

ATTUALITÀ



GOVERNANCE

di Riccardo Sabbatini

Tar lumaca con le authority

Uno dei pilastri nella responsabilità delle autorità di vigilanza — gli inglesi direbbero nella loro *accountability* — risiede nell'obbligo di motivare i provvedimenti. Chissà perché lo stesso obbligo non vale per i ricorsi ai medesimi. Il 28 marzo il Tar del Lazio ha "assolto" l'Isvap, il *regulator* assicurativo, chiamato in causa di fronte al tribunale amministrativo da tutte le categorie di intermediari dell'industria delle polizze (compagnie, agenti e *broker*) per il modo con il quale aveva messo in pratica le norme del codice delle assicurazioni. Da allora sono passati oltre due mesi e ancora le motivazioni della sentenza non sono state pubblicate. Stessa sorte ha subito il ricorso, in questo caso accolto, delle Generali contro l'Antitrust per i vincoli posti all'acquisizione del gruppo Toro. Dal 12 maggio, il giorno di cui è stato reso noto il dispositivo, si attende ancora che venga interpretato. Non si tratta di record. Talvolta la pubblicazione delle sentenze può richiedere molti mesi. Da quel che racconta Plutarco, i sacerdoti dell'oracolo di Delfi erano più rapidi nello spiegare gli oscuri presagi delle pizie.

Non sono chiari i motivi di simili ritardi, dopotutto una sentenza di un tribunale amministrativo non è una tesi di laurea. Sono invece evidenti gli effetti che provoca un simile modo di procedere. Già, perché il mondo, mentre i giudici rimuginano sul senso delle loro decisioni, suo malgrado va avanti. Il Governo, ad esempio, ha nel frattempo confermato Giancarlo Giannini alla guida dell'Isvap. I parlamentari che debbono esprimersi sulla designazione si gioverebbero di conoscere perché la protesta di un'intera industria (un indubbio segnale di sfiducia verso un *regulator*) era sbagliata. Così come, nel caso di Generali, il recente annuncio del matrimonio Unicredit-Capitalia ha riproposto alcune delle problematiche (l'effettivo controllo di Mediobanca sul gruppo assicurativo) che i giudici potrebbero aver affrontato nel giudizio sulla Toro. Lo conosceremo per tempo? I ritardi nelle motivazioni abituano il pubblico a considerare le sentenze del Tar alla stregua di lotterie, impediscono un controllo dell'opinione pubblica (dopo molto tempo anche l'interesse si affievolisce) e costringono addirittura le parti a ricorrere "al buio" contro le decisioni del Tar che non condividono, ma di cui ancora non conoscono le ragioni.

Le più liquide di Piazza Affari

Società	Cassa mln € (a)	Debiti finanziari mln € (b)	Posizione finanziaria netta mln € (c=a-b)	Capitalizzazione mln €	Totale attività mln €	% Pfn su capitalizzazione	% Cassa su totale attività
Vianini Industria	85,9	0,5	85,4	115,7	129,1	74	66
Investimenti e Sviluppo	38,4	9,1	29,3	63,0	69,2	46	42
DeA Capital	159,6	—	159,6	376,0	271,1	42	59
Caltagirone Editore	423,2	135,0	288,2	775,9	1.211,1	37	25
Maffei	34,4	—	34,4	94,4	93,1	36	37
El.En	58,4	3,2	55,1	155,9	169,8	35	32
Vianini Lavori	198,3	1,2	197,1	557,7	694,3	35	28
Eurotech	119,6	19,7	99,9	289,4	182,8	35	55
Cairo Communication	96,8	12,9	83,9	299,4	219,8	28	48
I.Net	46,9	4,3	42,6	216,4	163,4	20	26

Note: Capitalizzazione al 06-6-2007, mentre i dati di bilancio sono al 31-12-2006. Per Cairo Communications il totale attività è aggiornato al 30 settembre 2006; (a) Cassa e investimenti a breve termine; (b) Debiti finanziari a breve e lungo termine; (c) Differenza tra liquidità e altre attività a breve facilmente liquidabili e debiti finanziari

Fonte: Ufficio Studi Finlabo su dati Reuters

STORIE DI BORSA - 1 / LE SOCIETÀ QUOTATE CON PIÙ DISPONIBILITÀ IN CASSA

Il sempre liquido Caltagirone

Una disponibilità finanziaria in forte eccesso rispetto alle esigenze operative è spesso il preludio di operazioni di finanza straordinaria. Le società che presentano cospicue somme parcheggiate in cassa o in attività finanziarie facilmente liquidabili, utilizzano (prima o poi) tali risorse per procedere con aumenti di capitale gratuiti, per distribuire dividendi straordinari ai propri azionisti o per fare acquisizioni. E non è escluso che possano diventare, a loro volta, società bersaglio.

A distanza di un anno dalla prima ricerca condotta per «Plus24», l'ufficio studi di FinLabo, società indipendente specializzata in analisi quantitative sui mercati finanziari, ha aggiornato la speciale classifica delle società "super-liquide" di Piazza Affari, che presentano il più alto rapporto tra posizione finanziaria netta e capitalizzazione di mercato e con oltre un quarto dell'attivo di bilancio investito in liquidità ed altre attività finanziarie a breve.

Le novità. Le società presenti in classifica sono pressoché le stesse della precedente edizione. E se rientra nella normalità detenere in alcuni momenti della vita aziendale ingenti capitali liquidi, diventa invece un po' anomala la situazione delle aziende che persistono nel conservare la liquidità a scapito di possibili investimenti industriali.

Insieme alla holding del gruppo **Caltagirone**, che nel corso del 2006 ha acquistato azioni quotate di alcune controllate e che rimane comunque ben rappresentato in graduatoria con tre aziende della galassia (Caltagirone Editore, Vianini Industria e Vianini Lavori), non figurano più tra le società più liquide del listino **Danieli** e **Tas**. Quest'ultima paradossalmente, come paventato un anno fa (vedi «Plus24» del 3 giugno 2006), si trova oggi in una situazione finanziaria tutt'altro che positiva.

Tra le *new entry* di quest'anno con una posizione finanziaria netta di circa 160 milioni figura **DeA Capital**, fondo di investimento chiuso controllato dalla famiglia De Agostini, che è in attesa di concludere l'acquisizione di **Générale de Santé**, per oltre 400 milioni e che ha annunciato investimenti fino a 170 milioni in **IDeA I Fund of Funds**, fondo di fondi che investe nel mercato primario e secondario del private equity domestico e internazionale, e che fa riferimento a **IDeA Alternative Investments**, società sempre partecipata dal gruppo De Agostini. Con una filosofia simile sta muovendo **Investimenti e Sviluppo** (Ex Centenari e Zinelli), che si caratterizza come fondo di *private equity* quotato, e che lo scorso dicembre ha raccolto 45,6 milioni di euro attraverso un aumento di capitale. Nuovo ingresso anche per **El.En**, grazie alla liquidità detenuta dalla controllata americana **Cynosure** dopo la quotazione.

Le conferme. Rispetto allo scorso anno due aziende del gruppo Caltagi-

Aumentano ulteriormente le risorse finanziarie di Vianini Industria e Vianini Lavori

rone hanno visto crescere ulteriormente le proprie disponibilità finanziarie. **Vianini Industria** e **Vianini Lavori** con una serie di cessioni di partecipazioni hanno visto lievitare la loro posizione finanziaria netta rispettivamente a 85 e 197 milioni di euro.

Mentre l'altra società del gruppo, Caltagirone Editore, nonostante l'esborso di 120 milioni di euro per l'acquisto nel luglio scorso del 52% del «Gazzettino di Venezia», con un impegno ad acquistare un altro 25,76% della società entro la fine del 2008, ha mantenuto a fine 2006 una posizione finanziaria netta di 288 milioni.

Le prede. L'enorme disponibilità di cassa a volte diventa motivo di attrazione. «Maffei e I.Net — afferma Alessandro Guzzini, presidente di FinLabo — sono due società storicamente molto liquide che sono finite, nel corso dell'ultimo anno, nel mirino di due acquirenti». Gli azionisti di maggioranza di **Maffei** hanno ceduto la loro partecipazione al **Gruppo Minerali**,

che in seguito ha lanciato un'Opa obbligatoria sul restante 50,29% della società al prezzo di 3,016 euro per azione che gli ha consentito di salire all'81,62% del capitale; il gruppo ha poi annunciato la fusione per incorporazione di Maffei in Gruppo Minerali. **I.net**, invece, è stata soggetta ad un'Opa da parte dell'azionista di maggioranza **British Telecom** finalizzata al *delisting* della società; l'offerta, tuttavia, non ha avuto successo perché alcuni azionisti hanno ritenuto il prezzo insufficiente. **British Telecom** ha deciso comunque di proseguire con l'operazione di fusione di I.net in BT Italia. Ancora una volta con buona pace degli azionisti di minoranza.

Gianfranco Ursino
g.ursino@ilssole24ore.com

STORIE DI BORSA - 2 / I TRASFERIMENTI INFRAGRUPPO

Tunneling, così si espropriano gli azionisti di minoranza

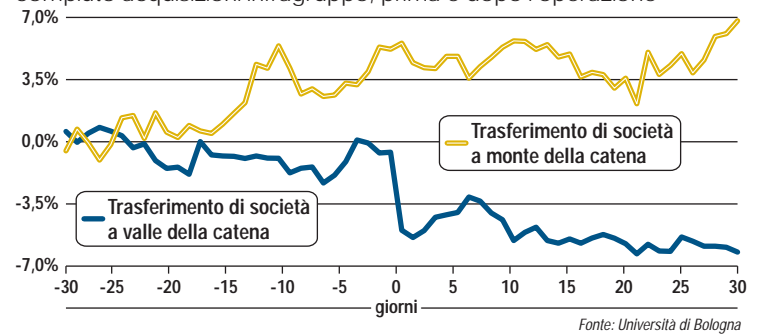
Dodici mesi fa **Tas** figurava tra le società più liquide del listino, oggi invece la *software house* quotata dal 2000 si ritrova con un indebitamento netto di 99,3 milioni di euro (dati a fine marzo) e un bilancio non certificato dai revisori della PriceWaterhouseCoopers. Cosa è successo? Semplice: **Tas** ha utilizzato la disponibilità di cassa per acquisire rami d'azienda dalla controllante **Nch**. In questo modo ha di fatto trasferito risorse alla capogruppo, ma lo ha fatto con un esborso sproporzionato rispetto alle proprie disponibilità finanziarie e ai flussi reddituali generati dalle società comprate e si è ritrovata in piena crisi finanziaria.

Quello di **Tas** non è certo un caso isolato: il trasferimento di *asset* a prezzi non di mercato tra società che appartengono a una medesima catena di controllo è anzi un fenomeno frequente e in gergo finanziario viene definito *tunneling*. Lo schema, in altre parole, è questo: quando il passaggio avviene dall'alto verso il basso della filiera si tende a stabilire un prezzo superiore al *fair value* e viceversa. Chi controlla un gruppo piramidale ha infatti tutto l'interesse a far affluire ricchezza verso le società che stanno a monte, delle quali detiene quote più elevate. Il tutto, naturalmente, a svantaggio delle minoranze azionarie che stanno a valle del gruppo.

Osservando la reazione di Borsa delle società quotate prima e dopo l'annuncio di simili operazioni infragruppo si può avere un'idea chiara del fenomeno. Uno studio dell'Uni-

Rendimenti anomali

Andamento rispetto al mercato dei titoli di società che hanno compiuto acquisizioni infragruppo, prima e dopo l'operazione



Fonte: Università di Bologna

versità di Bologna ha messo sotto la lente oltre 200 casi in cui negli ultimi anni si è verificato un trasferimento a monte o a valle della catena di controllo, con risultati sorprendenti. Quando la controllata acquista una società dalla controllante accusa infatti, al netto delle fluttuazioni del mercato, una perdita media del 6,21% nell'arco di tempo che va da un mese prima a un mese dopo l'annuncio. Se invece chi compra sta a un livello superiore della filiera il risultato è diametralmente opposto: +6,81 per cento.

«È la riprova — spiega Stefano Mengoli, docente di Finanza aziendale all'Università di Bologna e curatore della ricerca insieme a Marco Bigelli — che chi controlla la catena è in grado di fissare un valore a proprio vantaggio. Ma il mercato se ne

accorge e reagisce di conseguenza, penalizzando chi ha pagato un prezzo troppo elevato».

Il caso senz'altro più noto di *tunneling* della storia recente è la cessione di **Finsiel** dalla **Iri** alla controllata **Stet**. Il prezzo della società di software (700 miliardi delle vecchie lire all'inizio, poi rivisto a 671 miliardi), a lungo corteggiata dalla Olivetti, non piacque agli investitori. Così nell'ottobre 1992, all'indomani dell'annuncio, i titoli **Stet** precipitarono del 23% in una sola seduta scatenando una ridda di polemiche.

Resta da vedere quale sarà il prossimo esempio, ma con l'abbondanza di scatole cinesi quotate a Piazza Affari c'è da giurare che non dovremo attendere a lungo per scoprirlo.

Maximilian Cellino
m.cellino@ilssole24ore.com