meglio il 5% subito o il 10% poco dopo? È il dilemma dell'azionista di minoranza di fronte all'offerta pubblica. In media, infatti, le offerte pubbliche d'acquisto lanciate nel 2005 a piazza Affari hanno riconosciuto agli aderenti un premio del 4,8% rispetto al prezzo medio di borsa fatto registrare nel trimestre precedente dai titoli sotto scacco. Chi invece non ha accettato le proposte dei grandi offerenti, nel trimestre successivo alla chiusura dell'offerta ha guadagnato più del doppio: gli stessi titoli si sono rivalutati in media del 10,2% rispetto all'offerta. Aderire, quindi, conviene poco e mantenere, quasi sempre, è meglio che aderire. A riprova, poi, dell'andamento anomalo dei titoli prima ancora che l'offerta sia pubblica, ecco un dato: in ben 15 casi sui 22 andati a buon fine, nel trimestre precedente il lancio delle singole operazioni il prezzo di borsa ha raggiunto vette maggiori rispetto a quello poi fissato per l'offerta. E nello stesso periodo, grazie alla volatilità, non sono mancate occasioni per gli azionisti dal timing particolarmente felice di entrare a minimi stracciati. Per non parlare di quanto avviene nei tre mesi che seguono la chiusura dell'offerta: se si escludono le operazioni di Telecom Italia sulle ordinarie Tim e quella di Transalpina di energia su Edison, mantenere il titolo si è rivelato un vero affare. Il caso più clamoroso è quello di Perlier, su cui è stata condotta un'operazione di fatto fuori mercato, visto che gli azionisti cui faceva capo il 77% del capitale si sono impegnati a partecipare a un'offerta al prezzo di 0,29 euro, contro la media del trimestre precedente di 0,42: rispetto a quei miseri 0,29 euro le quotazioni post-ops risultano superiori del 58,6%. Commenta Carlo Gentili, gestore dell'indipendente Nextam partners: «In realtà bisogna distinguere tra l'apprezzamento successivo del titolo post-ops e i movimenti nei mesi precedenti l'operazione. Il fatto che dopo il prezzo salga rientra nella logica delle cose. Chi lancia un'offerta pubblica ha un progetto: se riesce a realizzarlo e l'azione si valorizza, questo rientra nelle regole del gioco. Diverso invece il fatto che ci sia spazio per la speculazione nei tre mesi prima del lancio dell'offerta. Un

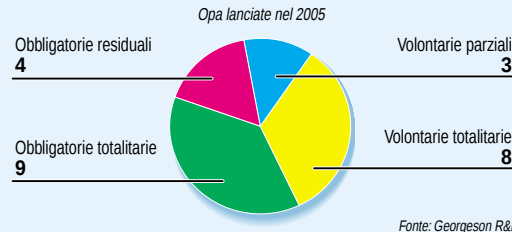
mercato che fa guadagnare gli insider e non gli investitori è un mercato malato e andrebbe curato. Negli Stati Uniti questo non accade».

Mario Spreafico, responsabile degli investimenti del private banking di Citigroup, distingue tra grandi e piccole capitalizzazioni: «Al di là di possibili insider, talvolta non è difficile prevedere operazioni speciali sulle small cap. Se una quotata ha una cassa alta che da sola copre gran parte

Gottardo Italia. Che aggiunge: «Sono ormai numerosi i tentativi dei soci di maggioranza di accaparrarsi valore a danno del risparmiatore. Basti pensare, in tempi recenti, all'opa di Allianz sulle Ras risparmio». Il cui prezzo di borsa, a dispetto delle attese, nelle settimane successive l'offerta pubblica d'acquisto si è mantenuto spesso sopra il prezzo d'offerta di 55 euro.

Alla luce di queste lezioni, come affrontare le prossime opa? Tra

PIÙ OBBLIGATORIE CHE VOLONTARIE



NEL 2005 IN 12 CASI SU 14 È CONVENUTO MANTENERE

Società offerente	Società oggetto dell'Opa	Periodo dell'offerta	Delisting	Tipo di Opa	Prezzo Opa euro	Prezzo medio euro trimestre precedente lancio dell'Opa	Differenz. tra prezzo dell'Opa e prezzo medio ultimo trim.	Prezzo max euro trimestre precedente lancio dell'Opa	Prezzo min. trimestre precedente lancio dell'Opa
Zi.fi	Industrie Zignago	28/10 - 18/11/2005	✓	obblig. residuale	18,600	18,589	0,06%	19,000	18,410
Hera	Meta	31/10 - 22/11/2005		volontaria tot.	2,825	2,880	-1,91%	3,000	2,750
Allianz	Ras	20/10 - 23/11/2005		volontaria tot.	19,000	17,660	7,59%	18,970	16,220
Allianz	Ras Risparmio	20/10 - 23/11/2005		volontaria tot.	55,000	37,895	45,14%	58,290	20,970
Transalpina di energia	Edison	06/10 - 26/10/2005		obblig. totalitaria	1,860	1,846	0,76%	1,860	1,830
Nch	Tas	05/10 - 28/10/2005		obblig. totalitaria	22,815	22,310	2,26%	26,430	18,610
Cemlux	Perlier	13/09 - 17/10/2005		volontaria**	0,290	0,420	-30,95%	0,640	0,350
Pizzarotti	Garboli-Conicos	16/08 - 05/09/2005		obblig. totalitaria	2,309	2,320	-0,47%	2,695	1,850
Zi.Fi	Industrie Zignago	08/08 - 12/09/2005		obblig. totalitaria	18,600	18,800	-1,06%	20,240	18,400
Bbva	Bril	22/06 - 22/07/2005	✓	volontaria	2,798	-	-	-	-
Bellini Inv.	Coin	20/06 - 08/07/2005	✓	obblig. totalitaria	2,420	2,410	0,41%	2,570	2,380
Telecom Italia media	Telecom Italia media ord.	06/06 - 24/06/2005		volontaria parz.	0,400	0,391	2,23%	0,440	0,370
Telecom Italia media	Telecom Italia media risp.	06/06 - 24/06/2005		volontaria parziale	0,330	0,326	1,34%	0,400	0,310
Roland Europe	Roland Europe	24/05 - 24/06/2005	✓	obblig. residuale	1,656	1,594	3,89%	1,650	1,540
Abn Amro	Banca Antonveneta	19/05 - 22/07/2005	✓	volontaria	26,500	-	-	-	-
Nuova SAP	Acque Potabili	16/05 - 17/06/2005		obblig. totalitaria	17,880	18,000	-0,67%	18,290	17,750
Vento	Grandi Navi Veloci	16/05 - 06/06/2005	✓	obblig. residuale	3,022	2,825	6,98%	3,010	2,630
Finpaco	Ipi	10/03 - 01/04/2005		obblig. totalitaria	5,600	5,570	0,54%	5,610	5,520
Dina Italia	Ericsson	09/03 - 07/04/2005	✓	obblig. residuale	39,280	30,250	29,85%	32,370	28,120
Nicri	Procomac	14/02 - 11/03/2005	✓	volontaria tot.	3,500	3,440	1,74%	3,490	3,280
Sistemi Tecnol.	Sirti	03/02 - 23/02/2005		obblig. totalitaria	1,807	1,880	-3,88%	2,020	1,830
Adv partecipazioni*	Marcollin	24/01 - 11/02/2005		obblig. totalitaria	1,400	1,200	16,67%	1,400	0,850
Telecom Italia	Tim ord.	03/01 - 21/01/2005		volontaria parz.	5,600	4,923	13,752%	5,500	4,443
Telecom Italia	Tim ris.	03/01 - 21/01/2005		volontaria tot.	5,600	4,989	12,247%	5,737	4,390

*azionisti paciscenti **sul totale del capitale azionario, come previsto dal Tuf ***il prezzo del titolo è sceso sotto il prezzo di offerta nei giorni immediatamente successivi alla conclusione dell'offerta residuale

del valore del prezzo, è facile ipotizzare che diventi una preda». Ben diverso il caso delle blue chip. «Le grandi società», aggiunge Spreafico, «sono valutate più cor-

rettamente. Prendiamo il caso Ras: l'opa era un'ipotesi al vaglio del mercato da anni, per cui era già in parte incorporata nel prezzo di borsa». Resta il

fatto che gli azionisti di minoranza spesso finiscono col guadagnare davvero poco.

«Le opa finiscono per essere interessanti solo per chi le lancia, a differenza del passato, quando erano un'opportunità di disinvestimento per il socio minore», conferma Filippo Casagrande, direttore finanziario di Banca del

queste potrebbero esserci le grandi offerte di Abn Amro su Antonveneta e di Unipol su Bnl, l'operazione di Rcs su Dada, oltre a quelle su Jolly hotels e Sadi. «Innanzitutto, bisogna distinguere», dice Casagrande, «le operazioni strategiche dalle altre. Tra le prime, per esempio, metterei l'opa di Rcs su Dada, che ricalca quella di Finmeccanica su Datamat. Il tentativo di Rcs di dotarsi di un canale internet strumentale allo sviluppo del business giustifica l'operazione, condotta a un prezzo ragionevole».

Un caso a parte sono le tanto chiacchierate opa bancarie. A partire da quella di Abn su Antonveneta. «Una premessa: stimo e apprezzo Gronchi e l'attività di advisor di Mediobanca. Sono entrambi giunti dopo i presunti illeciti, pertanto sono esclusi per definizione da qualsiasi critica. Ma trovo inconcepibile», dice Gentili,

QUALI I SETTORI INTERESSATI AL RISPARMIO

Settore di appartenenza delle società oggetto dell'Opa



«che Bpi possa consegnare le sue azioni all'opa, se sono vere le ipotesi fatte dai magistrati. Chi fa insider trading va punito, altrimenti passa la linea che sul mercato tutto è permesso. Se le azioni detenute dalla Bpi venissero sgelate mi aspetto una marea di cause per danni da parte degli azionisti che hanno venduto i loro titoli a 19 euro ai concertisti e che ora vedono rivendere le stesse

azioni a 26,5: la differenza, migliorata dei danni, appartiene al mercato, non alla Bpi. E poi Bpi è chiaramente un venditore in difficoltà, senza alternative: si restituiscano le azioni ai legittimi proprietari e vediamo qual è oggi il vero prezzo di Antonveneta». Senza contare, aggiunge Gentili, che «gli investitori attendono ancora chiarezza sul patrimonio della Bpi investito in hedge fund: si è

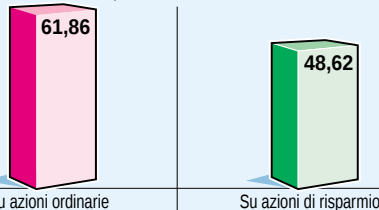
UN'ARMA? FAR FALLIRE I CATTIVI DELISTING

Lo studio di Gsc Proxitalia

La ricerca esposta in queste pagine è stata realizzata da Gsc Proxitalia e curata da Marco Donati e Gian Carlo Sascaro, con la supervisione dell'a.d. Stefano Marini. Lo studio prende in considerazione 24 opa lanciate e concluse in Italia dal 1 gennaio al 30 novembre 2005, sia sulle azioni ordinarie, sia su quelle di risparmio, così come quelle obbligatorie (la maggioranza, pari a 54%) e quelle volontarie. Delle offerte concluse, cinque sono state finalizzate al delisting della società. Proxitalia, che dal prossimo anno cambierà nome in Proxygroup, è specializzata in servizi di shareholder communications e proxy voting rivolti alle società quotate italiane. Nel 2005 ha gestito opa per poco più del 70% del controvalore di periodo, pari circa 20 miliardi di euro.

L'AZIONISTA DI RISPARMIO NON RISPONDE

Percentuale di adesioni rispetto al totale delle azioni richieste dall'offerente



Fonte: Georgeson R&D

SOTTO PROCESSO/2

Dal 2006 parte la direttiva sul meccanismo del valore. Parla Gualtieri: oggi conviene farsi condannare alla offerta, meglio cancellare l'obbligatoria e imporre trasparenza

Ok, il prezzo è Ue

di Fabrizio Massaro

L'opa come l'abbiamo conosciuta finora dal prossimo anno sarà un ricordo. Entro maggio 2006 dovrà essere recepita nella legislazione italiana la direttiva Ue sulle offerte pubbliche, che rivoluzionerà uno degli aspetti più fondanti dell'opa obbligatoria: il meccanismo di determinazione del prezzo. Non sarà più la media fra quanto pagato dal nuovo azionista e il valore di borsa dei dodici mesi precedenti, ma il prezzo più alto riconosciuto agli ex

azionisti di controllo. Si tratta di una modifica radicale e vincolante (a differenza delle norme anti-scalata e della clausola di reciprocità in caso di offerte da società di altri paesi Ue) per il sistema italiano, che anche alla luce delle scalate bancarie di Bpi su Antonveneta e di Unipol su Bnl, ha dato prova di non funzionare al meglio. Lo aveva sottolineato già il presidente della Consob, nell'ultima relazione annuale: secondo Lamberto Cardia, il meccanismo di determinazione del prezzo dà «risultati non sempre coerenti, con possibili effetti distortivi sulla competizione per il controllo». In pratica, gli scalatori preferiscono conquistare prima la maggioranza della società bersaglio e solo dopo dichiararla, facendosi obbligare all'opa. Che però spesso va a vuoto, perché il prezzo è più basso di quello di borsa, gonfiato dalla speculazione che ha annusato l'affare.

«Il dato che emerge dalla ricerca è coerente con altri studi fatti in passato», commenta Paolo Gualtieri, ordinario di economia degli intermediari finanziari alla Cattolica. «Si era già provato che il prezzo, nei tre mesi precedenti al lancio di un'opa, tende ad allinearsi a quello d'offerta. Ma questo non può essere letto necessariamente come l'intervento di insider. Quando c'è un'operazione di finanza straordinaria, i titoli della società-target si muovono sui rumori, e operatori specializzati, come gli hedge fund, assumono posizioni lunghe o corte secondo la stima delle probabilità

che l'opa si verifichi. Detto questo, non si può escludere che in casi specifici ci siano stati insider o manipolazioni. Chi deve distinguere fra speculazioni legittime e illegittime, ha un compito non sempre agevole, ma oggi ci sono strumenti di analisi econometriche che consentono di individuare meglio movimenti anomali di prezzo». Ma l'opa obbligatoria così com'è ha davvero fatto il suo tempo? «Andrebbero esaminati tutti i casi per un giudizio preciso», continua Gualtieri, «ma come dimostrano le vicende recenti, stante l'attuale normativa può essere una strategia di conquista opportuna comprare prima la maggioranza, anche con concerti, e poi lanciare l'opa, perché consente di giocare di sorpresa. Poi, certo, bisogna vedere se la normativa debba essere modificata». L'opa europea porterà cambiamenti? «Il meccanismo di determi-

nazione del prezzo risponde a due esigenze opposte. Senza opa, si favorisce la contendibilità delle imprese, perché basta comprare il 51%. Se invece si paga un premio completo, si danno pari opportunità ai

soci, ma si rende più difficile il passaggio del controllo, e questo può essere un ostacolo alla efficiente allocazione della proprietà delle imprese, che è un problema del sistema italiano. La legge ha adottato la linea mediana, riconoscendo un premio parziale. Ma forse sarebbe meglio lasciare totalmente libero il mercato, anche se questo è contrario alla direttiva Ue». Cioè eliminando l'opa obbligatoria? «Scalando una società, il prezzo lo muovi. La protezione dei soci di minoranza può essere ottenuta con altri meccanismi, per esempio con l'obbligo della disclosure immediata degli acquisti e dei concerti. Se il mercato viene subito a sapere dell'interesse di un soggetto per la società, di fatto lo costringe all'opa trasparente.

Nelle banche, senza l'opa obbligatoria, sarebbe stato tutto più trasparente, perché gli scalatori avrebbero dovuto chiedere prima l'autorizzazione. E servono naturalmente sanzioni davvero pesanti in caso di violazione del dovere di trasparenza, e non il blando obbligo attuale di vendere entro un anno, se l'opa non viene lanciata». (riproduzione riservata)

PIÙ EQUITÀ AI SOCI, MA LE SOCIETÀ SIANO PIÙ BLINDATE

Prezzo medio euro trim. successivo la chiusura dell'Opa (o fino al 18 nov)	Differ. tra prezzo medio trim. succ. e prezzo dell'Opa	Prezzo euro max trim. successivo la chiusura dell'Opa	Prezzo min trim. successivo la chiusura dell'Opa	% adesione all'Opa	Valore operazione (min euro)	Quota posseduta post offerta
***	-	-	-	76,88%	15,49	99,09%
****	-	-	-	68,96%	78,74	20,00%
****	-	-	-	46,79%	2.653,46	77,33%
****	-	-	-	39,46%	18,08	62,36%
1,727	-7,15%	1,810	,580	93,54%	2.267,00	97,97%
23,230	1,82%	24,100	22,210	23,90%	4,15	67,28%
0,460	58,62%	0,510	0,430	77,16%	10,84	77,16%
2,410	4,37%	2,500	2,330	9,29%	58,00	90,92%
18,606	0,03%	19,000	18,410	91,95%	221,03	96,08%
-	-	-	-	0,00%	-	14,33%
2,590	7,02%	2,670	2,420	17,96%	21,15	69,90%
0,446	11,60%	0,550	0,390	100,00%	145,70	10,00%
0,380	15,15%	0,510	0,330	100,00%	2,02	10,00%
-	-	-	-	75,14%	1,52	98,62%
-	-	-	-	0,00%	-	29,92%
17,880	0,00%	18,300	17,310	92,05%	44,22	97,38%
-	-	-	-	69,86%	13,68	97,00%
6,330	13,04%	7,130	5,600	26,99%	21,58	74,45%
-	-	-	-	68,32%	51,46	97,64%
-	-	-	-	98,47%	19,02	99,60%
1,975	9,30%	2,100	1,830	0,84%	1,03	69,77%
1,900	35,71%	2,890	1,400	37,20%	10,96	70,87%
5,159	-7,875%	5,460	4,564	100,00%	13.756,59	85,13%
5,649	0,875%	5,917	5,120	6,41%	47,39	6,41%

**** I prezzi sono saliti il giorno successivo la conclusione dell'offerta sopra il prezzo dell'Opa

Fonte: Gsc Proxitalia

parlato di 900 milioni di euro, una cifra abnorme. È indispensabile capire di cosa si è trattato prima di poter pensare di far ripartire la banca». Nel frattempo il gestore invoca una reazione degli investitori anche formale: «Non servono nuove leggi, basta applicare quelle esistenti. Gli azionisti danneggiati chiedano conto agli amministratori. L'azione di responsabilità è prevista dalla legge, ma in Italia quasi nessuno vi ricorre: spero che questa sia la volta buona». Un altro modo di punire comportamenti non trasparenti? «Opa o non opa», dice Casagrande, «noi preferiamo oggi non avere posizioni su questi titoli. Unipol per me non è interessante nemmeno a sconto: non c'è visibilità del business. Se si vuole fare una scommessa nel settore non mancano altre opportunità. Per esempio, Alleanza: la fusione in Generali è probabilmente solo

una questione di timing e il business è chiaro». Ma che fare di fronte a eventuali opa finalizzate al delisting? «Per il signor Rossi», risponde Casagrande, «non ci sono molte scappatoie. È ben diversa la posizione degli istituzionali, che hanno il dovere di opporsi a operazioni contro il mercato, condotte dai furbetti di ogni specie». Nel caso di Zignago i fondi ci hanno provato, ma l'adesione all'opa c'è stata. «Gli istituzionali potrebbero avere un ruolo sul mercato, ma non credo che riusciranno ad averlo finché il risparmio gestito sarà nelle mani di soggetti che operano sul fronte del corporate finance, dell'intermediazione e del credito: tutto ciò crea conflitti d'interessi. Bene ha fatto Banca Intesa a liberarsene», conclude Gentili. (riproduzione riservata)

