

Aumenti di capitale. Focus sulle prossime ricapitalizzazioni annunciate a Piazza Affari

Nuove operazioni a rischio doping

Da tenere sotto osservazione Tas, Finarte, Crespi, Risanamento, Actelios e Ies

La storia si ripete
 Con l'obiettivo dichiarato di raccogliere mezzi freschi per ripagare i debiti, dare ossigeno all'azienda e salvaguardare la continuità dell'impresa, le società deliberano aumenti di capitale *marker friendly*, per invitare gli investitori a partecipare all'operazione varano operazioni con un elevato rapporto di conversione (n° azioni nuove/n° azioni vecchie), offrono i titoli a forte sconto rispetto al valore delle azioni in circolazione, "costringendo", di fatto, gli azionisti di minoranza a esercitare i diritti di opzione e aderire all'aumento. Operazioni legittime che generano, però, effetti distortivi sul mercato e distorrono soprattutto i piccoli risparmiatori che rischiano di lasciarsi le proverbiali penne.

In attesa di una soluzione
 Il fenomeno è tratteggiato in un documento posto in consultazione dalla Consob lo scorso aprile, che individua degli accorgimenti tecnici da apporre alle modalità operative degli aumenti di capitale che potrebbero risolvere il problema alla radice: in primis "che si consenta la consegna delle nuove azioni non solo al termine dell'operazione, ma anche nel durante, con cadenze di uno o due giorni. Una soluzione che consentirebbe al mercato di autocorreggersi in corsa e limitare i fenomeni di sopravvalutazione delle quotazioni: si darebbe quindi maggiore spazio agli arbitraggi consentendo di comprare i diritti, esercitarli e vendere le azioni per poter soddisfare gli eventuali obblighi di consegna, anche in presenza di titoli con scarso flottante e di aumenti di capitale iperdilutivi".

Una linea d'intervento che non è vista con favore dagli operatori. Nel sottolineare la necessità di individuare delle soluzioni standardizzate idonee a salvaguardare il regolare andamento delle negoziazioni nei periodi di offerta, **Abi e Assosim**, nelle loro osservazioni al documento Con-

sob, sottolineano le difficoltà che gli intermediari avrebbero nel mettere in pratica. Una soluzione, però, urge, soprattutto a vedere lo schizofrenico andamento di alcuni titoli in borsa nelle ultime settimane.

L'opacità del mercato
 L'aumento di capitale di Stefanel partito lo scorso 5 luglio, ha avuto l'onere di riportare alla ribalta della cronaca il problema. Nelle prime otto sedute del periodo di offerta il titolo ha guadagnato oltre il 650%, per poi invertire la rotta giovedì 15 luglio con un iniziale calo del 27%, avanzando anche il percorso di allineamento delle quotazioni delle azioni con quelle dei diritti. Mercoledì 14 luglio le azioni venivano scambiate sul mercato a 5,61 euro: un'ennomia rispetto al valore implicito di 0,7 euro indicato dal prezzo del diritto. Disallineamenti che tendevano convenientemente l'esercizio del diritto di opzione agli occhi degli investitori, che poi potevano vendere, in teoria, le nuove azioni sul mercato a un prezzo ben più alto. Tuttavia, questa operazione non era fattibile, perché con la normativa attuale l'investitore avrà la disponibilità delle nuove azioni solo dopo la chiusura dell'aumento di capitale, quando il prezzo con tale volatilità è sempre un'incognita, rendendo quindi qualsiasi decisione una vera e propria scommessa. Almeno per i piccoli azionisti.

L'impressione è che il mercato sembri convinto che tutte le operazioni di aumento di capitale siano destinate a procedere nella stessa direzione, con fasi di iper-crescita iniziali e iper-crollo successive. Pur non rientrando nella categoria delle ricapitalizzazioni con rilevante effetto diluitivo (27 nuove azioni ogni 50 vecchie possedute), l'aumento di capitale del **Gruppo Ceramich Ricchetti** è partito lunedì scorso con il botto, registrando nelle prime due sedute settimanali un rialzo complessivo del 40%, per poi ripiegare però immediatamente nelle due sedute successive. Anche il semplice annuncio al mercato dell'avvio dell'aumento di capitale di **Meridiana Fly**, che partirà lunedì prossimo, ha consentito alle azioni della compagnia aerea di spiccare letteralmente il volo in borsa (+21%) nella giornata di mercoledì scorso. Dettagli dell'operazione (21 azioni nuove ogni 20 possedute, per un aumento di capitale da 39 milioni per una società che capitalizza solo 36 milioni) che in altri tempi avrebbero fatto precipitare il valore del titolo, visto il grande ammontare di risorse che vengono richieste al mercato.

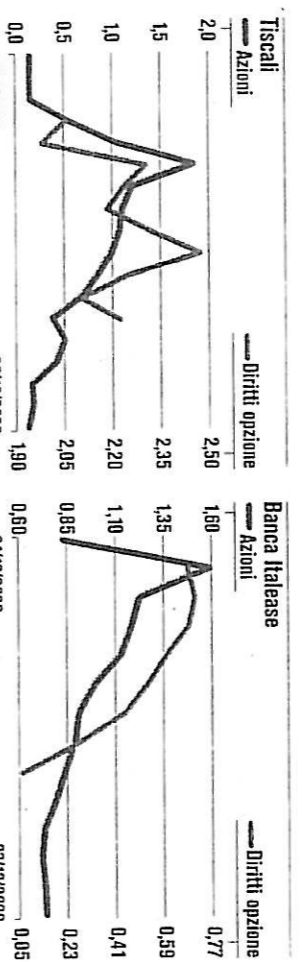
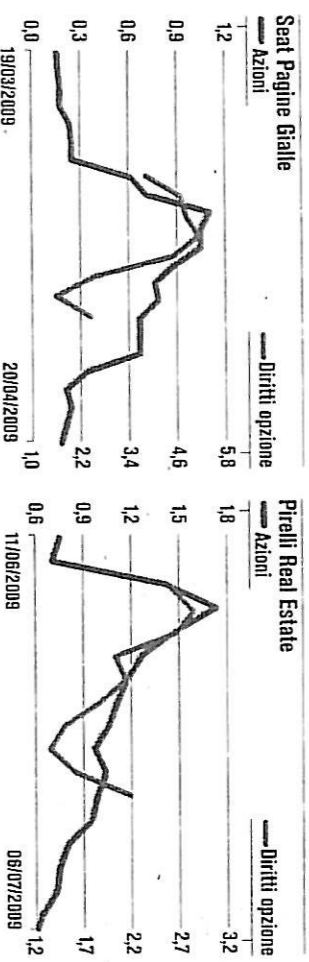
Occhio alle prossime
 In assenza di un tempesevivo intervento regolamentare, nei prossimi mesi altri titoli sono a rischio «doping da aumento di capitale». Tra questi sono destinati a lasciare il segno le operazioni preannunciate da **Tas**, **Risanamento**, **Giovanni Crespi**, **Actelios**, **Finarte Casa d'Arte e Investment & Sviluppo**.

Gianfranco Ursino
 g.ursino@kole24ore.com

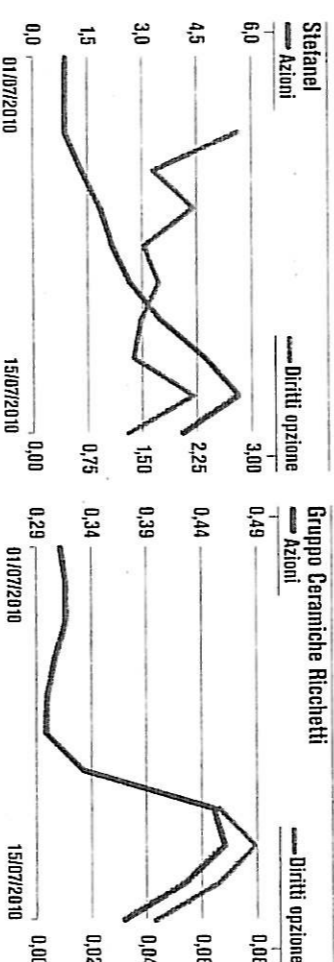
Passato, presente e futuro

Andamento delle azioni (scala di sinistra) e dei diritti di opzione (scala di destra) nel periodo d'esercizio degli aumenti di capitale con rilevante effetto diluitivo. Gli esempi più eclatanti del 2009, le operazioni in essere e quelle «annunciate».

I CASI SCUOLA



A VOLTE RITORNANO



IN RAMPA DI LANCIO

Le società che si accingono a chiedere ulteriori risorse al mercato

N. azioni (in mln)	Floccante (in %)	Capitalizz. (in €)	Aumenti di capitale deliberati o approvati
18	12	18,1	La società sta predisponendo la documentazione necessaria per un aumento di capitale fino a 21 milioni
354,8	21	36,1	Operazione per un valore massimo di 40 milioni di euro, tramite emissione di nuove azioni al prezzo di 0,065 euro ciascuna che saranno offerte ai soci nel rapporto di 21 nuove ogni 20 azioni possedute. Il periodo d'esercizio dell'opzione andrà dal 19 luglio al 6 agosto, mentre i diritti di opzione saranno trattabili tra il 19 e il 30 luglio
140,8	25	96,5	Aumento per massimi 23,5 milioni di euro, mediante emissione di massime 46,9 milioni di azioni ordinarie da 0,5 euro nominali, in opzione agli attuali azionisti, nel rapporto di 1 ogni 3 azioni di qualsiasi categoria possedute, al prezzo di 0,75 euro (di cui 0,25 a titolo di sovrapprezzo), per un controvalore complessivo di 35,2 milioni di euro
274,3	27	101,8	Entro il 26 settembre mediante emissione di 333 milioni azioni ordinarie, da offrire in opzione agli azionisti per un controvalore di 180 milioni incluso il sovrapprezzo
67,7	31	201,4	Previso entro fine 2010 fino a 130 milioni di euro che sarà realizzato al completamento dell'arbitrabilità scissione parziale di Falck Energy
2,5	32	65,6	Il 7 agosto l'assemblea degli azionisti sarà chiamata a esprimersi sulla proposta di aumento di capitale fino a 60 milioni di euro con esclusione del diritto di opzione, da eseguirsi entro luglio 011
60,0	32	9,9	Entro marzo 2011 per massimi 10 milioni di euro attraverso l'emissione di massime 100 milioni di azioni da offrire in opzione a 0,110 euro per azione
941,2	44	305,4	Il CdA ha proposto il conferimento di una delega per un aumento di capitale riservato di 20 milioni di euro
50,1	47	6,7	Entro fine 2010 da 4,8 milioni di euro attraverso l'emissione di 300 milioni di azioni al prezzo di 0,016 euro da offrire in opzione ai soci in misura di 6 nuove azioni ordinarie ogni azione posseduta
292,3	55	14,8	Deliberato fino a un massimo di 30 milioni di euro e massime 3 miliardi di nuove azioni. Al CdA è riservata la determinazione di numero, prezzo definito delle azioni e importo nominale complessivo
17,4	70	76,5	Mandato a presidente e Ad per definire termini, modalità e tempistiche di un aumento di capitale per 8 milioni di euro
1.861,5	82	216,9	Delega al cda per un aumento da massimi 25 milioni, da eseguirsi entro tre anni dalla delibera

Fonte: elb, Piazza su dati Consob, Borsa Italiana e Thomson Reuters



di Fabrizio Gallimberti

Le aziende tornano a far cassa

Uno dei volti più interessanti di questa autunno grande recessione sta nell'andamento dei profitti. Questi si sono mantenuti a livelli più elevati di quanto sarebbe stato giustificato dal crollo del Pil. Una caratteristica, questa, che ha una ragione profonda: la crisi ha colpito un'economia mondiale che aveva un grosso supporto strutturale, cioè le opportunità di riduzione dei costi offerte da un travolgente progresso tecnologico e manageriale. Le sofferenze dell'economia hanno quindi spinto a sfruttare con più speditezza queste opportunità, e l'impatto sui profitti da caduta della domanda è stato almeno parzialmente controllato dal sostegno proveniente da riorganizzazioni, innovazioni e ristrutturazioni. Questi volti della crisi si intravedono in tutti i paesi, ma segnatamente negli Stati Uniti, dove la flessibilità dell'economia e quindi le opportunità del "compenso" sopracitato sono più evidenti che altrove. I recenti dati della Fed sui "flussi dei fondi"

Il financing gap Usa*

In miliardi di \$ desgiagonalizzati

	Invest	Cash flow	Finan. gap
III - 07	1.242,1	920,4	321,7
III - 09	809,8	1.015,2	-205,4
I - 10	1.004,2	1.010,6	-6,4

(*) Vedi testo
 Fonte: data: il Sole 24 Ore su dati Fed

di permettono di valutare, per le società non-agricole non-finanziarie, l'andamento del financing gap, cioè della differenza fra gli investimenti (sia fissi sia in scorte, con queste ultime valutate al costo di sostituzione) e il cashflow (esclusi i profitti non distribuiti delle sussidiarie estere delle società Usa). Quando questa grandezza è positiva, vuol dire che gli investimenti non possono essere autofinanziati e hanno bisogno di ricorsi esterni (di capitale di rischio e/o di capitale di debito). Quando questa grandezza è negativa (il che dovrebbe essere l'eccezione, dato che le imprese normalmente rappresentano lo sbocco del risparmio delle famiglie) vuol dire che i produttori generano più fondi di quanti ne abbiano bisogno per fare gli investimenti. Come si vede dalla tabella, nel pieno della crisi il financing gap si era fatto negativo. Ma ora si è quasi azzerato, grazie a una ripresa degli investimenti. E c'è da augurarsi che alla ricostituzione delle scorte segua quella del capitale fisso.

* RIPRODUZIONE RISERVATA