

OPPORTUNITÀ' DELISTING IN PIAZZA AFFARI

Come beneficiare di una tendenza che, dopo Ducati e Cremonini, potrebbe prendere piede nei prossimi mesi. Perché i prezzi di Borsa sono bassi e i gruppi di controllo, a certe condizioni, trovano conveniente riprendere il controllo totale e togliere le società dal listino

■ di Sergio Pigoli
sergio.pigoli@pigoliconsulenza.it

“Una rondine non fa primavera” recita il proverbio. A due però occorre prestare attenzione, aggiungiamo noi. Non stiamo ovviamente parlando del tempo meteorologico ma di mercati finanziari. Se l’Opa di Banca Intesa SanPaolo su **Banca CR Firenze**, terminata recentemente con successo dopo aver esaurito tutti gli adempimenti di legge, avrebbe potuto essere considerata un retaggio del passato, lanciata nel luglio 2007 appena prima dell’esplosione della crisi innescata dai mutui subprime americani, le due offerte lanciate su **Ducati Motor Holding** e **Cremonini** negli ultimi mesi dai rispettivi gruppi di controllo si basano su considerazioni profondamente diverse sulle quali è opportuno soffermarsi. Nella tabella di pagina 47 vengono illustrate le caratteristiche delle due operazioni. I grafici in questa pagina mostrano l’andamento delle quotazioni.



DUCATI
L'andamento
del titolo Ducati
in Borsa
negli ultimi
cinque anni.



CREMONINI
L'andamento
del titolo
Cremonini
in Borsa
negli ultimi
cinque anni.

CRISI PER 'SIMPATIA'

La profonda crisi che avvolge i mercati finanziari mondiali ha avuto, come ben noto, l’epicentro nel settore finanziario e da lì si è propagata in misura diversa anche ad altri settori. Tuttavia le conseguenze e le implicazioni non sono omogenee per tutto il mondo. In termini di crescita, sembra ormai acclarato che, parola di Ben Bernanke (Fed) in una recente audizione al Senato americano, l’economia americana abbia un’elevata probabilità di entrare in recessione. Quella europea mostra segni di evidente affaticamento ma ancora regge, mentre quella asiatica sembra solo ridurre di un poco i vertiginosi ritmi degli anni passati. Se la globalizzazione finanziaria incorpora istantaneamente tutte le notizie talvolta, come probabilmente in questa situazione, tende ad agire spesso “per simpatia”. L’America va in recessione – allora tutto il mondo va in recessione. Le grandi banche mondiali hanno problemi – allora tutti i titoli quotati hanno problemi.

La realtà dell’economia reale ha cicli e comportamenti diversi. E’ indub-

“ Le quotazioni dei titoli, pur con alcune differenze, hanno ridotto in misura significativa il loro valore. ...Le due Opa appena lanciate possono essere il segnale che in alcuni casi i prezzi sono diventati già abbastanza interessanti, non nell’ottica del dividendo atteso bensì di quella del controllo ”

bio che lo scenario complessivo non sia incoraggiante, ma è anche indubbio che il mondo non si fermerà né domani né dopodomani. La storia insegna che dopo ogni crisi si è verificata, prima o poi, una ripresa. Queste considerazioni aiutano a spiegare il differente approccio registrabile ultimamente fra chi si occupa di finanza pura, assai negativo, e chi si occupa prevalentemente di industria: qui il bicchiere appare più mezzo pieno che mezzo vuoto. Nel frattempo le quotazioni dei titoli, pur con alcune differenziazioni, hanno ridotto in misura significativa il loro valore. Ecco perché è utile ragionare sulle due Opa appena lanciate. Possono essere il segnale che in alcuni casi i prezzi sono diventati già abbastanza interessanti non nell’ottica del dividendo atteso bensì di quella del controllo.

LE CONDIZIONI

Almeno cinque condizioni devono essere rispettate perché si possa innescare una stagione di acquisizioni, parziali o totali, amichevoli o ostili. Senza pretesa di essere totalmente esaustivi, in linea di principio possiamo elencarle.

- 1 ■ PREZZI DI MERCATO BASSI SECONDO VALUTAZIONI FONDAMENTALI
- 2 ■ RELATIVA TENUTA DEGLI UTILI PROSPETTICI AZIENDALI
- 3 ■ FUNDING DISPONIBILE PER LE OPERAZIONI
- 4 ■ SETTORI NON ECCESSIVAMENTE INFLUENZATI DA DECISIONI POLITICHE
- 5 ■ ORIZZONTE TEMPORALE DI GRUPPI D’INVESTITORI SUFFICIENTEMENTE LUNGO

Per come sembra oggi essere la combinazione degli elementi, se non nell’immediato almeno in chiave

prospettica, la gran parte dei prerequisiti sembrano essere presenti. Sul primo punto tutti gli analisti, e non solo, sembrano essere concordi che le valutazioni attuali espresse dai listini non possano essere considerate alte pur in presenza di uno scenario non incoraggiante. Comunque si voglia guardare al futuro, i valori di bilancio espressi sembrano in parte incorporare almeno in parte lo scenario negativo che si prospetta per l’economia mondiale.

Il secondo punto è quello che merita maggiori riflessioni. Non tutte le aziende sono in grado di fronteggiare le sfide future allo stesso modo. La capacità del management è indubbiamente una delle variabili che più influenza la capacità di generare reddito di un’azienda. Tuttavia di fronte a cambiamenti strutturali di settore o fenomeni di globalizzazione imperante talvolta anche manager molto capaci si trovano in difficoltà. Il settore di appartenenza di un’azienda è come la marea. Con l’alta marea tutte le barche galleggiano. Con la bassa marea molti vanno in secca. Occorre valutare bene il settore operativo nel quale ciascuna azienda si trova ad operare. Le eventuali acquisizioni non riguarderanno tutti i settori indistintamente. Solo quelli in cui le dinamiche proprie lo consentiranno saranno in grado di suscitare l’interesse degli investitori.

I SOLDI SI TROVANO

Per il terzo punto, la crisi che la finanza sta attraversando sembrerebbe essere di freno a causa della crisi del credito in atto. A differenza del comportamento dei privati investitori, le operazioni di finanza straordinaria necessitano sempre di finanziamenti. In realtà il credit crunch riscontrabile in questa fase non agisce in maniera omogenea.

Le banche si sono fatte molto più selettive nella concessione del credito, in special modo verso due aree d’intervento: 1) il settore immobiliare; 2) gli operatori finanziari di mercato con rapporti d’indebitamento insostenibili. Il resto dell’economia, pur con spread in crescita, riesce a trovare i finanziamenti per le operazioni se ci sono le condizioni economiche.

Così le Opa già annunciate

DUCATI MOTOR HOLDING	Data di Annuncio	CREMONINI
19-Feb-08		31-Mar-08
Investindustrial e Bs Investimenti	Acquirente	Luigi Cremonini, Cremofin srl, Ci-Erre Lux S.A.
Cassa	Modalità di pagamento	Cassa
1,70	Prezzo per azione	3,00
35,23%	Premi sul mercato al momento dell'annuncio	22,46%
381.330.900 euro	Ammontare totale dell'OPA	131.910.000 euro
70,00% Totalitaria	Percentuale capitale richiesta al mercato	31,00% Totalitaria
Amichevole	Natura dell'acquisizione	Amichevole
B.ca Intesa San Paolo	Banca finanziatrice	Unicredit Banca, Popolare di Lodi, Cariparma

Le caratteristiche delle due offerte pubbliche di acquisto (Opa) lanciate dai rispettivi gruppi di controllo.

Quindi anche questo punto sembra essere rispettato anche se non bisogna aspettarsi l'euforia degli anni passati.

Per il quarto punto occorre avere delle avvertenze. Tutte le aziende, grandi o piccole che siano, devo affrontare la variabile "politica" intesa nel suo contesto più ampio. In questa accezione si deve intendere che il futuro degli utili aziendali debba o meno far conto su situazioni particolari dettate da esigenze di politica economica di questo o quel Paese dove quella specifica azienda opera. Dazi doganali, barriere di vario tipo e genere, necessità di privatizzare da parte degli Stati per destinare le risorse ad altri interventi o per contro incentivi che possono essere concessi, non devono costituire la ratio ultima dell'operatività di una specifica azienda.

L'ultimo punto è quello che determina la chiusura di tutto il ragionamento. Sui mercati finanziari confluiscono tutte le diverse metodologie d'investimento fra investitori che hanno necessariamente approcci diversi.

Il daily trader è al lato estremo dello

spettro verso il breve termine, mentre all'opposto il fondo pensioni, il fondo di private equity, o - perché no - il gruppo di controllo sono nella condizione di valutare la performance su di un arco temporale molto lungo. Allo stato attuale vi è una divergenza palese tra approcci.

RIPRESA DELL'M&A?

Aggiungiamo poi che molte delle vendite realizzate negli ultimi mesi non sono state dettate da considerazioni economiche in senso stretto ma da forzature per il rientro di finanziamenti. Basti pensare, per esempio, alle vendite che Royal Bank of Scotland ha effettuato sulle azioni Telecom detenute da Hopa per rientrare del finanziamento a suo tempo concesso, per comprendere come le condizioni per una ripresa significativa dell'attività di M&A ci siano tutte. Due altri fattori possono essere aggiunti. In primis i dividendi che molte società pagano sono in linea se non maggiori dei costi di finanziamento, il che aiuta.

Come ulteriore fattore vi è la necessi-

tà delle banche d'affari, internazionali o domestiche poco importa, di migliorare i propri conti economici; e si sa, l'attività di finanza straordinaria genera un elevato ammontare di commissioni. Da qui una notevole spinta a "proporre" ai propri clienti, laddove abbia senso, operazioni che possano includere il delisting di alcune società.

Perché questi fenomeni si concretizzino in maniera vistosa occorrerà veder passare alcuni mesi. Ma già oggi le condizioni economiche sono presenti. Come provare a beneficiare di un'eventuale tendenza che sembra poter prendere piede?

Occorre molto lavoro d'analisi sui fondamentali delle società e di valutazione della posizione degli azionisti di controllo. In più quand'anche s'identificasse una società papabile, e nel listino italiano ve ne sono diverse, soprattutto nelle società di media o piccola capitalizzazione particolarmente colpite dall'assenza di un flotante adeguato, occorre sempre tenere conto della opportuna diversificazione dei rischi di portafoglio. ■