

DI QUANTO SALE IL PREZZO FRA LE DUE OPA?

Data opa residuale	Offerente	Target	Prezzo opa iniziale	% capitale oggetto offerta	% adesione opa iniziale	% detenuta ante opa residuale	Prezzo opa residuale	Incremento % prezzo
in attesa (1)	Acqua Marcia Holding S.a.	Acqua Pia Antica Marcia S.p.a.	0,330	11,92%	38,30%	92,64%	0,549	66,4%
mag.05	Roland Europe S.p.a.	Roland Europe S.p.a.	1,600	14,60%	37,76%	94,17%	1,656	3,5%
mag.05	Vento S.p.a.	Grandi Navi Veloci S.p.a.	2,505	20,77%	52,00%	90,03%	3,022	20,6%
mar.05	Dina Italia S.p.a.	Ericsson S.p.a.	32,000	28,44%	57,75%	92,55%	39,280	22,8%
lug.04	Giro Investimenti I.S.p.a.	Saeo Int. Group S.p.a.	3,590	33,09%	88,68%	96,27%	3,590	0,0%
mar.04	Banca Popolare di Lodi S.c.r.l.	Banca Popolare di Cremona S.p.a.	20,000	100,00%	94,82%	94,82%	20,000	0,0%
feb.04	Unicreditto Italiano S.p.a.	Locat S.p.a.	0,900	12,64%	61,92%	94,90%	1,024	13,8%
dic.03	Finm S.p.a.	Manull Rubber Industries S.p.a.	1,900	25,84%	64,87%	90,92%	2,224	17,1%
ott.03	Coroplast S.p.a. (2)	Saiag S.p.a.	3,800	26,72%	57,57%	93,60%	4,010	5,5%
set.03	Wide Design S.p.a.	Italdesign Giugiaro S.p.a.	4,400	30,30%	73,70%	92,03%	4,400	0,0%
giu.03	Pallo S.p.a.	Savino del Bene S.p.a.	2,500	74,60%	90,93%	94,15%	2,500	0,0%
giu.03	Tenaris S.a. (3)	Dalmine S.p.a.	0,160	52,78%	78,04%	90,00%	0,172	7,5%
giu.03	Banca Antonveneta S.p.a.	Interbanca S.p.a.	19,500	36,50%	87,11%	96,00%	19,500	0,0%
feb.03	Bracco Biomed S.p.a.	Esato S.p.a.	5,165	39,24%	94,31%	97,08%	5,192	0,5%
feb.03	Eurofind S.A.	La Rinascenza S.p.a.	4,450	43,64%	84,27%	93,14%	4,450	0,0%
dic.02	Saitin S.p.a.	Cristalleria Artistica La Piana S.p.a.	3,220	46,90%	83,20%	92,04%	3,220	0,0%
dic.02	Impe Lux S.p.a./Cocli S.p.a.	Ferretti S.p.a.	4,350	100,00%	93,70%	94,31%	4,350	0,0%
nov.02	Finma S.p.a./Ma.Gi.Ma. S.r.l.	Marangoni S.p.a.	2,700	13,81%	30,26%	90,74%	3,004	11,3%
mag.02	Holding Macchine Utensili S.p.a. (2)	Gildemeister S.p.a. (4)	4,519	100,00%	85,97%	91,55%	4,519	0,0%
ago.02	Jdra Partecipazioni S.p.a.	Jdra Presse S.p.a.	2,300	48,36%	82,17%	91,38%	2,859	24,3%
nov.01	Programma 2002 S.p.a.	Safilo S.p.a.	12,500	19,83%	63,49%	94,76%	13,020	4,2%
ott.01	Giorgio Armani S.p.a.	Simint S.p.a.	6,200	46,76%	84,45%	97,73%	6,188	-0,2%
nov.01	Banca Popolare di Lodi S.p.a.	Banca Popolare di Crema S.p.a.	105,000	100,00%	97,24%	97,24%	101,500	-3,3%

IN: (1) l'azienda ha fatto ricorso al Tar contro la delibera Consob di determinazione prezzo; (2) l'operazione di fusione è stata autorizzata dal Tar; (3) l'operazione di fusione è stata autorizzata dal Tar; (4) l'operazione di fusione è stata autorizzata dal Tar; (5) l'operazione di fusione è stata autorizzata dal Tar; (6) l'operazione di fusione è stata autorizzata dal Tar; (7) l'operazione di fusione è stata autorizzata dal Tar.

di Marco Colacicco

La delibera di determinazione del prezzo dell'opa residuale su Acqua Marcia da parte della Consob, con un incremento del 66,4% del corrispettivo rispetto alla precedente opa volontaria (con conseguente ricorso al Tar da parte dell'offerente), offre lo spunto per un approfondito studio sugli ultimi otto anni delle opa residuali, al fine di analizzare gli scostamenti di prezzo rispetto alla precedente opa (volontaria od obbligatoria) e i fattori che li determinano nonché per verificare eventuali profili di convenienza e giungere a considerazioni operative.

Lo studio, che prende lo spunto dai criteri di determinazione del prezzo dell'opa residuale da parte della Consob, analizza a fondo tutti gli ultimi 46 casi di opa residuale, prestando particolare rilievo agli scostamenti di prezzo e alle percentuali di adesione nell'ambito dell'offerta iniziale. Il risultato della ricerca è sorprendente, l'incremento medio di prezzo tra le due opa è risultato del 13,1%.

La conclusione operativa più rilevante da trarsi è il rilievo sempre più determinante, nelle valutazioni della Consob ma anche nelle decisioni che deve prendere il mercato, dell'effettivo valore economico e patrimoniale insito nella società target.

I criteri di determinazione da parte della Consob

Come noto, chiunque venga a detenere una partecipazione superiore al 90% di una quotata deve promuovere un'offerta pubblica di acquisto sulla totalità delle azioni con diritto di voto al prezzo fissato dalla Consob, a meno che non ripristini entro

IDEE IN BORSA Negli ultimi otto anni il prezzo nelle offerte residuali ha registrato un forte incremento rispetto a quello iniziale. L'attenzione torna sul reale valore delle aziende

Come vincere al gioco dell'opa

quattro mesi un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni. La Consob, nella determinazione del prezzo dell'offerta residuale, tiene conto congiuntamente di quattro elementi:

1. il corrispettivo di un'eventuale offerta pubblica precedente;
2. il prezzo medio di mercato dell'ultimo semestre;
3. il patrimonio netto rettificato a valore corrente dell'emittente;
4. l'andamento e le prospettive reddituali dell'emittente.

È quindi evidente come i primi due elementi facciano riferimento a prezzi e valori di mercato, mentre gli ultimi due parametri siano relativi al valore intrinseco della società target. Come si preciserà meglio nel seguito, la Consob tende recentemente ad attribuire:

- a) un peso estremamente limitato (generalmente 1/10) ai prezzi medi di mercato dell'ultimo semestre, in condizione della rarefazione degli scambi e del numero evidentemente esiguo di titoli negoziabili;
- b) un peso variabile al corrispettivo di un'eventuale offerta pubblica precedente, la cui rile-

vanza è direttamente proporzionale al numero delle adesioni. I casi più recenti, dove la percentuale dei titoli consegnati si è via via più ridotta, hanno visto il peso di questo parametro decrescere da 3/10 a 2/10;

c) un'incidenza maggioritaria, e determinante, ai valori patrimoniali effettivi della società target (caso che si verifica soprattutto in presenza di un rilevante patrimonio immobiliare) e, principalmente, all'andamento e alle prospettive reddituali dell'emittente.

I risultati dello studio

Lo studio, che ha analizzato gli ultimi 46 casi, prende lo spunto dall'opa iniziale, con relativo prezzo, percentuale del capitale oggetto di offerta e percentuale di adesione.

I dati ottenuti vengono poi incrociati con la successiva opa residuale, per la quale si è attribuita rilevanza alla percentuale detenuta dall'offerente anteriormente al lancio dell'opa nonché al prezzo proposto. L'obiettivo è quello di verificare lo scostamento del prezzo, ragionevolmente l'incremento, tra l'opa residuale e quella iniziale.

Il risultato dello studio è sorprendente.

La media di tutte le ultime 46 operazioni verificatesi fotografa non solo un incremento del prezzo offerto, e questo era del tutto prevedibile, ma quello che colpisce è la maggiorazione, pari al 13,1%, numero estremamente elevato.

Questo dato medio, seppure estremamente attendibile in quanto determinato da una successione di ben 46 operazioni,

rende necessario un ulteriore attento esame delle fattispecie rilevanti e dei casi limite, con particolare riferimento a:

1. il rischio di ribasso dell'offerta rispetto all'opa iniziale;
2. i casi con un elevato rialzo del prezzo.

Un ribasso dell'offerta in sede di opa residuale rispetto all'opa iniziale si è verificato solamente in sei casi; in un settimo il corrispettivo determinato dalla Consob in misura inferiore rispetto alla precedente opa è stato rialzato dall'offerente sino a

eguagliare il prezzo inizialmente offerto.

Il rischio di ribasso, che risulta dunque, come prevedibile, estremamente basso, si riduce ulteriormente se consideriamo che:

- a) in due casi l'opa iniziale era stata realizzata mediante offerta mista tra cassa e titoli dell'offerente; il successivo ribasso dei corsi di borsa delle azioni di quest'ultimo si è conseguentemente riflesso in una riduzione del prezzo offerto in sede di opa residuale;
- b) in tre casi lo scostamento di prezzo è limitato.

Residua quindi una sola significativa situazione di riduzione del prezzo, in cui lo scostamento è comunque stato limitato al di sotto del 10%.

Una seconda rilevante analisi, di segno opposto rispetto alla precedente, deve invece riguardare i casi di significativo incremento prezzo, che si assume manifestarsi a fronte di un rialzo di oltre il 20% del prezzo dell'opa residuale rispetto a quella iniziale. È infatti fuori di dubbio che l'incremento medio del

13,1% del prezzo proprio dell'intero campione sia stato influenzato in maniera rilevante proprio da questi casi.

L'attenzione deve quindi concentrarsi sia sul numero di questi scostamenti di prezzo significativi sia sull'effettivo incremento del corrispettivo.

I casi in cui si è manifestato un incremento del prezzo superiore al 20%, includendo tra essi anche Acqua Marcia per la quale l'offerente è ricorso al Tar contro la delibera Consob, sono sette, vale a dire il 15,2% del to-

IL FOCUS È SULLE PROSPETTIVE REDDITUALI

IN MEDIA L'INCREMENTO È DEL 13%

Data opo residuale	Offerta	Target	Prezzo opo iniziale	% capitale oggetto offerta	% adesione opo iniziale	% detenuta ante opo residuale	Prezzo opo residuale	Incremento % prezzo
ago-01	Asio S.r.l. (5)	Immobiliare Metanopoli S.p.a.	n.s.	n.s.	n.s.	90,16%	2,000	n.s.
giu-01	Montedison S.p.a.	Sondel S.p.a.	3,850	96,48%	98,01%	98,08%	4,430	15,1%
giu-01	Montedison S.p.a.	Falck S.p.a.	9,000	49,67%	89,52%	99,60%	10,436	16,0%
mag-01	SanPaolo Imi S.p.a.	Banco di Napoli S.p.a.	1,533	43,92%	94,54%	97,74%	1,549	1,0%
apr-01	R.A.S. S.p.a.	Allianz Subalpina S.p.a.	13,000	35,02%	85,37%	96,56%	13,160	1,2%
apr-01	Ieffa Acquisition S.p.a. (5)	Italfondario S.p.a.	n.s.	n.s.	n.s.	94,65%	6,311	n.s.
apr-01	Seat Pagine Gialle S.p.a.	Gruppo Buffetti S.p.a.	16,033	100,00%	96,28%	96,28%	13,650	-14,9%
mar-01	Leonardo S.p.a.	Aeroporti di Roma S.p.a.	9,130	48,83%	86,78%	93,74%	9,300	1,9%
feb-01	Ms Fonspa Holding B.V. (6)	Credito Fondiario e Industriale S.p.a.	n.s.	n.s.	n.s.	93,23%	1,451	n.s.
nov-00	Fiat S.p.a.	Toro Assicurazioni S.p.a.	16,000	30,50%	88,93%	97,43%	16,860	5,4%
lug-00	Fin. Part. S.p.a. (2)	Frette S.p.a.	2,647	100,00%	78,68%	94,32%	7,480	182,6%
mar-00	Milano Centrale S.p.a.	Unione Immobiliare S.p.a.	0,490	100,00%	92,31%	92,52%	0,520	6,1%
mag-00	Nuova Strategia S.p.a.	Deroma Holding S.p.a.	7,075	100,00%	93,82%	98,00%	7,870	11,2%
apr-00	Cinquedi S.p.a.	Castelgarden S.p.a.	4,650	62,30%	95,09%	96,94%	5,320	14,4%
mar-00	Finmeccanica S.p.a.	Fiar S.p.a.	3,100	15,40%	55,73%	93,18%	3,600	16,2%
dic-99	Fiat S.p.a.	Comau S.p.a. (7)	3,250	34,36%	79,64%	96,91%	3,125	-3,8%
nov-99	Sparta S.p.a.	Zucchini S.p.a.	8,800	56,56%	78,19%	97,46%	7,938	-9,8%
dic-98	Nalgas S.p.a. (5)	Napoletanagas S.p.a.	n.s.	n.s.	n.s.	97,85%	5,082	n.s.
mar-98	Fininvest S.p.a.	Standa S.p.a.	10,329	19,30%	89,00%	97,87%	10,732	3,9%
feb-98	Sofid S.p.a.	Serfi S.p.a.	4,648	31,90%	61,70%	90,66%	7,644	64,4%
1998	Finanziaria Inghirami S.r.l.	Cantoni Itc S.p.a.	1,188	14,80%	85,80%	98,20%	1,617	36,1%
1998	Airtours Plc / Carnival Co.	Costa Crociere S.p.a.	2,001	69,20%	97,40%	98,30%	2,254	12,6%
1997	Owens Illinois Italia S.p.a.	Avir S.p.a.	10,810	21,10%	94,30%	98,80%	10,574	-2,2%

Note: (1) l'offerente ha fatto ricorso al Tar contro le delibere Consob di determinazione prezzo opo residuale; (2) il superamento del 90% è stato conseguito con acquisizioni immediatamente successive; (3) il superamento del 90% è stato conseguito con acquisizioni immediatamente successive; (4) il corrispettivo dell'opo residuale volontariamente rialzato dall'offerente rispetto a € 4,381 assai di Consob; (5) la soglia rilevante è stata raggiunta senza offerta pubblica; (6) l'obbligo di opo residuale conseguito alla sottoscrizione di aumento di capitale sociale in sede di ristrutturazione; (7) prezzo dell'opo residuale reso omogeneo per tenere conto effetto raggruppamento azioni.

tale, una percentuale non molto alta che ha influenzato in maniera determinante il risultato finale. Tre di questi casi si sono però verificati nell'ambito delle ultime quattro operazioni che hanno determinato il ricorso all'opa

residuale, dopo un lungo periodo in cui la Consob, con un paio di eccezioni intorno a fine 2003 - inizio 2004, sembrava essersi appiattita sul prezzo offerto nell'opa iniziale.

L'attenta analisi delle delibere Consob suggerisce di prestare attenzione particolare e congiunta a due aspetti principali: 1. la percentuale di adesione all'offerta iniziale; 2. la reale valutazione, economica e patrimoniale, della società, al di là del prezzo proposto in sede dell'offerta iniziale.

La percentuale di adesione alle opa, che si era storicamente mantenuta nel corso degli ultimi cinque anni in un intorno medio superiore all'80%, con una sola eccezione rilevante, è improvvisamente crollata negli ultimi quattro casi al di sotto del 60%, e anzi nelle due ultime situazioni è andata al di sotto del 40%. Il mercato sembra essersi accorto del recente orientamento della Consob, che tende a rialzare in maniera anche significativa il prezzo dell'opa residuale rispetto a quello dell'opa iniziale, e consegna di volta in volta sempre meno azioni alla prima offerta.

Questo si riflette a sua volta in un ridotto peso assegnato dalla Consob al prezzo dell'offerta precedente (3/10, sceso a 2/10 nel-

l'ultimo caso a fronte di una ridotta adesione all'opa principale) che, unitamente al peso sempre limitato attribuito al prezzo medio di mercato dell'ultimo semestre (in dipendenza della ridotta significatività degli scambi), determina una valutazione

del prezzo dell'opa residuale prevalentemente basata sull'effettiva valutazione economica e patrimoniale della società (con un peso

mediamente pari a 6/10, saliti a 7/10 nell'ultimo caso). L'ulteriore e finale osservazione, di per sé non banale date le ponderazioni sopra evidenziate, è rappresentata dal forte premio ultimamente riconosciuto al valore effettivo della società target dalla delibera Consob di determinazione del prezzo dell'opa residuale rispetto al corrispettivo proposto dall'offerente nell'ambito dell'opa iniziale.

Se questa è la considerazione di sintesi, che ha avuto recentemente puntuale riscontro, non bisogna tuttavia dimenticare le eccezioni ma anche le fattispecie particolari. Rientrano nel primo caso le situazioni (come l'operazione Buffetti) in cui la Consob ha ritenuto di attribuire alla società target un valore inferiore a quello che era stato offerto in sede di opa iniziale.

Tra le situazioni estreme vi sono invece quelle delle società entrate in crisi poco dopo il delisting: tra queste è di rilievo il caso della Idra Presse, finita in procedura subito dopo il ritiro dal mercato a opera di un gruppo di fondi di private equity, dove la commissione sembra essere incorsa nello stesso errore di va-

lutazione dei fondi, imponendo un rilevante rialzo del prezzo in sede di opa residuale. Si tratta, tuttavia, di una situazione limite dove hanno probabilmente concorso anche una repentina crisi di mercato ed elementi controversi che non hanno rilievo ai fini di questo studio.

Conclusioni e profili di convenienza

L'analisi dell'articolato e ampio campione rappresentato dagli ultimi 46 casi di opa residuale ha evidenziato un sorprendente incremento medio del prezzo offerto, pari al 13,1% rispetto all'opa iniziale.

Questa considerazione dovrebbe apparentemente suggerire l'attenta valutazione in merito all'adesione alla prima offerta, date le opportunità di rialzo che successivamente si presentano in sede di ritiro della società dal listino, o, addirittura, potrebbe anche consigliare l'immediato investimento ex novo in coda a tutte quelle offerte di acquisto che presentino una percentuale di adesione tale da dover richiedere un successivo ricorso all'opa residuale.

Questo a fronte di rischi di ribasso del prezzo che, come si è documentato in precedenza, e come suggerisce la logica, sono estremamente bassi.

Una considerazione di questo tipo, basata esclusivamente sul recente orientamento della Consob che tende a rialzare in maniera significativa il prezzo dell'offerta iniziale, assegnando peso prevalente al valore intrinseco della società target, potrebbe tuttavia ingenerare un comportamento vizioso da parte del mercato, con adesioni sempre decrescenti all'opa iniziale.

L'attento, e corretto, investitore deve invece avere coscienza del fatto che il prezzo dell'opa resi-

duale viene principalmente basato sul reale valore economico e patrimoniale della società target, come è giusto che sia in un mercato di libero scambio che funzioni in maniera efficiente. Il rilievo preminente assegnato ai valori intrinseci delle aziende sarà pertanto il riferimento principe che dovranno prendere in considerazione sia gli offe-

renti, che non si dovranno più aspettare prezzi dell'opa residuale appiattiti su quella iniziale, sia il mercato, che potrebbe rischiare di vedere in futuro punti atteggiamenti attendisti (in termini di ridotte adesioni a priori all'opa iniziale) esclusivamente suggeriti da una pressione speculativa sull'offerente. (riproduzione riservata)

NICRI S.r.l.

Sede legale via Fedolfi, 29 - 43038 Sala Baganza (PR)
Capitale sociale Euro 5.300.000,00 i.v.
Reg. Imp. di Parma n. 01883280347 - Ret. n. 185054

ESERCIZIO DEL DIRITTO DI ACQUISTO AI SENSI DELL'ART. 111 DEL D. LGS. N. 24 FEBBRAIO 1998, N. 58 DI AZIONI ORDINARIE DI PROCOMAC S.P.A.

Si comunica che la società Nicri S.r.l. ("Nicri" o l'"Offerente") - a esito dell'offerta pubblica di acquisto promossa nel periodo dal 14 febbraio 2005 all'11 marzo 2005 (l'"Offerta") - è divenuta titolare, congiuntamente agli altri aderenti alla convenzione parasociale stipulata in data 26 gennaio 2005, ossia il signor Ermanno Morini, Europa s.s. e Interbanca Gestione Investimenti SGR S.p.A., di una partecipazione nel capitale della società Procomac S.p.A. ("Procomac" o l'"Emittente") pari al 99,60% del capitale sociale sottoscritto e versato. Pertanto, la stessa Nicri, come preannunciato nell'avviso pubblicato in data 12 febbraio 2005 sui quotidiani "Il Sole 24ORE", "Milano Finanza" e "Bloomberg - Finanza&Mercati - Sette", ha esercitato il diritto di acquistare, ai sensi dell'articolo 111 del d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (il "Testo Unico"), tutte le residue n. 84.596 azioni ordinarie Procomac non di proprietà dell'Offerente e degli altri aderenti alla predetta convenzione parasociale e non apportate all'Offerta da dipendenti dell'Emittente o di altre società italiane da essa controllate per mezzo della vendita a termine disciplinata dal documento d'offerta relativo all'Offerta (le "Azioni Residue").

Si rende noto che l'esperto nominato dal Presidente del Tribunale di Parma in data 2 aprile 2005 ha fissato in conformità a quanto previsto nel citato art. 111, secondo comma, del Testo Unico, il prezzo di acquisto delle residue azioni ordinarie Procomac in Euro 2,356 per azione, come risulta da perizia asseverata in data 20 maggio 2005 e depositata in data 25 maggio 2005 presso la sede legale di Nicri, in Sala Baganza (PR), Via Fedolfi 29.

Sulla base del suddetto prezzo, in data 27 maggio 2005 Nicri ha depositato presso Interbanca S.p.A., filiale di Milano, l'imparto complessivo di Euro 199.309,20 relativo al prezzo di acquisto delle Azioni Residue e, avuta conferma del suddetto deposito, Procomac ha provveduto alla conseguente annotazione di Nicri nel proprio libro soci, ai sensi dell'art. 111, terzo comma, del Testo Unico.

I titolari delle Azioni Residue potranno ottenere il pagamento del corrispettivo delle loro azioni direttamente presso i rispettivi intermediari.

Il corrispettivo riconosciuto è soggetto all'eventuale imposta sui redditi di capitale, mentre restano a carico di Nicri i bolli e le commissioni bancarie.

Sala Baganza, 28 maggio 2005.