

Partecipazioni rilevanti / Dopo l'operazione Exor-Fiat

Solo i contratti con opzioni implicite d'acquisto hanno un'informativa obbligatoria

Quell'eterna rincorsa della legge ai derivati

Quella tra regolamentatori e mercati finanziari è la storia di una rincorsa soprattutto quando si parla di nuovi strumenti finanziari. L'operazione di equity swap sulle azioni Fiat condotta da Merrill Lynch per conto della società lussemburghese della famiglia Agnelli Exor, che ha riportato la famiglia, anche dopo la diluizione del convertendo, al timone della casa automobilistica con un pacchetto del 30,4%, ha il merito di aver sollevato la questione della comunicazione sui derivati. La Consob da diversi giorni sta indagando sull'operazione e diversi commentatori si sono interrogati su tempistica e modi dell'operazione. Soprattutto è balzato a tutti evidente che aumentare il peso dell'azionista storico dal 22 al 30% è un'informazione cruciale per i mercati, sicuramente *price sensitive* ed esser passati dalla lussemburghese Exor, il cui cda è costituito da importanti esponenti della catena Ifil-Fiat, non solleva dall'informativa. C'è chi ha ipotizzato l'introduzione di un articolo di regolamento Consob per colmare una falla nella normativa sui derivati, che non prevede l'obbligo di comunicazione alla Consob di partecipazioni rilevanti se regolate per cash e senza consegna fisica dei titoli. Lo stesso presidente di Ifil Gianluigi Gabetti ha ripercorso sulle pagine del nostro giornale la storia dell'operazione ipotizzando, a conclusione, una «riversitazione di tutta la nuova finanza e dei relativi strumenti innovativi».

Di certo la regolamentazione italiana sulle comunicazioni al mercato relative le partecipazioni rilevanti è stringente, le soglie sono secche (art. 120 Tuf): il 2% è più basso rispetto a diversi Paesi europei e agli Stati Uniti, e del 5% sulle partecipazioni potenziali (Regolamento Emittenti Consob art. 117 e seg.). «Il possesso di soglie di quote rilevanti anche attraverso strumenti contrattuali diversi come i derivati» spiega Marco Venturuzzo, assistent professor di diritto commerciale in Bocconi, «potrebbe rientrare nella normativa generale degli art. 114-115 e seguenti del Tuf, che richiedono di informare il mercato su ogni fatto rilevante idoneo a incidere sui prezzi delle azioni. È difficile modificare la regolamentazione sui derivati senza lasciare uno spazio interpretativo in relazione alla rilevanza dell'operazione, in quanto si dovrebbe scrivere una regola che comprenda situazioni molto eterogenee tra loro, che possono andare dalla finalità di finanziamento, nella quale è molto probabile che chi ha acquistato un equity swap eserciterà diritto e acquisto sui titoli, all'uso del derivato per operazioni di copertura spesso di breve durata. Almeno in linea di principio, se le operazioni di questo tipo hanno un rilievo in grado di incidere sui prezzi, l'informazione sui fatti *price sensitive* potrebbe già operare come norma di chiusura» suggerisce Venturuzzo.

«Da un punto di vista tecnico-giuridico» conferma l'avvocato Paolo Gualtieri, ordinario di economia degli intermediari finanziari all'Università Cattolica, «la posizione Fiat-Exor è evidentemente corretta. La normativa secondaria fa esplicitamente riferimento ad alcune categorie di strumenti finanziari come le opzioni call, i warrant e i diritti di conversione e lascia scoperte altre tipologie di contratti come l'equity swap. Questi contratti possono prevedere clausole che rappresentano delle vere e proprie opzioni implicite e in tal caso l'obbligo di comunicazione a mio parere sussiste perché la partecipazione può essere incrementata per semplice volontà ed iniziativa del detentore del diritto. In altri contratti la possibilità di ricevere titoli in luogo di pagamento cash dipende dal verificarsi di circostanze indipendenti dalla volontà dei contraenti e, quindi, ex ante non è certo che la partecipazione verrà in-



Marco Venturuzzo



Paolo Gualtieri

crementata. Nell'equity swap Fiat è stata la variazione positiva del prezzo delle azioni — chiosa Gualtieri — che ha probabilmente determinato le condizioni per ottenere i titoli e quindi incrementare la partecipazione. In altri termini se il contratto consente l'incremento della partecipazione a semplice iniziativa della parte sussiste l'obbligo di comunicazione; al contrario, se l'acquisto dei titoli non è certo per-

ché dipende da condizioni esogene l'obbligo di comunicazione non sussiste sino al verificarsi delle condizioni. Questo è stato il caso Fiat» conclude Gualtieri. Il nostro sistema normativo appare dunque completo, spesso la soluzione risiede più nell'applicazione e interpretazione anche sostanziale che nell'ampliare il quadro regolamentare. Certo nelle vicende recenti non c'è stato un problema

di eccesso informativo.

«Al contrario» commenta Venturuzzo, «anzi in alcuni casi di rastrellamento sarebbe stato utile, oltre all'informativa sulle soglie di partecipazione, anche avere maggiori informazioni sulle finalità ragionevolmente perseguite delle acquisizioni come accade in America, dove se si mente si paga. Negli Stati Uniti la responsabilità civilistica da prospetto o da informazione al mercato non corretta dà agli investitori la possibilità di citare in giudizio le società, gli amministratori e gli operatori e richiedere e ottenere risarcimenti. Noi abbiamo regole di informativa sostanziali, rigorose e moderne, ma manca un sistema di "enforcement" anche privatistico: in pratica se un amministratore dice falsità è difficile che un investitore possa citarlo in giudizio e ottenere i danni» conclude il docente Bocconi.

pagina a cura di
Marilena Pirrelli

I soci di minoranza / Il bilancio dell'operazione

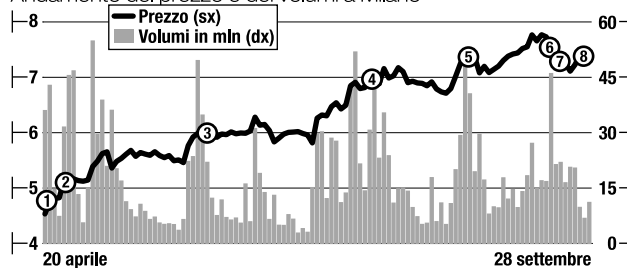
Un valore condiviso con Ifil

Più volte avevano assicurato il mercato: prima della scadenza del prestito convertendo l'azionista di controllo non avrebbe mosso foglia nel capitale Fiat. Ma la scadenza del 20 settembre aveva alimentato rumors su un possibile compratore e il mercato continuava a scommettere sul titolo.

Il 16 settembre dopo la notizia che gli Agnelli, attraverso Ifil, restavano saldi al timone dell'azienda risalendo dal 22% a oltre il 30%, i titoli Fiat e Ifil hanno lasciato sul terreno oltre il 3 per cento. Il mercato ha reagito con malumore probabilmente più per il blitz a sorpresa che per la sostanza dei fatti. Tra operatori e gestori italiani ed esteri è serpeggiato il sospetto che si potesse scaricare sulla società operativa quotata un onere di trasferimento di valore a monte in Exor, la cassaforte lussemburghese della famiglia Agnelli che ha incassato una

La rimonta di Fiat

Andamento del prezzo e dei volumi a Milano



- 1) 20 aprile, 4,6 euro, i top manager Fiat acquistano 1 milione di euro di titoli;
- 2) 26 aprile, 5,14 euro, Merrill Lynch avvia operazione di equity swap;
- 3) 7 giugno, 5,99 euro, Merrill Lynch chiude operazione;
- 4) 26 luglio, 7,085 euro, Fiat comunica di non avere elementi utili per spiegare il boom delle quotazioni;
- 5) 24 agosto, 7,46 euro, Ifil nega di aver intrapreso né studiato iniziative in relazione alla scadenza del convertendo;
- 6) 16 settembre, 7,47 euro, Ifil annuncia di restare primo azionista con il 30,6%;
- 7) 20 settembre, 7,35 euro, conversione del prestito alle banche;
- 8) 27 settembre, 7,38 euro, Gabetti spiega l'operazione di equity swap e si definisce il nuovo azionariato di Fiat dalle comunicazioni Consob

plusvalenza cash di 74 milioni. Ifil (30% famiglia Agnelli) infatti avendo acquistato a 6,5 euro, trattando con circa un 30% di

sconto sul Nav, ha messo in cassa una minor plusvalenza teorica, visto che il titolo Fiat al valore di mercato di 7,5 euro nelle

valutazioni di Ifil diventa 5,5 circa. «Il mercato avrebbe apprezzato — spiegano i gestori — se Exor avesse passato ad Ifil i titoli Fiat al prezzo iniziale di acquisto, cioè 5,6 euro». I gestori poi lamentano un'asimmetria informativa. Nelle modalità dell'operazione non c'è stato allineamento di informativa tra mercato e Merrill Lynch che dal 26 aprile fino al 7 giugno ha portato a termine l'equity swap. Insomma il ragionamento di molti lì per lì è stato: sapendo che con la conversione del prestito si diluiva la quota dell'azionista di controllo, l'operatore ha cominciato a comprare prima questi titoli a prezzi più bassi, ipotizzando che sarebbero andati a rinforzare il controllo. Questo il pensiero del mercato prima che giungessero i chiarimenti del presidente della finanziaria Gianluigi Gabetti. Ora alla Consob il compito di sciogliere ogni definitivo dubbio.

Contenziosi / Le polemiche sulla cessione del pacchetto Antonveneta

Bpi-Abn Amro, gestori all'attacco

Non tutti i gestori stanno zitti. E qualcuno ricorre alle vie legali. Nextam Partners, società di gestione indipendente, sta decidendo di promuovere una diffida o una messa in mora nei confronti della Banca popolare italiana a non vendere la quota in Antonveneta, oggi sotto sequestro. Consob e Bankitalia hanno già dato il via libera alla «soluzione olandese» del pacchetto in mano alla banca lodigiana. La ragione della diffida? «C'è un'inchiesta in corso con diverse ipotesi di reato che deve passare al vaglio dei magistrati — spiega Carlo Gentili, partner della società, — e non è giusto consentire la vendita della partecipazione, magari incassando anche plusvalenze, ma soprattutto facendo così sparire il corpo del reato a fronte di ipotesi di finanziamenti illeciti, insider trading, concerto e false informazioni al mercato». Nextam Partners parla da soggetto danneggiato. «Se si verificasse

che sono stati commessi determinati fatti penali, — prosegue Gentili — questi si trascineranno dietro cause civili. E noi chiederemo alla Popolare italiana in sede civile che cosa hanno fatto gli organi della società perché tutto questo non avvenisse. Intanto Abn Amro, che a sua volta ha ricorso contro queste vicende, è un buon compratore che di certo non si ritirerà». Insomma secondo il gestore, attendere per la cessione qualche settimana consentirebbe di chiarire molte cose. «I nostri fondi forse sono stati danneggiati se scopriamo di aver venduto i titoli Antonveneta a 19 euro sulla scorta di bilanci e valutazioni economiche a qualcuno che, secondo i magistrati, ha comprato a 19 con finanziamenti di favore sapendo di poter rivendere i titoli a 25 euro alla stessa Lodi e oggi ne intasca i proventi. Di solito il corpo del reato non si può vendere: dovrebbe valere anche in questo caso».



di Marco lo Conte

AUTOGOL

Quanto costa la prudenza in previdenza

Non c'è autolesionismo più insidioso di quello che passa inosservato. Perché le polemiche degli ultimi giorni sulla riforma del Tfr ci consentiranno di tenere desta l'attenzione, per esempio, sui costi del rinvio della fase di silenzio/assenso per i dipendenti delle piccole e medie imprese (7,5 milioni su 12,5), e di conseguenza per la credibilità della riforma stessa e per la creazione di un mercato efficiente dei fondi pensione. Basti tra tutti ricordare le stime su cui ragionano i gestori: chi inizia ad accantonare in uno strumento prudente (80% obbligazioni, 20% azioni) a 45 anni, si presume che percepirà una pensione del 36% più bassa rispetto a un altro che a pari condizioni inizia a versare a 35 anni (fonte Progetta).

Ma c'è un'altra insidia sotto gli occhi di tutti: le conseguenze dell'avversione al rischio finanziario nella gestione previdenziale, che pone limiti poco scientifici alla presenza di azioni nei portafogli e nel sottostante delle Fip. È l'effetto della recente bolla speculativa, si dirà con un'alzata di spalle. Si può reagire allo stesso modo conoscendo gli effetti degli eccessi di prudenza? Un trentenne che ha almeno 35 anni di lavoro e previdenza davanti a sé, si stima che potrà incassare da una linea dinamica (80% azioni, 20% obbligazioni) 42.350 euro annui, grazie a 5 mila euro di versamenti annui (entro la soglia di deducibilità fiscale); se invece avrà optato per una linea prudente (80% obbligazioni, 20% azioni) 22.050 euro annui. Meno della metà. Basti pensare alla scarsa adesione dei giovani alle linee più aggressive dei fondi recentemente passati al multicomparsa. E qui è da chiamare in causa il ruolo di chi guida i fondi stessi, la loro preparazione e la loro attività.

A sollevare lo stesso problema anche una voce illustre come quella del commissario europeo al mercato interno Charlie McCreevy, che nel condannare l'inadempienza di 16 stati membri (tra cui l'Italia) nell'attuare la direttiva comunitaria sui fondi pensione, ha colto l'occasione per bacchettare i Paesi previdenzialmente più evoluti, come Olanda e Regno Unito, che vorrebbero porre limiti alle azioni nei fondi pensione, a seguito dei ribassi del dopo-bolla. Ricordando loro che «i fondi pensione sono le istituzioni ideali per investire nei mercati del capitale di rischio a lungo termine, visto il loro ampio orizzonte di investimento, che può arrivare a 20/30 anni, che permette loro di scegliere investimenti azionari molto più rischiosi di quello che un privato possa mai fare».