

**POLITECNICO DI MILANO**  
**Facoltà di Ingegneria dei Sistemi**  
**Dipartimento di Ingegneria Gestionale**



**La valutazione del valore del controllo: un'analisi  
empirica sulle Offerte Pubbliche d'Acquisto in Italia**

Relatore:  
Professor Giancarlo GIUDICI

Tesi di Laurea Magistrale di:  
Anna BELLI Matr. 751424  
Luca BIGNAMINI Matr. 746043

Anno Accademico: 2010/2011



## Sommario

Indice delle figure.....	i
Indice delle tabelle .....	ii
Indice degli allegati.....	iii
Sintesi .....	iv
Abstract .....	v
Introduzione .....	1
Capitolo 1 .....	4
La proprietà e il controllo: i benefici privati.....	4
Tipologie di proprietà.....	4
Tipologie di controllo.....	6
La separazione tra proprietà e controllo.....	9
I benefici privati associati al controllo.....	13
La misurazione dei benefici privati.....	16
Il valore dei benefici privati nel mondo.....	26
Il valore dei benefici privati in Italia .....	26
Capitolo 2 .....	29
Benefici privati: i fattori che impattano sul loro valore .....	29
Classificazione dei fattori chiave .....	29
Le caratteristiche dell'azienda.....	33
La struttura dell'azionariato .....	36
L'identità del primo azionista .....	49
Gli aspetti legali e normativi.....	51
Considerazioni finali .....	56
Capitolo 3 .....	59
La valutazione dei benefici privati: le Offerte Pubbliche d'Acquisto .....	59
Il trad-off tra il <i>Market for Corporate Control</i> e la protezione degli azionisti di minoranza .....	59
OPA: descrizione e classificazione .....	65
I benefici privati misurati attraverso il prezzo delle OPA.....	72
Capitolo 4 .....	78
Analisi empirica: quantificazione dei benefici privati .....	78
Descrizione dello stimatore.....	78

Le fonti.....	80
Indici e dati di Mediobanca .....	81
L'archivio della Consob.....	81
Il sito de Il Sole24Ore e l'archivio Radiocor .....	81
Il sito di Borsa Italiana .....	81
Il Taccuino dell'azionista.....	82
Il Calepino dell'azionista.....	82
Scelta del campione .....	83
Definizione del campione.....	85
Specificazione dello stimatore .....	91
Fattori che influenzano il valore del controllo .....	98
La dimensione dell'impresa.....	99
Il Leverage .....	101
Il ROA.....	103
L'offerente è già azionista della target.....	104
Il flottante.....	106
L'offerente non è un singolo ma un gruppo.....	106
L'OPA è finalizzata al ritiro dal mercato .....	108
OPA obbligatoria o volontaria .....	109
Variabili composte.....	110
Capitolo 5 .....	112
Analisi di regressione: individuazione delle variabili significative.....	112
Modello di riferimento .....	112
Analisi di robustezza.....	115
Test statistici.....	115
Confronto con le varianti del modello principale.....	118
Modelli di controllo .....	120
Modello con tutte le variabili .....	120
Modelli che specificano la dummy <i>Obbligo</i> .....	121
Modelli incentrati sullo studio della volontarietà dell'OPA .....	122
Modello incentrato sullo studio della dummy <i>Interno</i> .....	125
Conclusione .....	127
Bibliografia.....	129

Descrizione Allegati .....	135
Allegato 1.....	137
Allegato 2.....	141
Allegato 3.....	147
Allegato 4.....	152
Allegato 5.....	156
Allegato 6.....	163

## Indice delle figure

Figura 1: Classificazione dei benefici privati del controllo .....	14
Figura 2: Andamento del Voting Premium dal 1989 al 2000 .....	28
Figura 3: Variazione dell'RSV in funzione delle quote dei primi due azionisti .....	37
Figura 4: Modello di <i>Minority Voting Control</i> .....	44
Figura 5: Analisi delle tipologie di OPA.....	85
Figura 6: Analisi delle tipologie di strumenti oggetto d'offerta .....	86
Figura 7: Analisi delle cause che comportano l'obbligo di OPA.....	88
Figura 8: Valori della variabile <i>LogFatt</i> sulla base dell'ultimo anno.....	100
Figura 9: Valori della variabile <i>ROA</i> sulla base dell'ultimo anno.....	103
Figura 10: Modello di riferimento .....	113
Figura 11: Diagramma di dispersione dei residui .....	115
Figura 12: Analisi grafica sulla distribuzione e normalità dei residui.....	116
Figura 13: Test per la normalità dei residui.....	116
Figura 14: Test di White per l'omoschedasticità dei residui .....	117
Figura 15: Test di collinearità tra le variabili indipendenti del modello di riferimento .....	118
Figura 16: Modello 1, che ha come variabile dipendente il <i>Premium a due mesi</i> .....	118
Figura 17: Modello 2, che utilizza i valori medi per alcune variabili indipendenti.....	119
Figura 18: Modello 3, che contiene tutte le variabili .....	120
Figura 19: Modello 4, che specifica la dummy <i>Obbligo</i> attraverso la dummy <i>Obbligo-senza-ritiro</i> ...	121
Figura 20: Modello 5, che specifica la dummy <i>Obbligo</i> attraverso la dummy <i>Volontaria-con-ritiro</i> ..	122
Figura 21: Modello 6, che studia l'impatto congiunto tra la volontarietà di un'OPA e il <i>Fatturato</i> ...	123
Figura 22: Test di collinearità tra le variabili del modello 6 .....	124
Figura 23: Modello 7, che studia l'impatto congiunto tra la volontarietà di un'OPA e la <i>Leva</i> .....	125
Figura 24: Test di collinearità tra le variabili del modello 7 .....	125
Figura 25: Modello 8, che studia l'impatto congiunto tra il <i>Flottante</i> e la dummy <i>Interno</i> .....	126
Figura 26: Test di collinearità tra le variabili del modello 8 .....	126

## Indice delle tabelle

Tabella 1: Statistiche descrittive <i>Premium</i> a 1 mese.....	95
Tabella 2: Statistiche descrittive <i>Premium</i> a 2 mesi.....	95
Tabella 3: Statistiche descrittive relative alla variabile <i>LogFatt</i> sulla base dell'ultimo anno.....	100
Tabella 4: Statistiche descrittive relative a <i>LogFatt</i> sulla base dei valori medi degli ultimi anni.....	100
Tabella 5: Statistiche descrittive relative alla variabile <i>Leva</i> sulla base dell'ultimo anno.....	102
Tabella 6: Statistiche descrittive relative alla <i>Leva</i> sulla base dei valori degli ultimi anni .....	102
Tabella 7: Statistiche descrittive relative al <i>ROA</i> sulla base dell'ultimo anno .....	104
Tabella 8: Statistiche descrittive relative al <i>ROA</i> sulla base dei valori degli ultimi anni .....	104
Tabella 9: Statistiche descrittive relative alla dummy <i>Interno</i> .....	105
Tabella 10: Statistiche descrittive relative alla dummy <i>Interno</i> quando vale "0" .....	105
Tabella 11: Statistiche descrittive relative al <i>Flottante</i> .....	106
Tabella 12: Statistiche descrittive relative alla dummy <i>Patto</i> .....	107
Tabella 13: Statistiche descrittive relative alla dummy <i>Patto</i> quando vale "1" .....	107
Tabella 14: Statistiche descrittive relative alla dummy relativa al <i>Ritiro</i> .....	109
Tabella 15: Statistiche descrittive relative alla dummy relativa al <i>Ritiro</i> quando vale "1" .....	109
Tabella 16: Statistiche descrittive relative alla dummy <i>Obbligo</i> .....	110

# Indice degli allegati

Allegato 1.....137  
Allegato 2.....141  
Allegato 3.....147  
Allegato 4.....152  
Allegato 5.....156  
Allegato 6.....163

## Sintesi

Il lavoro si focalizza sull'analisi dell'esistenza di particolari benefici associati al controllo di una società e posseduti da un gruppo limitato di persone che, sfruttando le risorse dell'impresa, generano vantaggi non condivisibili con il resto dell'azienda. Tali benefici, essendo privati, sono difficilmente osservabili e, quindi, non quantificabili tramite una misurazione diretta. Tuttavia, per quantificarli, in letteratura si ritrovano due approcci: il *Voting Premium* e il *Block Premium*. La presente tesi si propone di individuare un metodo alternativo per il calcolo di questi benefici con lo scopo di superare i limiti associati ai due approcci tradizionali. Inoltre, in questa tesi si cerca di dimostrare che anche agli azionisti marginali si deve sempre riconoscere nelle azioni che detengono una componente legata al controllo poichè questi ultimi contribuiscono, in uno scenario di contendibilità del controllo, attuale o potenziale, al conferimento del potere ad uno degli azionisti di rilevanza. Per questo motivo, l'utilizzo dell'indice di Shapley-Shubik, come stimatore della pivotalità di un azionista marginale, risulta incompleto in quanto esso guarda solo alla situazione attuale. Si ritiene opportuno utilizzare come proxy del valore dei benefici privati il premio riconosciuto durante un'offerta pubblica d'acquisto. Esso, infatti, è considerato un ottimo indicatore sia per quantificare i potenziali vantaggi del controllo sia per tener conto del fatto che gli azionisti di minoranza svolgono un ruolo importante nel determinare l'ampiezza dei benefici privati in mano agli azionisti di rilevanza. Allo scopo di testare l'entità di tali benefici, si effettua un'analisi basata su un campione di 74 offerte pubbliche di acquisto avvenute in Italia dal 2000 al 2010. Dall'analisi del campione di riferimento, risulta un premio pari a circa il 20% del valore di mercato delle azioni. Inoltre viene eseguita una regressione lineare al fine di testare l'impatto di alcuni fattori, quali le caratteristiche dell'azienda target, dell'offerente e della tipologia di offerta, sull'entità del premio che l'offerente è disposto a riconoscere.

## Abstract

This thesis focuses on the analysis of the existence of particular benefits related to the control of a company and owned by a limited group of people, who knowledgeable of the company's resources, take advantage over the minority shareholders' rights. These benefits, being private, cannot be easily measured and therefore cannot be quantified through a direct measurement. However there are several research documents which try to quantify these benefits and they are based on two approaches: the *Voting Premium* and the *Block Premium*. The scope of this project is to find an alternative method to calculate these benefits in order to solve the limitations associated with the two traditional approaches. Moreover, this thesis seeks to demonstrate that it is necessary to recognize a component linked to the control to the marginal shareholders too. In fact in a *control contest*, actual or potential, the minority shareholders contribute the grant of power to one of main shareholders. For this reason, the Shapley-Shubik index, used as an estimator of the pivotality of a marginal shareholder, is incomplete because it considers only the present situation. It is appropriate to use, as a proxy of the value of private benefits, the *premium* recognized during a tender offer. This *premium* is considered a good indicator both to quantify the potential benefits of control and also to consider the fact that minority shareholders play an important role in determining the amount of private benefits in the hands of main shareholders. In order to test the value of these benefits, an analysis based on a sample of 74 tender offers that took place in Italy from 2000 to 2010 has been performed. From this analysis, it resulted that a *premium* of approximately of 20% of the market value of the shares has been obtained. In addition, a linear regression is performed to test the impact of certain factors, such as the characteristics of the target company, the bidder and the type of tender offer, and to calculate the value of the *premium* that the bidder is willing to recognize.

## Introduzione

Nel mondo economico-scientifico degli ultimi trenta anni si è dato particolare rilievo all'indagine sull'esistenza di particolari benefici associati al controllo di una società e posseduti da un gruppo limitato di persone. In particolare si è cercato di rispondere alla seguente domanda: "È possibile ottenere dei benefici privati tramite il controllo su una società? E se sì, come si possono valutare?" Tutte le ricerche condotte partono da un'analisi delle differenti tipologie di strutture proprietarie che caratterizzano un'impresa per poi evidenziare l'esistenza di eventuali privilegi associati unicamente a chi controlla l'azienda e non a chi la possiede semplicemente. Vi è, quindi, una separazione tra proprietà e controllo. Tale separazione può essere ottenuta attraverso i gruppi piramidali di imprese, fortemente presenti nel contesto italiano, l'emissione di azioni con differenti diritti di voto, la proprietà azionaria incrociata e i patti di sindacato. Esistono, quindi, due differenti categorie di diritti legati alla proprietà e al controllo: quelli di natura patrimoniale (*Cash-flow right* che generano *Security Benefit*), proporzionali alla quota di capitale posseduta da ciascun azionista e quelli associati al controllo (*Control right* che generano *Private Benefit*), posseduti solo da un numero ristretto di azionisti. L'esistenza di questi ultimi consente a chi li detiene di sfruttare le risorse dell'impresa a proprio vantaggio generando così benefici privati non condivisibili con il resto dell'azienda.

Tali benefici, essendo privati, sono difficilmente osservabili e, quindi, non quantificabili attraverso una misurazione diretta. Tuttavia la letteratura ha proposto nel corso degli anni vari modelli basati principalmente su due approcci: il *Voting Premium*, secondo cui il differenziale di prezzo tra un'azione ordinaria e una di risparmio riflette il valore dei benefici privati e il *Block Premium*, che invece guarda al differenziale di prezzo tra un'azione appartenente ad un blocco di controllo e una di mercato.

La presente tesi si propone di individuare un metodo alternativo per il calcolo di questi benefici con lo scopo di superare i limiti associati ai due approcci tradizionali. Per quanto riguarda il primo stimatore, il problema nasce dal fatto che attualmente in Italia vi è

un numero esiguo di aziende che possiedono azioni di risparmio; il limite del secondo stimatore è che esso si riferisce a trattative private che escludono gli altri azionisti dal godimento di eventuali plusvalenze legate al trasferimento del controllo. Lo scopo della tesi è, invece, dimostrare che anche un azionista di minoranza, che non ha alcun tipo di potere strategico sull'azienda, deve sempre vedere riconosciuta nelle azioni che detiene una componente legata al controllo in quanto anche egli, in uno scenario di *control contest* attuale o potenziale, è essenziale nel conferire il potere ad uno degli azionisti di rilevanza. Il principale indicatore usato in letteratura per tener conto della pivotalità di un azionista marginale è l'indice di Shapley-Shubik in quanto esso descrive la probabilità che l'azionista sia pivotale, ossia indispensabile nell'unirsi ad una coalizione perdente per trasformarla in una vincente. Il limite però di questo indicatore è legato al fatto che in presenza di un azionista di maggioranza assoluta, lo stimatore assume valore zero, ossia la contendibilità del controllo diviene nulla. In questa tesi si cerca di risolvere tale problema adottando quindi un nuovo approccio.

Analizzando il contesto italiano è emerso che, grazie alle normative sulle offerte pubbliche d'acquisto del 1992 e 1998, l'offerente deve riconoscere nel corrispettivo proposto durante un'offerta pubblica di acquisto un premio che tenga conto dei potenziali vantaggi ottenibili e che sia condiviso con tutti gli azionisti che intendono aderire all'offerta. Infatti, il premio riconosciuto in presenza di tale operazione, finalizzata ad ottenere il controllo, è una prova del fatto che i benefici privati esistono e possono essere quantificati. Per questo motivo si ritiene che tale *premium* sia una *proxi* adeguata del valore dei benefici privati estraibili dal controllo. Inoltre, grazie all'obbligo di estendere l'offerta di acquisto anche agli azionisti di minoranza, a seguito dell'ottenimento del controllo, si sottolinea che questi ultimi svolgono un ruolo importante nel determinare l'ampiezza dei benefici privati in mano agli azionisti di controllo.

Per verificare tale concetto si effettua un'analisi basata su un campione di 74 osservazioni rappresentanti le offerte pubbliche di acquisto più adeguate all'indagine e avvenute in Italia dal 2000 al 2010.

Inoltre viene eseguita una regressione lineare al fine di testare l'impatto che alcuni fattori hanno sull'entità del premio che l'offerente è disposto a pagare. In particolare si considerano alcune caratteristiche dell'azienda target, dell'offerente e della tipologia di offerta. Si individua un modello di riferimento e, per testare la validità delle ipotesi avanzate, vengono introdotte delle variabili di controllo e delle varianti sul calcolo della variabile dipendente e di alcuni variabili indipendenti.

La presente tesi è suddivisa in cinque capitoli che possono essere così brevemente riassunti:

- Capitolo 1: in primo luogo si descrivono i benefici privati del controllo specificandone natura e provenienza. Successivamente si individuano, a partire dall'analisi degli studi passati, le proxy più utilizzate per quantificare la loro entità.
- Capitolo 2: attraverso un'indagine sulla letteratura riguardante i modelli sul controllo, si individuano alcuni parametri osservabili che influenzano il valore delle proxy usate per quantificare i benefici privati.
- Capitolo 3: si analizza in che modo attraverso le offerte pubbliche di acquisto si è in grado di riconoscere a tutti gli azionisti dell'azienda un giusto *premium* per il controllo, buona proxy dei benefici privati.
- Capitolo 4: in primo luogo si definisce lo stimatore da utilizzare come proxy del valore dei benefici privati del controllo e successivamente si seleziona e analizza il campione dal quale sono effettuate le indagini per quantificare il valore dello stimatore. Inoltre si individuano diversi fattori che potrebbero influenzare in maniera significativa il valore di tale stimatore.
- Capitolo 5: si sviluppa un'analisi di regressione lineare con lo scopo di testare le ipotesi teoriche relative all'impatto che i fattori definiti nel quarto capitolo hanno sui benefici privati.

## Capitolo 1

### La proprietà e il controllo: i benefici privati

In questo primo capitolo si affronta la tematica legata ai benefici privati estraibili dal controllo; si cerca di capire di cosa si tratta specificandone la natura, la provenienza e i modi per quantificarne l'entità. A tal fine è necessario partire da un'analisi delle tipologie di proprietà e di controllo mettendo in luce gli strumenti che permettono la loro separazione per arrivare a descrivere l'origine dei benefici privati e le proxy usate in letteratura per poterne dare una quantificazione.

#### Tipologie di proprietà

Secondo Golinelli [2000], esistono due grandi tipologie di proprietà: da un lato vi sono le imprese a controllo proprietario debole, caratterizzate da una proprietà diffusa in cui vi è una netta separazione tra proprietari e manager dell'impresa; dall'altro vi sono le imprese a controllo proprietario forte, dove la proprietà è nelle mani di poche persone che controllano di fatto l'azienda.

Imprese del primo tipo sono fortemente presenti in America, le cosiddette *public company*, in cui il conflitto è tra proprietari, che detengono le quote dell'impresa, e manager che definiscono l'orientamento strategico dell'azienda. Una struttura di questo tipo è caratterizzata da elevati costi di agenzia. Si tratta di costi che scaturiscono secondo Jensen e Meckling [1976] da una relazione di agenzia, ossia un contratto mediante il quale una o più persone (*Principal*) impegnano un'altra persona (*Agent*) a prestare servizio nel loro interesse attraverso una delega dei poteri decisionali<sup>1</sup>. Gli interessi dei due soggetti potrebbero però non coincidere e potrebbe, quindi, crearsi un conflitto che porterebbe il secondo a disattendere gli interessi del primo; inoltre potrebbero nascere comportamenti opportunistici legati all'asimmetria informativa tra i due soggetti. I costi di agenzia

---

<sup>1</sup> Il problema dei costi di agenzia è stato trattato per la prima volta da Adam Smith in "La ricchezza delle Nazioni", 1937.

comprendono, quindi, i costi di monitoraggio sostenuti dal *Principal* per controllare l'*Agent*, il costo contrattuale e la perdita residuale legata ai comportamenti opportunistici dell'agente. È necessario trovare la struttura finanziaria ottimale per ridurre tali costi come spiegato nel quarto capitolo.

Le imprese appartenenti, invece, alla seconda categoria sono per lo più presenti in Europa e, in particolare, in Italia dove esistono individui o famiglie che attraverso la loro quota rilevante di azioni esercitano un forte influsso sull'azienda. Per via di una struttura proprietaria fortemente concentrata e, quindi, di un basso livello di contendibilità del controllo, il conflitto che si viene a creare è tra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza. Anche in questo caso sono presenti costi di agenzia poiché spesso nascono divergenze tra gli interessi degli azionisti di maggioranza, che puntano ad accrescere i propri privilegi a scapito dell'impresa, e gli interessi degli azionisti di minoranza, orientati a creare e massimizzare il valore dell'impresa. Quindi, da un lato ci sono i proprietari controllanti che detengono una quota di azioni tale da poter esercitare un controllo sulle scelte strategiche e sugli investimenti che l'impresa sostiene; dall'altro lato vi sono i proprietari non controllanti che detengono piccole quote azionarie che non permettono loro di prender parte alle decisioni strategiche.

## Tipologie di controllo

Il controllo riguarda la possibilità di esercitare un'influenza rilevante sulle scelte dell'impresa tale da garantire al soggetto controllante di disporre liberamente del capitale dell'azienda per effettuare investimenti e operazioni per conto dell'impresa. In alcuni casi, questi ultimi potrebbero essere dettati da fini personali e quindi risultare non vantaggiosi per chi partecipa al capitale societario senza esercitarne alcuna influenza. I modelli di controllo più diffusi possono essere classificati, secondo l'analisi di Barca [1994], sulla base di quattro dimensioni:

1. L'efficacia della proprietà nell'assicurare il controllo al controllante; qualora il controllante detenga la maggioranza assoluta allora tale efficacia risulta molto elevata; contrariamente è molto bassa se la proprietà è dispersa.
2. La presenza di strumenti extra-proprietari che assicurino l'esercizio del controllo; tali strumenti sono i vincoli contrattuali e le norme che limitano il diritto di voto per certe tipologie di azioni, le alleanze o i sindacati che limitano il comportamento di chi partecipa al patto.
3. La presenza di istituzioni finanziarie e/o investitori istituzionali che monitorano il controllante, vincolando le sue decisioni.
4. La presenza di strumenti di supervisione a garanzia dei non-controllanti; si tratta ad esempio di supervisori o amministratori che garantiscono un comportamento cooperativo da parte del controllante, instaurando relazioni di fiducia tra quest'ultimo e gli altri investitori.

Sulla base di questi elementi è possibile individuare le seguenti tipologie di controllo:

- Controllo assoluto: vi è un solo azionista che detiene il 50% +1 o più dei voti della società. Nel caso detenga il 100% della società allora vi è totale sovrapposizione tra proprietà e controllo. In questa tipologia si ha alta efficacia della proprietà e assenza di controlli extra-proprietari; inoltre, la tutela degli altri investitori è assicurata dai doveri fiduciari, che il

controllante si impegna a rispettare, e dalla nomina di un consiglio di amministrazione a sorveglianza dell'operato del controllante.

- **Controllo familiare:** la maggioranza dei voti è nelle mani di soggetti appartenenti alla stessa famiglia. Solitamente il controllo è esercitato da un unico soggetto al quale gli altri membri della famiglia danno la propria fiducia per l'esercizio dell'azienda.
- **Controllo di coalizione:** la maggioranza dei voti è costituita da un gruppo di persone legate tra di loro da patti di sindacato o da alleanze. In questo caso i proprietari coordinano il loro operato tramite un accordo che può assumere la forma di un vero e proprio sindacato di voto oppure essere di natura più informale.
- **Controllo a supervisione finanziaria:** il controllo è separato dalla proprietà che possiede opportuni strumenti per supervisionare i controllanti. Tra i proprietari non-controllanti sono presenti gli intermediari bancari che hanno il ruolo di supervisori a tutela degli interessi di chi non detiene il controllo.
- **Controllo di gruppo:** vi è un unico soggetto che, a capo di una *holding*, controlla un gruppo di imprese tramite la detenzione di partecipazioni dirette, solitamente minoritarie, e indirette.
- **Controllo cooperativo:** ogni socio ha diritto a un solo voto in assemblea, indipendentemente dalla quota posseduta.
- **Controllo statale:** la proprietà è dello Stato e il controllo è nelle mani di autorità statali che operano entro vincoli contrattuali. Esse devono assicurare la massima efficienza possibile e sono sorvegliate dalle autorità politiche.
- ***Public company:*** la proprietà è nelle mani di un numero elevato di soggetti, ognuno dei quali ha una piccola quota, mentre il controllo appartiene ai manager che sono eletti dagli azionisti e possono perdere il controllo anche contro la loro volontà. Gli strumenti che assicurano una conduzione corretta del controllo sono rappresentati dai doveri fiduciari e

dall'*exit*, ossia la possibilità di acquisto da parte di uno scalatore ostile delle quote dell'azienda caratterizzata da un azionariato diffuso.

Soffermandosi sull'Italia, la maggior parte delle aziende è a controllo familiare o di gruppo, mentre è assente il modello delle *public company*.

Inoltre, da un'indagine di Brioschi, Buzzacchi, Colombo [1990] risulta che la forma di organizzazione e controllo più diffusa tra le PMI italiane è il gruppo piramidale di imprese in cui al vertice si trova la società *holding* che detiene delle partecipazioni su altre società dette partecipate che a loro volta detengono partecipazioni in ulteriori società. Secondo una definizione degli stessi autori il gruppo di imprese è "un insieme di imprese giuridicamente indipendenti connesse da legami azionari che, complessivamente, o consentono il controllo certo di tutte le attività oppure, in alternativa, ne facilitano e garantiscono il coordinamento". In questo modo, ogni società è indipendente sul piano giuridico ma il controllo è nelle mani della *holding* in maniera diretta o indiretta. Oltre al gruppo piramidale o gerarchico esiste anche il gruppo associativo, tipico dell'economia giapponese, in cui più imprese sono legate da possessi azionari reciproci e il coordinamento non fa capo a una *holding* ma è ottenuto tramite opportuni meccanismi formali o informali. Il limite rappresentato dal modello piramidale è legato ai conflitti di interesse che si creano tra vertice e base. Infatti, l'azionista di controllo della capogruppo potrebbe avere interessi che differiscono da quelli dei singoli partecipanti non controllanti; il primo è interessato, infatti, al rendimento del gruppo nel suo complesso, i secondi invece guardano ai soli risultati della loro singola impresa. Il gruppo piramidale ha il vantaggio di essere uno degli strumenti finanziari utilizzabili per la separazione tra proprietà e controllo.

## La separazione tra proprietà e controllo

Per capire meglio cosa si intende con separazione tra proprietà e controllo è opportuno analizzare i diritti legati alla proprietà e al controllo che possono essere classificati in:

- Diritti di natura patrimoniale (*Cash-flow right* generanti *Security Benefit*) che consistono nel diritto di ricevere un dividendo e di ottenere una ripartizione del capitale residuale dell'impresa proporzionale alla quota di partecipazioni possedute.
- Diritti del controllo (*Control right* generanti *Private Benefit*) che si suddividono in:
  - Diritto di voto nell'assemblea degli azionisti (*Voting right*).
  - Diritto di eleggere i membri del consiglio di amministrazione (*Board right*).
  - Diritto di gestire operativamente l'impresa (*Management right*).

La separazione tra *Cash-flow right* e *Control right*, tipica appunto del contesto italiano, è ottenibile non solo attraverso i gruppi piramidali, precedentemente descritti, ma anche con altri strumenti quali l'emissione di azioni con differenti diritti di voto, la proprietà azionaria incrociata e i patti di sindacato.

Per quanto riguarda l'emissione con differenti diritti di voto, in Italia non vale il principio "1azione=1voto" tipico della cultura angloamericana. Le aziende italiane hanno, infatti, la possibilità di emettere titoli azionari che si differenziano per le modalità sia d'esercizio del potere di voto in assemblea sia di riscossione del dividendo. In particolare si distinguono tre principali tipologie di titoli azionari:

- Azioni ordinarie: il dividendo è riscosso sulla base della quota di titoli posseduti; tali titoli danno il diritto di voto sia nell'assemblea dei soci ordinaria, in cui viene approvato il bilancio e vengono nominati gli amministratori, sia in quella straordinaria, dove vengono prese decisioni di finanza straordinaria.

- Azioni privilegiate: conferiscono un privilegio sia in sede di distribuzione degli utili, misurato in percentuale sul valore nominale del titolo, sia nel caso di rimborso del capitale allo scioglimento della società. Tuttavia danno diritto di voto solo nell'assemblea straordinaria.
- Azioni di risparmio: non attribuiscono alcun diritto di voto nelle assemblee societarie ma offrono extra-dividendi e diverse priorità:
  - Dividendo minimo quando le azioni di voto staccano piccoli dividendi (almeno 5%).
  - Extradividendo quando le azioni di voto staccano alti dividendi (almeno 2%).
  - Possibilità di ricevere i dividendi che non sono stati pagati gli anni precedenti (fino a due anni).
  - Se l'equity di una società viene ridotto, prima si riducono le azioni di voto e solo in caso di cancellazione totale si passa a quelle di non-voto.
  - In caso di bancarotta le azioni di risparmio hanno la precedenza nella gestione dei *claim*.

Attraverso l'emissione di azioni di risparmio si accentua la separazione tra chi è proprietario e controllante dell'impresa, ossia i possessori di azioni ordinarie, e chi è proprietario non controllante, ossia i detentori di azioni di risparmio.

Con proprietà azionaria incrociata o *cross holding* si intende un meccanismo secondo cui si instaurano relazioni orizzontali tra le diverse società. Si tratta di partecipazioni reciproche in cui una società di capitali A possiede partecipazioni, dirette o indirette, in un'altra società di capitali B, che a sua volta partecipa, direttamente o indirettamente, nel capitale di A. Tale strumento è meno utilizzato in Italia poiché è soggetto a maggiori vincoli legislativi. In particolare l'*articolo 121* del Testo Unico della Finanza<sup>2</sup> prevede che le partecipazioni reciproche devono essere inferiori al 2% per le società quotate, soglia che può essere innalzata al 5% con il consenso delle assemblee di

---

<sup>2</sup> Da questo momento verrà indicato con l'acronimo TUF.

entrambe le società, e al 10% per le imprese non quotate. È necessario introdurre tali vincoli a causa di distorsioni patrimoniali che potrebbero sorgere. Infatti, tra le conseguenze negative vi è il cosiddetto fenomeno dell'annacquamento del capitale, che porta una società ad avere una misura contabile del capitale sociale alla quale non corrispondono effettive attività patrimoniali. Questa situazione è causata da una sottoscrizione reciproca di azioni tra due società; ciò accade quando esse aumentano contemporaneamente il proprio capitale sociale e ciascuna sottoscrive e paga l'aumento all'altra. Un altro motivo per cui in Italia sono stati introdotti vincoli stringenti sulle partecipazioni incrociate riguarda la difesa della contendibilità del controllo delle società. Tali partecipazioni si distinguono dai patti di sindacato proprio perché riguardano accordi tra società e non tra soci.

I patti di sindacato, detti anche patti parasociali, sono accordi stipulati tra soci al di fuori dell'atto costitutivo e dello statuto, che cercano di garantire un comune interesse o una giusta condotta sociale tra gli stessi firmatari sia nei rapporti con la società, che con gli organi sociali e in generale con terzi. I soci che si legano con accordi di sindacato sono spesso azionisti che, non avendo singolarmente i voti sufficienti per avere il controllo dell'impresa, ma disponendo di una quota azionaria rilevante, sfruttano la possibilità di unirsi per governare l'impresa. Tali patti forniscono stabilità al governo dell'azienda ma nello stesso tempo hanno un impatto negativo sulla contendibilità del controllo necessaria per la tutela dei piccoli azionisti e per salvaguardare un'efficiente allocazione delle risorse. Tuttavia il TUF stabilisce regole ben precise proprio per garantire la tutela dei piccoli investitori. Inoltre sempre seguendo le indicazioni contenute nel TUF<sup>3</sup> i patti possono essere distinti in:

- Patti di voto: sono accordi aventi per oggetto l'esercizio del diritto di voto nelle società quotate e nelle società che le controllano.
- Patti di consultazione: istituiscono obblighi di preventiva consultazione sulla direzione dell'esercizio di voto.

---

<sup>3</sup> Art. 122 comma 1 e 5 del TUF

- Patti di blocco: pongono limiti al trasferimento delle relative azioni o di strumenti finanziari che attribuiscono diritti di acquisto o di sottoscrizione delle stesse.
- Patti di acquisto: prevedono l'acquisto di azioni o di strumenti finanziari, che attribuiscono diritti di acquisto e sottoscrizione di azioni, sia nella società di riferimento che in altre, con l'obiettivo di rafforzare la posizione di controllo del patto nel suo complesso.
- Patti aventi per oggetto o per effetto l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante sulle società quotate o sulle società che le controllano.

Tutti questi meccanismi insieme alla presenza di benefici privati, spiegati successivamente, amplificano il conflitto tra gli azionisti di controllo e quelli di minoranza con il conseguente aumento dei costi di agenzia. Infatti, l'azionista di controllo ha la possibilità di estrarre i benefici privati pur non disponendo della maggioranza delle quote proprietarie e, spesso, pur di ottenere un numero maggiore di benefici privati, egli è disposto a prendere decisioni a scapito del valore aziendale e quindi degli azionisti di minoranza.

## I benefici privati associati al controllo

Secondo la definizione di Coffee [2001] i benefici privati del controllo<sup>4</sup> sono “[...] tutti quei benefici che chi controlla un’azienda può estrarre per se stesso, senza doverli condividere con gli altri azionisti [...]”. Tali benefici sono in genere ottenibili grazie ai comportamenti non osservabili che si possono assumere, per via dei problemi di agenzia e delle asimmetrie informative, in modo tale da utilizzare le risorse dell’impresa con lo scopo di raggiungere obiettivi personali spesso in contrasto con il benessere complessivo. Esempi di tali benefici sono l’appropriazione di compensi non monetari quali l’iscrizione a circoli privati, automobili, arredi, carte di credito o lussuose trasferite completamente rimborsabili, prestigio ma anche bonus monetari molto elevati.

Esistono teorie alternative ai modelli tradizionali sui PB, secondo cui il sovrapprezzo pagato per il controllo viene paragonato alla situazione in cui un bene viene negoziato ad un prezzo maggiore di quello di mercato. In particolare, questo *surplus* potrebbe essere spiegato come la differenza nei prezzi di riserva del venditore e dell’acquirente (questo è il caso delle transazioni *Over The Counter* per cui non esiste un vero e proprio mercato di riferimento) o con il fenomeno della *Winner Course* per cui l’acquirente, per ottenere un bene, è disposto a pagarlo a un prezzo maggiore di quello con cui avrebbe potuto comunque garantirsi l’acquisto. Tale teoria più nota con il nome di *Overpayment Theory* è stata analizzata da numerosi studiosi tra cui Barclay e Holderness [1991]. Altri motivi che giustificano tale sovrapprezzo potrebbero essere legati al fatto che acquirente e venditore abbiano informazioni diverse che portano a valutazioni differenti oppure, nel caso di un’azienda rilevata da un gruppo, quest’ultimo potrebbe godere di numerose sinergie che solo esso è in grado di sfruttare. Questi ultimi aspetti sono stati ampiamente studiati e definiti con il nome di *Superior Information Theory*. Tuttavia, entrambe le teorie qui accennate risultano parziali e non adatte per spiegare il fenomeno.

Per definire in maniera più dettagliata i benefici privati è interessante analizzare la classificazione proposta da Ehrhardt e Nowak [2003] rappresentata nella pagina seguente.

---

<sup>4</sup> Indicati in seguito con l’acronimo PB.

Figura 1: Classificazione dei benefici privati del controllo

	Pecuniari	Non pecuniari
Alta trasferibilità	<b>Self-Dealing:</b> Bonus Extracompenzi Trasferimento di <i>asset</i> Prestiti a basso costo	<b>Amenities:</b> Influenza opinione pubblica Brand Qualità
Bassa trasferibilità	<b>Dilution:</b> <i>Insider trading</i> <i>Freeze-out</i> <i>Squeeze-out</i>	<b>Reputation</b> Prestigio sociale Tradizione familiare Promozioni

Fonte: Ehrhardt e Nowak [2003]

In particolare si nota che i benefici privati possono essere classificati sulla base della loro natura (pecuniaria o non pecuniaria) e delle loro caratteristiche di trasferibilità (alta o bassa), ossia la capacità dell'azionista di maggioranza di goderne indipendentemente dalla propria identità. Si individuano quindi le seguenti categorie:

- *Self-dealing*: sono i trasferimenti pecuniari che derivano direttamente dalla sottrazione degli *asset* della compagnia a favore dell'azionista di controllo.
- *Dilution*: sono dei benefici che l'azionista di controllo ottiene a scapito degli azionisti di minoranza, ma senza una sottrazione diretta degli *asset* aziendali.
- *Amenities*: tale categoria identifica i benefici non pecuniari associati al controllo dell'azienda e alle sue caratteristiche oggettive, per cui trasferibili quando cambia la proprietà.
- *Reputation*: si tratta dei benefici non pecuniari legati al controllo dell'azienda, ma che possono essere valorizzati soltanto dal possessore attuale (come la tradizione familiare o anche il valore psicologico del controllo).

Tali benefici, proprio perché privati, sono difficili da osservare e quindi non è facile valutarli. Inoltre, se essi fossero quantificabili sarebbe altrettanto semplice per gli azionisti di

minoranza espropriati citare in giudizio l'azionista di controllo e pretendere il risarcimento dei danni subiti. Solo l'azionista di controllo è a conoscenza del loro valore effettivo ed egli non ha alcun incentivo a diffondere informazioni sul loro ammontare anche se a volte anch'egli ha difficoltà a farne stime precise. Nonostante ciò, vari studiosi hanno cercato di quantificarli attraverso l'individuazione di opportuni metodi.

## La misurazione dei benefici privati

La letteratura propone due approcci basati su:

- *Voting premium*: differenziale di prezzo tra un'azione ordinaria e una di risparmio.<sup>5</sup>
- *Block premium*: differenziale di prezzo tra un'azione del blocco di controllo e una di mercato.<sup>6</sup>

Per quanto riguarda il primo approccio, si sottolinea il fatto che solo chi detiene azioni ordinarie è in grado di esercitare il controllo mediante i diritti di voto che queste incorporano. Tuttavia gli azionisti di minoranza, detentori di azioni ordinarie, spesso non hanno la possibilità di influenzare le scelte dell'impresa, proprio perché azionisti marginali; nonostante ciò, il differenziale di prezzo si evidenzia anche nelle azioni ordinarie possedute da questi ultimi. Il motivo di ciò è da ritrovarsi nel fatto che questi azionisti minoritari possono, in uno scenario di *control contest*, assumere un ruolo decisivo nella creazione di un nuovo gruppo di comando. Quindi, tanto più è elevata la probabilità che il controllo sia contendibile, ossia maggiore è la probabilità di una scalata al controllo, maggiore è il ruolo svolto dagli azionisti di minoranza, ossia maggiore peso assume la loro pivotalità in tale scenario. Successivamente si descrive in che modo può essere calcolata la probabilità di un piccolo azionista di essere pivotale, ossia essenziale nell'unirsi ad una coalizione perdente per trasformarla in una vincente

Tra i primi autori che hanno posto l'attenzione sullo studio dei PB legati al controllo ed in particolare sul fatto che le azioni con diritto di voto effettivamente ammettono un differenziale di prezzo rispetto a quelle senza diritto di voto, sono Lease, Mc Connel e Mikkelson [1981]. Essi analizzano un campione di aziende con differenti classi di azioni e in particolare si focalizzano sulle cosiddette *superior voting shares* o azioni di classe superiore ossia quelle azioni per cui non vale più l'uguaglianza "1azione=1diritto di voto" bensì ad ogni azione è associato un numero  $n$  di diritti di voto. Gli autori dimostrano che tali azioni sono

---

<sup>5</sup> Da questo momento indicato con l'acronimo VP.

<sup>6</sup> Da questo momento indicato con l'acronimo BP.

scambiate ad un certo *premium price* rispetto a quelle di voto limitato o nullo, definite anche azioni di classe inferiore o *inferior voting shares*; inoltre, in alcuni casi, le azioni di voto superiore sono scambiate con uno sconto poiché associati al controllo non vi sono solo benefici ma anche costi. Per testare questa ipotesi gli autori prendono in considerazione i prezzi di due classi di azioni aventi gli stessi dividendi ma differenti diritti di voto associati; ogni differenza di prezzo, quindi, non è giustificata da una differente stringa di dividendi staccata, bensì dal fatto che le azioni con diritto di voto superiore godono di un *pay-off* addizionale legato alla possibilità, da parte di chi le possiede, di poter far parte del *board of director*, prendendo decisioni strategiche importanti per l'impresa. Il campione di imprese studiato è costituito da tre categorie di azioni:

- A: azioni con diritto di voto o diritto di voto superiore.
- B: azioni senza diritto di voto o diritto di voto limitato.
- Azioni "privilegiate": azioni a cui sono associati solo certi diritti di voto.

Da un'indagine sui dati storici, risulta che mentre il numero di azioni di classe A e classe B varia nel tempo, il loro rapporto tende a rimanere costante.

Nel campione si distinguono tre categorie di aziende:

- Categoria 1: aziende con azioni A con diritto di voto e azioni B senza diritto di voto.
- Categoria 2: aziende con azioni A con diritto di voto superiore e azioni B con diritto di voto limitato.
- Categoria 3: aziende con azioni A con diritto di voto superiore, azioni B con diritto di voto limitato e con un blocco di azioni "privilegiate".

Gli autori, per mettere in luce la presenza di un *premium price* associato alle azioni con diritto di voto, ricorrono al rapporto tra i prezzi delle due categorie di azioni:

$$Price\ ratio = \frac{P_v}{P_{nv}}$$

Per le aziende di categoria 1 e 2 il *price ratio* medio è maggiore di 1, quindi vi è effettivamente un *premium price* pagato per le azioni con diritto di voto o con voto superiore; invece, per le aziende di categoria 3, il *price ratio* è minore di 1, quindi le azioni con classe di voto superiore sono scambiate in questo caso con uno sconto.

Gli autori, come stimatore del *premium price*, utilizzano tale misura:

$$Q_{ji} = \left[ \left( \sum_{t=1}^{12} \left( \frac{PR_{jit}}{12} \right) - 1 \right) P_{ji12} \right] N_{ji}$$

$$Q_j = \sum_{i=1}^{38} \frac{Q_{ji}}{T_j}$$

ove  $Q_{ji}$  è la stima del *premium price* per la compagnia  $j$  nell'anno  $i$ ,  $PR_{jit}$  è il *price ratio* dell'azienda  $j$  alla fine del mese  $t$  dell'anno  $i$ ,  $P_{ji12}$  è il prezzo dell'azione con voto limitato alla fine dell'anno  $i$  e  $N_{ji}$  è il numero di azioni con voto superiore nell'anno  $i$ .  $Q_j$  è invece la stima del *premium price* medio della compagnia  $i$ .

Dall'analisi risulta che le aziende di categoria 1 e 2 godono di un *premium price* economicamente significativo e positivo; al contrario, per le aziende di categoria 3 risulta un *premium price* negativo, ossia le azioni con classe di voto superiore sono scambiate con uno sconto rispetto a quelle di classe di voto limitato per la presenza di azioni "privilegiate". Ciò è legato al fatto che associati al controllo non vi sono solo benefici ma anche costi; infatti, se nelle prime due categorie di aziende i benefici ottenibili con azioni di classe A pesano più dei costi associati al controllo, nelle aziende di categoria 3 avviene il contrario. Infatti, quando il controllo è in parte detenuto anche da azionisti con azioni "privilegiate", esso risulta essere maggiormente diluito e quindi i potenziali costi legati al controllo tendono a dominare i benefici.

Per quanto riguarda il secondo approccio, la stima dei benefici privati derivanti dal controllo si calcola confrontando il prezzo di un pacchetto azionario di controllo e il prezzo di un'azione dispersa sul mercato. Le ragioni di un *premium price* legato al pacchetto sono da ritrovarsi nel fatto che questo conferisce il controllo a chi lo possiede e di conseguenza i rispettivi benefici associati al controllo.

Il primo studio sul *Block Premium* è di Barclay [1989] il quale ha elaborato un modello di regressione con lo scopo di capire quali variabili impattano sul *premium price* e con quale intensità. Nella sua analisi, egli individua che, contrariamente alle teorie di portafoglio secondo cui gli individui dovrebbero diversificare la loro proprietà e possedere una piccola percentuale di una data azienda con lo scopo di ridurre il rischio complessivo di portafoglio, molte *public corporation* hanno uno o più azionisti che possiedono un'elevata percentuale delle azioni dell'azienda. Quindi dall'analisi dell'impatto del blocco proprietario sulle decisioni a livello corporate, si mette in luce che i manager che possiedono grandi blocchi di azioni ricevono benefici privati non proporzionali alla loro frazione di proprietà. Se tutti gli azionisti ricevessero PB in relazione alla loro proprietà, i blocchi di maggioranza sarebbero scambiati al loro prezzo di mercato o con uno sconto in caso di presenza di costi; al contrario, se i possessori dei blocchi di maggioranza usassero il loro potere di voto per assicurarsi benefici non disponibili agli altri azionisti, i blocchi sarebbero scambiati ad un *premium price*. In breve siccome il prezzo di mercato riflette il valore dei futuri dividendi da distribuire a tutti gli azionisti in proporzione alla loro proprietà, ogni differenza tra il prezzo del blocco e il prezzo di mercato riflette i benefici destinati al solo proprietario del blocco: i *Private Benefit* del controllo appunto.

Un potenziale acquirente valuta due flussi di benefici:

- *Security Benefit*<sup>7</sup>: i dividendi attesi e altri *cash-flow* che derivano dalla proprietà posseduta. Il prezzo di scambio potrebbe cambiare quando vi è l'annuncio dello scambio del blocco legato a cambiamenti del management. Quindi il nuovo prezzo dovrebbe riflettere i benefici ottenibili in presenza del nuovo blocco di maggioranza.
- *Private Benefit*: il flusso di benefici privati derivanti dal potere di voto e che non sono disponibili agli altri azionisti di minoranza.

Come variabile dipendente, Barclay ricorre al *Block Premium*, definito come la differenza tra il prezzo di un'azione del blocco e il prezzo di mercato dopo l'annuncio

---

<sup>7</sup> Da questo momento indicati con l'acronimo SB.

moltiplicata per il numero di azioni del blocco e divisa per la capitalizzazione di mercato dell'azienda:

$$VP_b = \frac{(P_b - P_m)N_b}{P_m N_{tot}}$$

Dal campione si evince che il *Block Premium* scambiato vale mediamente il 20% del prezzo di mercato dopo l'annuncio. In alcuni casi il prezzo del blocco è scontato rispetto al prezzo dopo l'annuncio; questi sconti sono legati ai costi del controllo (definiti anche *private cost*). Infatti, vi sono dei costi associati all'estrazione dei benefici privati e, a titolo d'esempio, secondo le ricerche condotte da Barclay e Holderness [1989], tali costi, sostenuti solo dall'azionista di controllo, possono derivare dal monitoraggio dell'azienda o dalle azioni intraprese per difendersi da vicende legali avviate contro di lui dallo Stato e/o dagli azionisti di minoranza.

Nel caso in cui tali costi eccedano i PB, allora non si hanno acquisti di azioni fintanto che il blocco non viene scontato. La vendita con sconto viene realizzata solo se risulta vantaggiosa rispetto alla rottura del blocco e alla conseguente vendita delle singole azioni.

Infine dall'indagine, si evidenzia che il *premium price* cresce a un tasso decrescente con la frazione di proprietà posseduta dal blocco, mentre decresce con la dimensione dell'impresa; gli individui, per la loro avversione al rischio e per il loro capitale limitato, pagano un premio più alto quando l'azienda è levereggiata, quando vi è una bassa varianza dei ritorni e quando vi è buona liquidità dei titoli negoziabili. Inoltre, migliore è la situazione finanziaria l'anno precedente maggiore è il *premium*. Tali aspetti verranno dettagliati nel secondo capitolo.

Esistono quindi due metodi principali per valutare i benefici privati associati al controllo. Tuttavia, come accennato precedentemente, affinché si evidenzi un premio per il controllo è necessario che si verifichi uno scenario di contendibilità del controllo (*control contest*), il quale avrà una certa probabilità di accadimento. È interessante studiare come si modifica il premio pagato simulando differenti scenari ai quali sono associati diverse probabilità di un *control contest*. In questo modo si può spiegare per quale motivo anche le

azioni ordinarie di minoranza scambiate sul mercato, pur non facendo parte del pacchetto di controllo, incorporano una parte dei benefici privati legati al controllo attraverso un valore positivo del diritto di voto. Per capire meglio quest'aspetto è interessante prendere in considerazione lo studio di Castellino [1989] che per semplicità considera solo due categorie di azioni che differiscono per il diritto di voto e analizza il *premium price* in due differenti scenari:

- Scenario stabile, in cui uno o più soggetti legati da patti di sindacato possiedono più del 50% delle azioni di voto e non intendono modificare la struttura proprietaria.
- Scenario instabile, in cui c'è una certa probabilità che si verifichi una scalata per il controllo societario.

Nel primo scenario, la differente quotazione tra le due classi di azioni non può trovare spiegazione nel valore dei PB del controllo, poiché in presenza di un azionista di maggioranza assoluta e in assenza di contendibilità del controllo, i PB nelle mani degli azionisti marginali sono pari a zero. Nel secondo scenario, invece, esiste un soggetto che aspira al controllo dell'azienda e possiede  $N_o$  azioni ordinarie; il numero di azioni ordinarie necessario per controllare l'impresa è  $N_1$ , con  $N_1 > N_o$  e, quindi, al soggetto interessato al *takeover* mancano  $(N_1 - N_o)$  azioni ordinarie. Inoltre definendo:

- $P_0$ : valore attuale dei dividendi sotto la gestione corrente.
- $P_1$ : valore dei dividendi sotto la gestione del nuovo soggetto.
- $P_T$ : prezzo per acquisire durante la scalata le rimanenti azioni  $(N_1 - N_o)$ .
- $I_t$ : probabilità di una scalata nell'anno  $t$ .
- $q$ : probabilità che un'azione dispersa sul mercato venga inclusa in quelle da acquistare durante il *takeover*.

Il prezzo di un'azione ordinaria può essere espresso come sommatoria del valore corrente dei dividendi e della speranza matematica attualizzata del maggior valore che si potrebbe ottenere in presenza di *takeover* in futuro. La formula è:

$$P_v = P_0 + \sum_{i=1}^{\infty} (P_1 - P_0)\pi_i(1+r)^{-i} + \sum_{i=1}^{\infty} (P_T - P_1)\pi_i q(1+r)^{-i}$$

Al contrario le azioni senza diritto di voto hanno come unico beneficio, in caso di *takeover*, un incremento del flusso di dividendi attesi sotto il nuovo management:

$$P_{nv} = P_0 + \sum_{i=1}^{\infty} (P_1 - P_0)\pi_i(1+r)^{-i}$$

Quindi il differenziale tra le due classi di azioni è:

$$P_v - P_{nv} = \sum_{i=1}^{\infty} (P_T - P_1)q\pi_i(1+r)^{-i}$$

Se si chiama:

$$\alpha = \sum_{i=1}^{\infty} \pi_i(1+r)^{-i}$$

Allora:

$$P_v - P_{nv} = q\alpha(P_T - P_1)$$

Attraverso un'analisi di simulazione, associando differenti valori ai parametri  $q$  e  $\alpha$ , è possibile capire come varia il differenziale delle due classi di azioni, proxy dei PB del controllo. In particolare, al crescere dei valori di  $q$  e di  $\alpha$  il premio e i PB associati si riducono. È sufficiente, quindi, che il numero di azioni mancanti ( $N_I - N_0$ ) sia molto piccolo rispetto al numero di azioni già possedute affinché il prezzo delle azioni marginali possa aumentare di molto. Tuttavia i premi calcolati da Castellino risultano essere eccessivi e quindi poco veritieri. Dal modello emerge però un aspetto interessante: il valore di un diritto di voto di un'azione di minoranza dipende molto dalla probabilità che il titolo entri a far parte del pacchetto di controllo durante un *takeover* poiché chi vuole acquisire il controllo, pur di

ottenerlo, è disposto a rinunciare a una parte dei benefici privati proponendo un prezzo di acquisizione maggiore del valore che avranno le azioni sotto la propria gestione.

Viste le considerazioni fin qui realizzate, si può concludere che il valore di un diritto di voto dipende da due componenti:

- L'ammontare di benefici privati complessivi dell'azienda.
- La probabilità che un'azione di minoranza risulti pivotale, ossia determinante nel caso di *takeover*.

La probabilità di essere pivotale dipende dall'assetto proprietario e quindi dalla contendibilità del controllo all'interno della società.

È interessante focalizzarsi anche su altri aspetti legati alla valutazione dei PB associati al controllo che si discostano in parte dai due filoni principali descritti precedentemente.

Lo studio svolto dai due autori italiani Bigelli e Croci [2011] è un esempio di valutazione dei PB attraverso un indicatore differente dai tradizionali. I due studiosi in primo luogo partono dall'idea che il diritto di voto essendo un'opzione e non un obbligo non può assumere valori negativi; infatti nel caso si registrassero valori negativi significherebbe che lo stimatore adottato è una cattiva proxy poiché non tiene conto di aspetti legati al voto. In secondo luogo, la misurazione standard basata sulla differenza di prezzo tra le due classi di azioni, guarda solo alla differenza tra un'azione di voto e una di non-voto, ignorando tutti quei benefici legati alle azioni di non-voto. Per questo motivo, essi propongono un nuovo stimatore, il *Vote Segment*:

$$VS = \frac{P_v - Inv_{segm}}{P_{nv}}$$

$$\text{dove } Inv_{segm} = P_{nv} - PV_{\Delta div} \text{ e } PV_{\Delta div} = \frac{1}{(1+K_e)} \times \left[ (Div_{1nv} - Div_{1v}) + \frac{ExtraDiv_{nv}}{K_e} \right]$$

in cui  $PV_{\Delta div}$  è il *present value* dei dividendi privilegiati dati alle azioni di non-voto e  $K_e$  è il costo dell'equity, valutato con il metodo del CAPM.

Grazie all'uso del *Vote Segment* si incorpora il valore dei dividendi privilegiati e si cattura in modo appropriato il valore del VP. Dall'analisi risulta un valore medio del VS pari a 45,57% e solo in alcuni casi si registra un valore negativo; la negatività è legata a particolari situazioni in cui si trova la relativa azienda come ad esempio una situazione di *financial distress*.

L'analisi empirica è condotta tramite un modello di regressione in cui si prendono in considerazione, come variabili indipendenti, una serie di fattori che guardano alla struttura dell'equity dell'azienda, agli extradividendi garantiti alle azioni di non-voto, alla struttura dell'azionariato, alla dimensione dell'azienda e al livello di liquidità di entrambe le classi di azioni. I risultati interessanti che si ottengono sono:

- Maggiore è il numero delle azioni di voto rispetto al totale delle azioni e minore è il VS, poiché al crescere delle azioni di voto il controllo risulta più diluito e quindi il maggiore azionista per detenere il controllo dovrà avere un numero più elevato di azioni.
- Maggiore è la liquidità delle azioni di voto rispetto a quelle di non-voto, maggiore è il prezzo delle azioni con diritto di voto e quindi maggiore è il  $\Delta$ prezzo delle due classi di azioni, ossia maggiore è il VS.
- Maggiori sono gli extradividendi associati alle azioni di non-voto minore è l'*investment segment* e quindi maggiore è il VS.
- La quota posseduta dall'azionista di maggioranza non ha significatività mentre quella detenuta dal secondo azionista è positivamente associata al VS poiché maggiore è la quota posseduta, maggiore è la probabilità che si abbia un *control contest* e quindi maggiore è il VS.
- Maggiore è la dimensione dell'azienda minore è il VS poiché è meno probabile che l'azienda attragga potenziali acquirenti per via degli alti costi di acquisizione e quindi minore è la probabilità di un *control contest*.
- La presenza di investitori istituzionali comporta maggiore monitoraggio e quindi minore è il valore di VS.

L'aspetto interessante dell'analisi qui condotta è rappresentato dal fatto che il *Vote Segment*, a differenza dell'indicatore classico VP, solo in rari casi registra valori negativi. Questo significa che esso è maggiormente in grado di catturare i PB associati al controllo poichè il diritto di voto è pur sempre un diritto, ossia un'opportunità per chi lo detiene di esercitare una certa influenza sulle decisioni aziendali e quindi, per tale ragione, non può assumere valori negativi.

## Il valore dei benefici privati nel mondo

Da numerosi studi si è notato che in Paesi con differenti normative si riscontrano diversi valori del *premium*. Le indagini condotte da Nenova [2000] e Dyck e Zingales [2002], mostrano che nei Paesi del Nord Europa, in Germania, Svizzera, Francia, Giappone e Gran Bretagna il premio è molto limitato, ossia non supera mai il 10% del valore di mercato dell'impresa; invece in Paesi quali Cile, Brasile, Korea, Messico, Italia e Israele tale valore arriva anche a superare il 30%. Negli Stati Uniti il valore scende sotto il 5%. Le ragioni di tale divario sono legate alla differente situazione legislativa dei vari Paesi e alla struttura dell'azionariato delle aziende presenti sul territorio. Ad esempio per quanto riguarda la struttura azionaria, è interessante notare che in Italia il blocco di voto principale detiene una quota media del 54,5%, mentre il secondo blocco scende al 5% e il terzo blocco al 2,7%. Invece, nel Regno Unito e negli USA la situazione è completamente differente; infatti, non esiste nessun blocco di controllo e in genere il primo blocco è mediamente di dimensione del 9% seguito dal secondo blocco del 6% e dal terzo blocco del 5%. Inoltre in questi due Paesi i principali azionisti sono le istituzioni finanziarie, i fondi pensione e le compagnie di assicurazione; invece in Italia, i principali azionisti sono le famiglie, i gruppi di persone o le imprese.

## Il valore dei benefici privati in Italia

Analizzando più in dettaglio la situazione dell'Italia, da un lavoro di Zingales [1994] su un campione di imprese quotate negli anni '80 emerge un *Voting Premium* del 90%, valore talmente elevato da far pensare che un diritto di voto abbia lo stesso valore del diritto di ricevere dividendi. Da analisi condotte da Dyck e Zingales [2002] su un campione di aziende quotate nel corso degli anni '90 emerge invece un valore del *Voting Premium* intorno al 40%. Tale differenza è spiegabile da una serie di riforme avvenute nel periodo compreso tra i due studi. In particolare, negli anni '80, gli *outsider shareholder* erano sistematicamente espropriati del loro valore da parte dell'azionista di controllo poiché la normativa non garantiva una sufficiente protezione. Tale situazione è stata modificata con l'introduzione di alcune leggi.

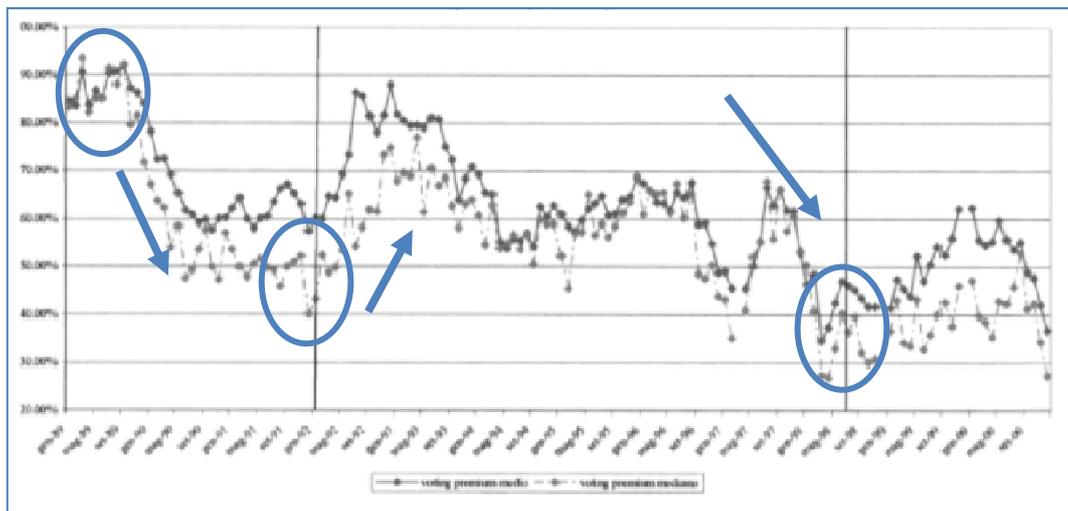
In particolare si ricordano:

- La *legge 149* del 1992: regolamentazione sulle offerte pubbliche d'acquisto che introduce il *Mandatory Bid Rule*; esso obbliga l'offerente che intende acquisire o che ha acquisito la maggioranza delle azioni dell'azienda, superata una certa soglia, a estendere la propria offerta a tutte le azioni ordinarie rimanenti sul mercato. In questo modo si assicura che anche gli azionisti di minoranza possano godere degli stessi vantaggi degli azionisti più grandi. Tale legge ha ampliato il divario tra il prezzo di un'azione con diritto di voto e il prezzo di un'azione senza diritto di voto.
- La *legge 58* del 1998: con l'introduzione del Testo unico della Finanza si è rafforzata la protezione degli azionisti di minoranza poiché la legge impone la fissazione di un prezzo equo per acquisire tutte le rimanenti azioni a seguito di un'offerta pubblica d'acquisto. Inoltre, la legge ha introdotto il diritto di acquisto riconosciuto a chi, a seguito di un'offerta pubblica d'acquisto, venga a detenere il 98% delle azioni. Tale legge ha reso più onerose le offerte pubbliche, riducendo così il premio associato al controllo.

Nonostante ciò il valore dei benefici privati del controllo resta comunque elevato in Italia rispetto al resto d'Europa come mostrato nello studio di Galasso e Graziano [2004].

Dalla figura presente nella pagina seguente, che rappresenta l'andamento nel tempo del VP, si nota che verso l'inizio degli anni '90 il premio si è ridotto fortemente, per poi ricominciare a crescere a seguito dell'introduzione della legge del 1992; esso, infatti, passa dall'80% nel 1989 al 40% nel 1992 fino al 70% nel corso dello stesso anno. Invece con l'introduzione del TUF nel 1998 il VP ha subito una diminuzione arrivando a dei valori compresi tra il 30% e il 45%.

Figura 2: Andamento del Voting Premium dal 1989 al 2000



Fonte: Linciano [2002]

Un passo ulteriore per la tutela degli azionisti di minoranza è stato fatto con l'approvazione della *Direttiva 2004/25 CE* del 2004 in cui si prevede che "gli Stati Membri devono adottare misure necessarie per tutelare i possessori di titoli, in particolare quelli con partecipazioni di minoranza, quando è stato acquisito il controllo della loro società. Gli Stati Membri devono assicurare tale tutela obbligando chiunque acquisisca il controllo di una società a promuovere un'offerta rivolta a tutti i possessori di titoli di tale società, proponendo loro di acquisire la totalità dei titoli ad un prezzo equo definito in comune".<sup>8</sup>

<sup>8</sup> Direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo.

## Capitolo 2

### Benefici privati: i fattori che impattano sul loro valore

Dopo aver definito i benefici privati del controllo, occorre mettere in luce quali sono le principali variabili che impattano sul loro valore, scopo di questo secondo capitolo. Attraverso un lungo lavoro di indagine sulla letteratura relativa ai modelli di controllo proposti nel corso del tempo, si seleziona un numero limitato di analisi empiriche che permettono, quindi, di individuare alcuni parametri osservabili che influenzano il valore delle proxy VP e PB usate per quantificare i PB.

#### Classificazione dei fattori chiave

È possibile raccogliere e catalogare i principali fattori che impattano sul valore dei PB ricorrendo alla seguente classificazione.

- ✓ Caratteristiche dell'azienda:
  - La dimensione, che può essere espressa utilizzando ad esempio l'utile o il logaritmo della capitalizzazione di mercato della società o del fatturato.
  - Il *leverage*, inteso come il rapporto tra debito ed equity, buona proxy della struttura patrimoniale dell'azienda.
  - La liquidità dei titoli, misurata dal volume medio giornaliero di azioni scambiate o dal rapporto tra i volumi scambiati di azioni con diritto di voto e quelli senza diritto di voto, che permette di valutare l'appetibilità del titolo di una certa azienda sul mercato.
  - La volatilità dei ritorni, rappresentata da alcuni indicatori come ad esempio la deviazione standard dei ritorni delle azioni nell'anno precedente allo scambio, che permette di individuare il livello di rischio associato ad una certa azienda.

- Lo stress finanziario, che può essere rappresentato da una dummy indicante se l'azienda è in una situazione di difficoltà finanziaria.
  - Il ROA, ossia il *Return on Asset*, usato come proxy delle performance dell'azienda.
  - Il differenziale di dividendo tra azioni senza diritto di voto e con, rappresentante l'extradividendo di cui godono le azioni senza diritto di voto.
  - La presenza di una struttura piramidale che consente agli azionisti di maggioranza della *holding* di potenziare la separazione tra proprietà e controllo e quindi di accrescere la quota di attività controllate per unità di capitale posseduto.
  - Il fatto che nell'azienda sia prevista una trasformazione di azioni di non-voto in azioni con diritto di voto.
- ✓ Caratteristiche del settore in cui opera l'azienda:
- Andamento medio del mercato.
  - Livello medio dei PB caratteristico di ogni settore.
  - Numero di operazioni di M&A nel settore.
- ✓ Caratteristiche della struttura dell'azionariato:
- Quota del primo azionista, buona proxy della stabilità del controllo e quindi della probabilità che si possa avere un mutamento dell'assetto proprietario.
  - Quota del secondo azionista, buona proxy della probabilità che vi sia una scalata al controllo.
  - Differenza tra la quota posseduta dal primo azionista e quella posseduta dal secondo; maggiore è tale differenza, minore è la probabilità che il secondo azionista possa costituire una minaccia per il controllo del primo azionista.
  - Somma delle quote dei primi due azionisti; se tale valore è elevato, allora vi è un'alta probabilità che i due azionisti colludano per scoraggiare altri azionisti a tentare scalate al controllo.

- La presenza di una maggioranza assoluta, rappresentabile da una dummy che assume valore 1 se un solo azionista possiede almeno il 50% delle azioni dell'azienda.
- ✓ Natura dell'azionista di controllo:
  - Individuo: se il primo azionista è un singolo individuo, egli può beneficiare in maniera esclusiva di ogni vantaggio privato estraibile dal controllo.
  - Famiglia: la presenza di un'azienda familiare al comando riduce la probabilità che vi sia un *control contest* ma nello stesso tempo il fatto che un nucleo familiare controlli un'unica azienda fa sì che l'estrazione di benefici privati sia elevata. Inoltre se l'azionista di maggioranza è una famiglia è più probabile che essa reagisca con ogni mezzo ad una potenziale minaccia in quanto i membri della famiglia non vogliono assolutamente rinunciare ai benefici privati che possono estrarre dal controllo dell'azienda.
  - Azienda corporate: se l'azionista di controllo è una società, essa è maggiormente attenta agli investimenti aziendali e alla tecnologia piuttosto che all'estrazione di benefici privati.
  - Stato o ente pubblico: le aziende possedute dallo Stato hanno una bassissima probabilità di cambiare proprietario e, quindi, la probabilità che vi sia un cambiamento di controllo è quasi nulla.
  - Investitore straniero: se l'azionista di controllo è straniero, si ritiene che egli non conosca bene il sistema sociale e politico italiano e quindi è meno abile a estrarre benefici privati per se stesso.

- ✓ Aspetti legali e normativi:

Esistono vari strumenti attraverso i quali monitorare l'operato dell'azionista di controllo, in modo da evitare che egli estragga benefici privati per se stesso e a scapito dei restanti azionisti. I più noti sono:

- Il ruolo della legge.
  - La protezione degli investitori e degli azionisti di minoranza.
  - Il grado di regolazione dei *takeover*.
  - Il sistema di tassazione.
- ✓ Aspetti extralegali - morali:

Sono altri strumenti che possono essere utilizzati per limitare la discrezionalità dell'azionista di controllo e scoraggiarlo dall'estrazione di benefici privati, tra cui:

- Il livello di circolazione dei giornali come proxy dell'importanza della stampa.
- Il ruolo dei sindacati nell'azienda.
- Il ruolo della diffusione della religione cattolica come proxy della moralità del Paese.
- La competizione di mercato.

Di seguito si approfondiscono alcune tipologie di fattori attraverso lo studio dei principali modelli sviluppati in letteratura.

## Le caratteristiche dell'azienda

Se si vuole analizzare e quantificare l'entità dei benefici privati associati al controllo, occorre in primo luogo prendere in considerazione quelle caratteristiche dell'azienda che potrebbero impattare positivamente o negativamente sul valore del controllo aziendale nel suo complesso. Infatti, i PB non sono altro che una porzione del controllo complessivo che un azionista è in grado di riservarsi tramite la detenzione di una certa quota di azioni conferenti diritto di voto. Uno dei primi autori che ha tentato di individuare la relazione tra controllo e parametri aziendali è stato Zingales [1995], che propone un modello di regressione lineare in cui la variabile dipendente è rappresentata dal controllo aziendale complessivo  $C$ :

$$C = \beta_0 + \beta_1 DIV + \beta_2 CONV + \beta_3 SIZE + \beta_4 VOL + \varepsilon$$

Nel modello emergono le caratteristiche che hanno impatto su tale valore:

- *DIV*: dummy che assume valore 1 quando anche le azioni di classe inferiore ricevono un alto dividendo.
- *CONV*: dummy che assume valore 1 quando il voto di classe superiore è convertibile in uno di classe inferiore.
- *SIZE*: logaritmo della capitalizzazione di mercato della società.
- *VOL*: liquidità dei titoli misurata dal volume medio giornaliero di azioni di classe superiore scambiato e rapportato al volume di quelle di classe inferiore.

I risultati ottenuti mettono in luce alcuni aspetti interessanti per quanto riguarda l'impatto di queste variabili sui PB. In particolare emerge che all'aumentare del dividendo ricevuto dalle azioni di non voto, si riduce il VP; esso diminuisce anche al crescere della capitalizzazione di mercato della società, poiché all'aumentare di questa aumentano i costi associati al controllo. Invece la possibilità di convertire un'azione di classe superiore in una di classe inferiore, aumenta il valore del VP poiché ciò comporta un incremento delle azioni di non voto rispetto a quelle di voto e quindi una maggiore concentrazione del potere. Per

quanto riguarda la liquidità dei titoli, inoltre, si ha che al crescere del volume medio scambiato di azioni con diritto di voto aumenta il prezzo a esse associato e quindi aumenta il differenziale con le azioni senza diritto di voto.

Secondo Nicodano [1996], invece, il valore del controllo complessivo di un'azienda  $C$  è funzione dell'utile netto, del grado di leva finanziaria e del rapporto tra azioni senza diritto di voto e quelle con diritto di voto.

$$C = \alpha_1 \text{NETWORTH} + \alpha_2 \text{LEVA} + \alpha_3 \frac{\text{az. non voto}}{\text{az. voto}} + \mu$$

Dalla regressione si ottengono i seguenti risultati:

- *NETWORTH*: l'impatto è positivo e significativo, quindi al crescere dell'utile si ottengono maggiori PB del controllo.
- *AZ.NONVOTO/AZ.VOTO*: l'impatto è positivo e significativo, quindi al crescere del numero di azioni di non voto rispetto a quelle di voto, i PB aumentano poiché aumenta la concentrazione di potere.
- *LEVA*: l'impatto è positivo ma non significativo; infatti se da un lato un'impresa levereggiata è in grado di effettuare maggiori investimenti, dall'altro il debito vincola gli azionisti all'accesso sui *Cash-flow* dell'azienda.

Infine Caprio e Croci [2006], nell'individuare quali fattori aziendali possono influenzare il valore dei PB calcolati attraverso il VP, focalizzano la loro attenzione sulle seguenti variabili:

- Gli extradividendi associati alle azioni di non-voto; al crescere di questi ci si aspetta una riduzione del VP per il fatto che cresce il valore delle azioni di non-voto.
- Il logaritmo degli *asset* dell'azienda come proxy della dimensione della stessa il cui impatto non appare chiaro. Infatti, se da un lato ci si aspetta una relazione positiva con i PB in quanto al crescere della dimensione dell'azienda aumentano i benefici estraibili, dall'altro ci si aspetta una relazione negativa qualora i costi eccedano i benefici.

- Il *leverage* che ha un impatto negativo con i PB; infatti, un alto *leverage* indica un'alta probabilità che l'azienda sia in una situazione di stress finanziario e quindi né le azioni ordinarie né quelle di risparmio danno la possibilità di ottenere alcun beneficio.
- Una dummy che assume valore 1 se alla fine dell'anno il profitto *after-tax* è negativo; anche in questo caso la dummy è una proxy del fatto che l'azienda versa in una situazione economicamente instabile e quindi i PB estraibili sono molto limitati.
- Una dummy che assume valore 1 se l'azienda ha annunciato che ci sarà una conversione di azioni di non voto in azioni di voto; la relazione con i PB è negativa in quanto, a seguito dell'unificazione, si ha un aumento del numero di azioni di voto e quindi una conseguente diluizione del controllo.

## La struttura dell'azionariato

Con lo scopo di valutare l'entità dei benefici privati associati al controllo di una società, è importante prendere in considerazione non solo gli aspetti che caratterizzano l'operatività dell'azienda ma anche alcuni aspetti che contraddistinguono la struttura dell'azionariato presente nell'azienda. Infatti, l'azionista di controllo è più o meno in grado di estrarre benefici a proprio vantaggio esclusivo a seconda di come il controllo è distribuito tra gli altri azionisti. Ad esempio nel caso esista un grande azionista di maggioranza assoluta che non condivide alcun beneficio con gli altri, i piccoli azionisti hanno un'importanza strategica nulla e la probabilità di un *control contest* al presente è nulla; al contrario se esistono tanti azionisti grandi ma nessuno di maggioranza, allora il controllo diviene contendibile, ossia la probabilità di una scalata aumenta e i piccoli azionisti marginali assumono importanza in quanto diventano pivotali, ossia essenziali nel formare una coalizione vincente con uno dei grandi azionisti presenti. Per questo motivo il valore dei *Private Benefit* associati ad un azionista marginale è strettamente legato alla sua pivotalità, che dipende dallo scenario attuale della struttura azionaria. Questo fatto è catturato dall'indice di Shapley-Shubik, che si basa sull'idea che ogni azionista ha un certo ruolo strategico a seconda di quante volte egli può essere pivotale nel trasformare una coalizione perdente in una vincente e a seconda del numero di azionisti con i quali egli è in competizione nel formare la coalizione vincente. Tale indicatore si calcola così:

$$\phi_i = \sum_{S \subset N} \frac{(s-1)! * (n-s)}{n!} [v(S) - v(S \setminus i)]$$

Per ogni generica coalizione  $S$  che può formare l'azionista  $i$ , viene calcolato il suo indice di potere. Il numero di azionisti nella coalizione è  $s$ , mentre il numero di azionisti complessivo è  $n$ ;  $v(S)$  è il valore della coalizione  $S$ , mentre  $v(S \setminus i)$  è il valore della coalizione in assenza dell'investitore  $i$ . Quindi, il valore tra parentesi quadra indica l'incremento di potere della coalizione apportato dall'investitore *i-esimo*. Se si considerano le sole coalizioni dove in assenza dell'azionista  $i$  la coalizione è perdente mentre in sua presenza diviene vincente, allora la differenza tra parentesi quadra diventa pari a 1 e quindi l'indice diventa:

$$\phi_i = \sum_{S \subset N} \frac{(s-1)! * (n-s)}{n!}$$

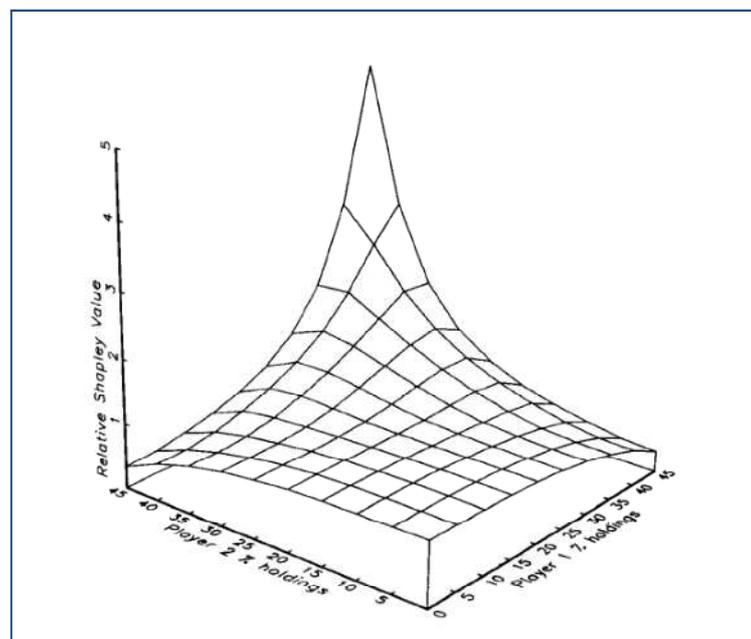
Il limite però di questo indicatore è legato al fatto che in presenza di un azionista di maggioranza assoluta, lo stimatore assume valore zero, ossia la contendibilità del controllo diviene nulla; non si tiene, quindi, conto della possibilità di un cambiamento della struttura societaria futura e del fatto che la quota posseduta dagli azionisti marginali potrebbe tornare ad essere pivotale.

Se si chiama  $W_i$  la dimensione del blocco posseduto dall'investitore  $i$ -esimo, allora l'indice di Shapley-Shubik relativo si può definire in questo modo:

$$RSV_i = \frac{\phi_i}{W_i}$$

È interessante notare come varia l' $RSV$  di un piccolo azionista al variare delle quote possedute dai primi due azionisti più grandi:

Figura 3: Variazione dell' $RSV$  in funzione delle quote dei primi due azionisti



Fonte: Zingales [1994]

In presenza di due grandi azionisti, tanto più la loro quota è vicina al 50%, quanto più elevato è l'*RSV*, poiché maggiore è il ruolo strategico dell'azionista marginale. Al contrario, se il secondo maggiore azionista è molto più piccolo del primo, allora l'*RSV* si riduce, poiché minore sarà la probabilità di una contendibilità del controllo. Anche in presenza di un azionariato fortemente diffuso, l'*RSV* assume valori molto bassi perché la possibilità di ottenere il controllo non dipende più dalle scelte strategiche degli azionisti marginali.

Da un punto di vista empirico, il primo studioso che ha cercato di quantificare tale fatto è stato Zingales [1994]; egli, infatti, mediante un modello teorico analizza il *Voting Premium* tramite lo *Shapley Value* e, inoltre, presenta una serie di variabili, proxy della struttura aziendale, strettamente correlate al controllo.

Il modello è così costruito:

dato che

$$\text{SB: } V = P_{nv} * N_{nv} \quad \text{e} \quad \text{PB: } B = (P_v - P_{nv}) * N_v$$

allora:

$$VP = \frac{(P_v - P_{nv})}{P_{nv}} = \frac{B}{N_v} \frac{N_{nv}}{V}$$

Se viene chiamato  $\beta$  il rapporto tra *Security e Private Benefit* (B/V) e  $\pi$  il rapporto tra azioni di voto su azioni di non voto allora il *Voting Premium* può essere così riscritto:

$$VP = \frac{(P_v - P_{nv})}{P_{nv}} = \frac{B}{N_v} \frac{N_{nv}}{V} = \frac{\beta}{\pi}$$

In un mercato competitivo per il controllo, anche gli azionisti di minoranza si aspettano di ottenere una parte di questi benefici privati. Tale frazione è legata al loro potere di voto relativo calcolato mediante l'*RSV*; quindi il VP che questi ultimi si aspettano è pari al prodotto tra la probabilità che essi siano pivotali e l'entità dei PB complessivi:

$$VP = \beta \left( \frac{RSV}{\pi} \right)$$

$$\widehat{VP} = \beta \left( \frac{RSV}{\pi} \right) - \frac{\Delta DIV}{P_{nv}}$$

Il modello di regressione lineare proposto è, quindi, il seguente:

$$\widehat{VP} = \alpha + \beta \left( \frac{RSV}{\pi} \right) + \gamma \frac{\Delta DIV}{P_{nv}} + \mu$$

Dai risultati del modello emergono alcuni aspetti interessanti; in particolare, il coefficiente di  $\frac{RSV}{\pi}$  è sempre significativamente positivo, quindi al crescere dell'importanza strategica dell'azionista marginale aumenta il valore del VP associato alle azioni di controllo. Invece il coefficiente associato alla differenza dei dividendi staccati è sempre negativo e significativo; infatti al crescere di tale differenza si riduce il valore del VP. Dal momento che si vuole mettere in luce che i PB calcolati tramite il VP dipendono dalla presenza o meno di uno o più azionisti di rilevanza presenti nell'azienda, è interessante studiare la relazione esistente tra il VP e tale fatto introducendo le seguenti variabili:

- *Majority owned dummy*: dummy che assume il valore 1 se un solo azionista possiede almeno il 50% delle azioni dell'azienda.
- *Size largest shareholder*: frazione di voti posseduta dal primo maggiore azionista.
- *Size second largest shareholder*: frazione di voti posseduta dal secondo maggiore azionista.
- *State owned dummy*: dummy che assume valore 1 se l'azienda è controllata dallo Stato.
- *Inverse percentage of voting shares*:  $1/\pi$ , ossia il numero di azioni di non voto sul numero di azioni di voto.

È importante notare che il VP aumenta con il crescere della frazione posseduta dal secondo maggiore azionista poiché ciò rende più probabile un *control contest*; al contrario, al crescere della quota posseduta dal primo maggiore azionista, il VP si riduce poiché minore è la contendibilità del controllo. La presenza di un azionista di maggioranza assoluta riduce

drasticamente il VP. Inoltre, nel caso di azienda a controllo statale i VP si riducono fortemente poiché diminuisce la probabilità che vi sia un cambiamento di controllo. Invece al crescere del numero di azioni di non voto rispetto a quelle di voto aumenta il VP poiché la concentrazione di potere risulta maggiore.

Per quanto riguarda invece l'analisi dei PB attraverso il legame tra il *Block Premium* e la struttura dell'azionariato, Nicodano [1996] ricorre all'indice Shapley-Shubik che però in questo caso è usato come proxy per misurare quella porzione di controllo che il *buyer* acquisisce e il *seller* perde a seguito dello scambio di un pacchetto di controllo. Infatti, i PB derivanti dal controllo sono divisibili e allocabili a ciascun azionista in accordo alla propria probabilità di essere pivotale in un *control contest*; inoltre se si chiamano  $C$  i PB complessivi dell'impresa, allora un generico azionista *i-esimo* possiede  $\phi_i C$ , ossia una certa quota di PB proporzionale alla propria importanza strategica all'interno della struttura azionaria della società e calcolata attraverso l'indice di Shapley-Shubik. La valutazione che ciascun azionista fa del proprio pacchetto di azioni posseduto dipende dal numero di SB che egli si aspetta di ricevere dai dividendi staccati e dai PB che egli è in grado di ottenere:

$$V_i = SB + PB = \frac{q}{N} * N_i + \phi_i C$$

dove  $q$  sono i SB complessivi dell'impresa,  $N$  le azioni totali e  $N_i$  sono le azioni possedute dall'investitore *i-esimo*.

Il valore di un blocco di controllo è delimitato dalle valutazioni che il *seller* ( $V_s$ ) il *buyer* ( $V_b$ ) effettuano sulla base dei PB rispettivamente persi e acquisiti tramite il blocco. Il blocco è costituito da  $N^T$  azioni che valgono  $P$ ; il valore attribuito al blocco, affinché avvenga la transazione, non può essere inferiore alla perdita di valore che il *seller* associa al fatto di dover cedere il blocco né superiore all'incremento di valore che il *buyer* attribuisce al fatto di dover acquisire il blocco:

$$(V_s - V'_s) \leq PN^T \leq (V'_b - V_b)$$

ossia:

$$\frac{(\phi_s - \phi'_s)}{N^T} C + \frac{q}{N} \leq P \leq \frac{(\phi'_b - \phi_b)}{N^T} C + \frac{q}{N}$$

Al contrario il prezzo di mercato di un'azione, posseduta da un generico azionista che non prende parte alla transazione del blocco e quindi definito *outsider*, dipende dall'ammontare di SB associati alla singola azione e dai PB associati all'azionista marginale e calcolati attraverso il suo indice di Shapley-Shubik:

$$P^e = \frac{\phi_{out} C}{N_o} + \frac{q}{N}$$

ove  $N_o$  è il numero di azioni possedute dall'azionista *outsider*.

Quindi il *Block Premium* associato al pacchetto scambiato, ossia  $(P - P^e)$ , è compreso all'interno del seguente intervallo:

$$\left[ \frac{(\phi_s - \phi'_s)}{N^T} - \frac{\phi_{out}}{N_o} \right] C \leq P - P^e \leq \left[ \frac{(\phi'_b - \phi_b)}{N^T} - \frac{\phi_{out}}{N_o} \right] C$$

Come si può notare, il *Block Premium* dipende dall'incremento di PB che ottiene il *buyer* e dal decremento di PB che perde il *seller* durante la transazione, al netto dei PB associati agli *outsider*.

Se si ipotizza che l'incremento di potere che ottiene il *buyer* durante la transazione del pacchetto di controllo è uguale al decremento di potere che ottiene il *seller* nella stessa transazione si ha:

$$P - P^e = \left[ \frac{(\phi_s - \phi'_s)}{N^T} - \frac{\phi_{out}}{N_o} \right] C = \left[ \frac{(\phi'_b - \phi_b)}{N^T} - \frac{\phi_{out}}{N_o} \right] C$$

Inoltre è interessante notare che al crescere del potere strategico degli *outsider* rappresentato da  $\phi_{out}$  allora il *Block Premium* si riduce, in quanto una buona parte dei PB non è più catturata dal blocco coinvolto nella transazione ma da altri pacchetti presenti sul mercato.

L'autore, per dimostrare in maniera molto evidente che i PB differiscono fortemente a seconda della struttura dell'azionariato, calcola il valore del *Block Premium* di un blocco costituito dal 5% di azioni di voto in queste tre differenti aziende:

- Azienda 1: vi è un azionista di maggioranza con il 51% di azioni.
- Azienda 2: vi sono un grande azionista con il 46% di azioni, due piccoli con il 5% e tanti azionisti dispersi.
- Azienda 3: vi sono due grandi azionisti con il 46% e un solo piccolo con il 5%.

Nel valutare il *Block Premium* si ottiene:

- Azienda 1: 0 poiché il pacchetto non è pivotale per la presenza dell'azionista di maggioranza assoluta.
- Azienda 2: 126,7% poiché il pacchetto è pivotale ma vi è anche un altro pacchetto pivotale di uguali dimensioni e, quindi, in competizione con il primo blocco.
- Azienda 3: 190% poiché un solo azionista è pivotale ed è inoltre conteso tra due grandi azionisti.

Il modello teorico e la successiva specificazione empirica proposti da Nicodano hanno permesso di individuare l'esistenza di una stretta relazione tra i PB del controllo e la struttura dell'azionariato. Nonostante ciò, anche in questo caso si pone l'attenzione solo alla situazione presente senza effettuare ipotesi su ciò che potrebbe accadere in futuro.

La relazione tra la proprietà e il controllo dell'azienda ha stimolato molte ricerche sugli aspetti di *corporate governance* e sulle performance dell'azienda. In aggiunta a quanto detto sinora, con lo scopo di capire in che modo la variazione nella composizione dell'azionariato possa influenzare il controllo delle società, è interessante prendere in considerazione lo studio condotto da Leech [2002] che utilizza un indicatore differente dallo Shapley-Shubik. Egli parte dal presupposto che gli azionisti rivestono una posizione rilevante in un'impresa e godono di poteri decisionali legati ai diritti di voto derivanti dalle azioni ordinarie che possiedono. Per capire quale relazione esiste tra il potere di voto degli azionisti

e il controllo, egli assume che tutti gli azionisti abbiano sufficienti incentivi per diventare “attivi”, ossia in grado di contribuire alle decisioni strategiche aziendali. Per questo motivo i *Private Benefit* sono divisibili e allocabili a ciascun azionista in relazione al proprio valore strategico all'interno dell'azienda.

Il potere di voto è misurato attraverso gli indici di potere secondo cui il potere degli azionisti non solo dipende dalla dimensione della loro proprietà ma anche da quanto la proprietà degli altri è sufficientemente diluita. È necessario, quindi, fare una distinzione tra il peso del voto di un membro, rappresentato dalla dimensione della sua proprietà che gli garantisce un certo numero di voti, e il potere di voto, ossia l'abilità di cambiare una coalizione perdente in una vincente unendosi ad essa in uno scenario di *control contest*.

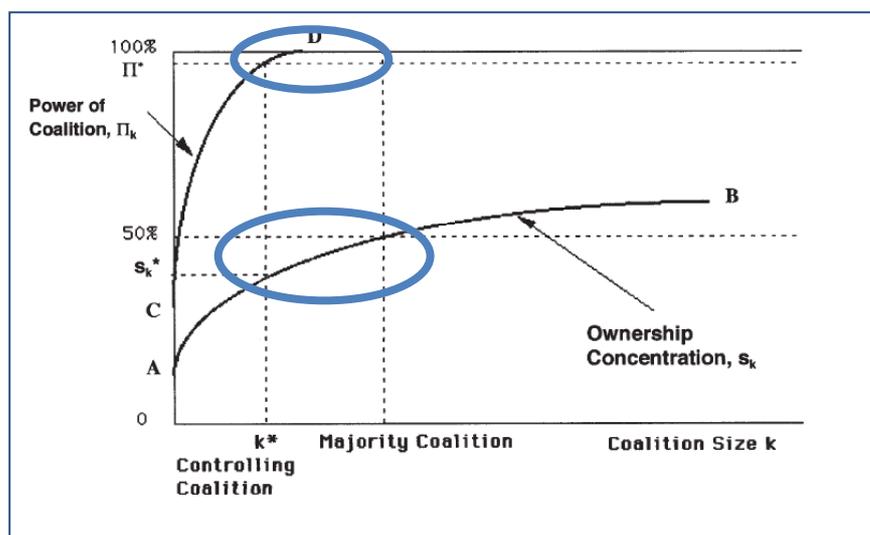
Affinché un *power index* sia corretto, occorre che esso rispetti i seguenti criteri:

1. Il *power index* per il giocatore 1 deve variare col variare del *voting weight*.
2. Il *power index* per il giocatore 1 deve variare con il variare dei pesi dei giocatori 1 e 2 ( $w_1$  e  $w_2$ ). In particolare, deve aumentare se aumenta  $w_1$  e diminuire se aumenta  $w_2$ .
3. Il *power index* per il giocatore 1 deve essere sempre vicino ad 1 ogni volta che il peso di tale giocatore è oltre il 30%.
4. Il *power index* per il giocatore 1 deve essere spesso vicino ad 1 quando il peso è compreso tra il 20% e il 30%.
5. Il *power index* per il giocatore 1 deve essere qualche volta vicino ad 1 quando il peso è compreso tra il 15% e il 20%.
6. Il *power index* per il giocatore 1 non è mai vicino ad 1 quando il peso è inferiore al 15%.

Si prendano  $N$  giocatori, da 1 a  $n$ , con il peso di voto del giocatore  $i$  pari a  $w_i$  in modo tale che  $w_i > w_{i+1}$  per  $i=1,2,\dots,n$  ossia il peso sia decrescente in maniera proporzionale al numero di azioni possedute dai giocatori (inoltre si deve avere  $w_i < 1$  e  $\sum w_i = 1$ ). La coalizione dei membri che votano “a favore” è definita  $S$ , con  $S$  sottoinsieme di  $N$  e  $w(S) = \sum_S w_i$ . La coalizione  $S$  è vincente se  $w(S) > 0,5$  altrimenti è perdente. Il *power index* di ciascun giocatore è definito in termini di *swing* ove lo *swing* si ha quando un giocatore  $i$  entrando in

una coalizione  $S_i$  con  $w(S_i) < 0,5$  perdente porta ad una  $w(S_i+\{i\}) \geq 0,5$  e quindi a una coalizione vincente. Il numero di questi *swing* per ogni giocatore  $i$  è pari a  $\eta_i$  e quindi il potere di voto di  $i$  è  $\Pi_i = \eta_i/2^{n-1}$  ove  $2^{n-1}$  è il numero di possibili sottoinsiemi.  $\Pi_i$  è chiamato anche *swing probability* e affinché ciò sia valido si assume che gli azionisti votino casualmente e indipendente l'uno dall'altro e con la stessa probabilità tra "pro" e "contro". Questo indice è noto come *Absolute Banzhaf Index*. Nella figura viene descritto il modello sul *Minority Voting Control*:

Figura 4: Modello di *Minority Voting Control*



Fonte: Leech [2002]

- Asse orizzontale: numero  $K$  di azionisti appartenenti alla potenziale coalizione di controllo, con  $K = 1$  per l'azionista più grande e man mano si aggiungono gli altri azionisti più piccoli.
- Asse verticale:
  - $\Pi_k$  : potere di voto della coalizione formata da  $k$  azionisti .
  - $s_k$  : numero di azioni possedute dalla coalizione di  $k$  membri il cui potere è indicato dal corrispondente *power index*.

Si ha controllo di maggioranza quando si ha una coalizione in cui vi sono  $k$  membri tali che  $s_k$  è maggiore o uguale a 0,5 e quindi  $\Pi_k=1$ .

Si ha *working control* quando si ha una coalizione in cui vi sono  $k$  membri tali che  $s_k$  è minore di 0,5, ma nonostante ciò, il *power index* della coalizione  $\Pi_k$  è comunque molto prossimo a 1.

Può, quindi, esistere una coalizione di controllo che è formata da un numero di azioni con diritto di voto inferiore al 50%; questo fatto accade quando le restanti azioni con diritto di voto sono molto disperse sul mercato, in modo tale che il secondo blocco di azioni sia di dimensione molto inferiore rispetto al primo blocco così da evitare che si venga a creare un *control contest*. In questo caso quindi i PB associati al blocco di controllo sono elevati.

Effettuando un'analisi empirica su un campione di aziende britanniche di cui si conosce la distribuzione dell'azionariato, Leech nota che i valori del *power index* sono fortemente sensibili alle differenze della struttura dell'azionariato. Da un lato vi sono aziende con una struttura proprietaria molto dispersa in cui il più grande azionista ha meno del 2%, seguito dai successivi azionisti aventi anch'essi quote prossime al 2%; dal lato opposto vi sono aziende caratterizzate da una proprietà fortemente concentrata, in cui il più grande azionista possiede quasi la metà delle azioni di voto mentre il secondo azionista detiene solo il 2,6% di azioni. Analizzando le differenze tra valori dell'indice di potere, risulta che laddove la proprietà è molto dispersa, l'indice di potere del primo azionista è molto basso e simile a quello dei successivi azionisti in quanto la possibilità di essere pivotali in tale contesto è molto bassa. Al contrario dove la proprietà è molto concentrata, l'indice di potere è molto elevato per il primo azionista che, da solo, è in grado di detenere a tutti gli effetti il controllo sulla società.

È interessante vedere cosa succede in differenti aziende in cui la quota posseduta dal primo azionista è analoga, ma le quote dei successivi azionisti differiscono; si ottengono risultati del valore del *power index* molto diversi. Ad esempio si considerino questi due scenari:

- Azienda A: il primo azionista possiede una quota di circa il 20% dei diritti di voto mentre il secondo azionista ha una quota molto più limitata.
- Azienda B: il primo e il secondo azionista detengono una quota di circa il 20% ciascuno, mentre il terzo azionista detiene una quota non significativa.

Dalle indagini condotte si nota che il *power index* associato al primo azionista dell'azienda A è 0,99 mentre nell'azienda B il *power index* associato al primo azionista è poco più di 0,5. Tale differenza è da ritrovarsi nella differente distribuzione dell'azionariato; infatti, nel primo caso la proprietà delle restanti azioni è molto dispersa e quindi il primo azionista è a tutti gli effetti un azionista di controllo. Al contrario nell'azienda B, il secondo azionista costituisce una minaccia per il primo azionista in termini di controllo sull'azienda ed è per questo che entrambi hanno un *power index* pari allo 0,5 mentre il terzo azionista è di gran lunga più piccolo dei primi due, con un conseguente indice di potere dello 0,27.

Inoltre in certi rari casi, come si può notare in certe aziende caratterizzate da una struttura azionaria fortemente dispersa, anche chi possiede solo il 15% delle azioni della società è in grado di avere un *power index* molto prossimo a 1, grazie al fatto che le restanti azioni sono possedute da una quantità innumerevole di azionisti.

Quindi tramite la tecnica del *power index* di Banzhaf, si mostra che una minoranza di azionisti può essere molto potente almeno quanto una maggioranza se la dispersione dell'azionariato è consistente.

Inoltre, in molti casi, i primi sei azionisti possono formare un blocco di azioni con *working control* anche senza una vera e propria maggioranza assoluta.

L'analisi sopradescritta può essere effettuata alternativamente utilizzando l'indice di Shapley-Shubik. In questo caso, l'indice di Shapley risulta essere meno sensibile alla distribuzione dell'azionariato. Ad esempio, se si considera il caso sopra riportato, l'indice di Shapley per il primo azionista risulta essere in entrambe le aziende simile e prossimo allo 0,25. Quindi, sebbene il potere sia distribuito in maniera diversa rispetto alla struttura, la differenza non è notevole dai valori assunti dell'indice di Shapley.

Dallo studio condotto, si può concludere che l'indice di Banzhaf cattura meglio la differente distribuzione di proprietà azionaria rispetto allo Shapley Value. Nonostante ciò, la notorietà di questo ultimo indice fa sì che esso sia comunemente accettato come migliore indicatore della probabilità che un azionista sia pivotale in un *control contest*.

Un'ulteriore indagine che si focalizza sulla variazione dei PB in funzione della struttura dell'azionariato, è lo studio condotta da Caprio e Croci [2006]. I due ricercatori mettono in luce, sempre tramite l'indice di Shapley-Shubik, che la presenza di un azionista di maggioranza assoluta fa crescere il valore del VP poiché egli è in grado di catturare una buona porzione di benefici privati provenienti dal controllo. È interessante analizzare però anche come l'interazione tra i primi due azionisti potrebbe far variare il valore del VP; a tal fine si utilizzano le seguenti variabili:

- *FIRST - SECOND*: differenza tra la quota posseduta dal primo e quella posseduta dal secondo azionista; maggiore è tale differenza minore è la probabilità che si abbia un *control contest*, ossia è meno probabile che il secondo azionista costituisca una minaccia per il primo azionista.
- *FIRST + SECOND*: somma delle quote dei primi due azionisti, buona proxy del fatto che essi, sentendosi minacciati da eventuali scalate, potrebbero colludere; se tale valore risulta elevato, allora vi è un'alta probabilità che i due azionisti colludano per scoraggiare chiunque altro azionista a tentare scalate al controllo.
- *CONT SH*: dummy che assume valore 1 se il maggiore azionista ha più del 50% o ha una quota maggiore di almeno il doppio rispetto al secondo azionista; in questo caso la probabilità di un *control contest* è praticamente nulla.

Recentemente, anche lo studioso Poulsen [2010] ha effettuato un'analisi che permette di individuare il legame tra struttura azionaria e PB. L'attenzione è posta sui blocchi di controllo scambiati tramite trattativa privata tra un *seller* e un *buyer*. Dallo studio emerge che il premio pagato per il controllo non dipende tanto dalla dimensione del blocco, piuttosto risente della distribuzione dell'azionariato votante e in particolare dalla dimensione del blocco principale. Come variabile dipendente, l'autore propone di utilizzare il *Transactional Premium*, definito come il differenziale tra il prezzo di un'azione appartenente al blocco di controllo e il prezzo di un'azione di mercato prima dell'annuncio del trasferimento del blocco di controllo:

$$TP = \frac{P_{az.blocco} - P_{az.merc.preannun.}}{P_{az.merc.preannun.}}$$

È importante prendere in considerazione il prezzo prima che il mercato abbia scontato la notizia di un trasferimento del controllo in quanto, se così non fosse, si rischierebbe di considerare un prezzo che già contiene la notizia di un cambiamento nell'assetto di controllo; per questo motivo si guarda al prezzo di mercato quattro settimane prima dell'annuncio della transazione.

Il blocco di controllo è costituito da una frazione  $W_1$  di azioni di voto, mentre le restanti  $(1-W_1)$  azioni sono disperse sul mercato. La porzione di benefici privati che il blocco è in grado di offrire è data dall'indice di Shapley-Shubik associato al blocco e definito  $\phi_1$ . Il potere di voto relativo del blocco è:

$$\Phi_1 = \phi_1/W_1$$

Al fine di valutare quali fattori della struttura azionaria hanno impatto sul valore del *Transactional Premium*, l'autore ricorre al seguente modello di regressione:

$$PREMIUM_i = \alpha + \beta_1 \Phi_{1,i} + \sum_k \beta_k Control_{k,i} + \varepsilon_i$$

L'intento è capire in che modo  $\Phi_1$ , che rappresenta il potere di voto relativo associato al blocco principale, impatta sul premio pagato per un generico pacchetto *i-esimo* scambiato.

Dai risultati ottenuti nel modello, risulta che al crescere di  $\Phi_1$ , ossia del potere di voto relativo del blocco di maggioranza, il premio che si è disposti a pagare per il blocco *i-esimo* si riduce in quanto una parte significativa del potere di voto, e quindi dei PB estraibili dal controllo, è nelle mani del blocco di maggioranza. Inoltre, il premio pagato aumenta nel caso in cui a seguito della transazione il *buyer* riesca a conquistare la maggioranza, nel caso in cui il settore di appartenenza dell'azienda sia caratterizzato da elevati *Private Benefit* e nel caso in cui entrambe le parti coinvolte nella transazione appartengano allo stesso settore. Invece non ha alcun impatto sul premio il fatto che il *buyer* già posseda delle azioni della azienda.

## L'identità del primo azionista

In questo paragrafo l'attenzione è posta sulla relazione che intercorre tra i benefici privati del controllo e il tipo di azionista di controllo che può essere una famiglia, uno Stato, uno straniero, un'azienda corporate o un'istituzione finanziaria; è interessante studiare anche l'impatto dell'assenza di un vero azionista di controllo, come avviene nelle *widely-held company*<sup>9</sup>, sul valore del controllo.

Il concetto che differenti tipi di azionisti non ottengono lo stesso livello di benefici privati del controllo è ritrovabile nel lavoro di Caprio e Croci [2006] che effettuano un'analisi dei PB in Italia, un Paese caratterizzato da alti benefici privati e strutture proprietarie concentrate. La variabile dipendente utilizzata come proxy dei PB è il VP.

Per studiare l'impatto che l'identità dell'azionista ha sui benefici privati si prendono in considerazione alcune tipologie di azionisti che costituiscono le variabili indipendenti nel modello:

- Individuo o famiglia che possiede almeno il 10% delle azioni ordinarie.
- Stato o ente pubblico con almeno il 10% di azioni.
- Azienda ad azionariato diffuso.
- Investitore straniero.

Dall'analisi emerge che l'identità del maggiore azionista svolge un ruolo chiave mentre la sua quota posseduta non risulta essere significativa né risulta importante la quota posseduta dal secondo maggiore azionista. In particolare dallo studio risulta che le aziende familiari hanno un alto VP così come le aziende a proprietà molto diffusa. In presenza di una famiglia il VP è molto elevato poiché è più probabile che una famiglia reagisca con ogni mezzo ad una potenziale minaccia. I membri, infatti, non vogliono assolutamente rinunciare ai propri benefici privati che possono estrarre dal controllo dell'azienda. Il VP è elevato anche quando si hanno aziende WH poiché in queste aziende è alta la possibilità che si venga a creare una scalata al controllo, ossia è elevata la probabilità di un *control contest*. Invece la

---

<sup>9</sup> Definite con l'acronimo WH e che rappresentano le aziende a proprietà diffusa.

presenza dello Stato o di un investitore straniero come azionista di controllo nell'impresa ha un impatto negativo ma non significativo sull'entità del VP.

Un altro aspetto interessante è studiare come la tipologia di azionista di controllo impatti sulla probabilità di essere acquisiti e quindi sul VP. Da un'analisi fatta dagli stessi studiosi Caprio e Croci, emerge che le aziende familiari hanno una bassissima probabilità di essere acquisite, nonostante esse abbiano un alto VP. Questo perché i membri della famiglia cercano in tutti i modi possibili di mantenere il controllo sull'azienda.

In conclusione, dall'analisi emerge che in aziende ad azionariato molto diffuso la probabilità di un *control contest* è elevata e ciò impatta positivamente sul valore del VP; inoltre, anche nel caso di aziende molto concentrate, il VP è comunque elevato per il fatto che l'azionista di controllo è in grado di creare per sé elevati benefici privati.

## Gli aspetti legali e normativi

È interessante studiare la relazione che esiste tra il valore dei benefici privati del controllo e una serie di fattori legati all'ambiente legale e istituzionale all'interno del quale opera un'impresa. In particolare bisogna capire se tali fattori influenzano negativamente o positivamente il valore del *premium* pagato per il controllo e di conseguenza i relativi PB associati al controllo. Tra gli aspetti più importanti da prendere in considerazione vi sono:

- Il ruolo svolto dall'ambiente legale.
- L'incidenza delle normative sui *takeover*.
- L'influenza della concentrazione di potere.
- L'impatto dei costi connessi al controllo.
- I meccanismi di protezione degli investitori.
- I meccanismi extra-legali quali la competizione di mercato, le pressioni interne provenienti dai sindacati di lavoratori, le norme morali interne, la cultura etica di un Paese, il potere della stampa e quindi la reputazione e le tassazioni.

Dalle analisi svolte in passato emerge che in genere la tassazione e gli altri meccanismi legali ed extralegali limitano i PB in quanto l'esistenza di clausole riduce il potere nelle mani dell'azionista di controllo, comportando quindi una diminuzione delle possibilità da parte del proprietario del blocco di estrarre benefici privati. In altre parole la legge stessa diviene il principale meccanismo attraverso cui frenare i PB e per questo motivo gli imprenditori sono più riluttanti a quotare la propria azienda sul mercato.

È importante comprendere l'effetto delle regolamentazioni italiane sul valore dei PB. In particolare la prima legge da prendere in considerazione è la *legge 216 del '74*. Questa ha dato la possibilità alle aziende di introdurre le azioni di non-voto, convertibili e non convertibili; a questo tipo di azioni, per compensare il fatto che non danno diritti di voto, sono associati privilegi in termini di dividendi e liquidità. Sempre con la *legge 216*, si è stabilito che le azioni di non-voto non superino il 50% dell'equity dell'azienda affinché ci sia sempre un numero maggiore di azioni di voto. Con la *legge 149 del '92* e in particolare

tramite il già ricordato *Mandatory Bid Rule* si sono regolamentate anche le OPA a tutela degli azionisti di minoranza possessori di azioni ordinarie. Grazie a tale legge, il prezzo di mercato delle azioni ordinarie in mano agli azionisti di minoranza sconta quindi il potenziale beneficio di una successiva OPA obbligatoria. L'esistenza di un obbligo di OPA in caso di scalata concorre, quindi, a spiegare la presenza di un differenziale positivo fra il prezzo di un'azione ordinaria e una di risparmio. Con il decreto *legge 58 del '98* si è rafforzata la protezione degli azionisti di minoranza.

Tra gli studi realizzati per capire appunto la relazione esistente tra i PB e l'ambiente legale e istituzionale vi è quello di Nenova [2000] in cui si utilizza come proxy per il calcolo dei PB il VP e tra i fattori che lo influenzano le leggi sopradescritte. Lo studioso parte dall'assunzione che l'esistenza di benefici legati al controllo giustifica il fatto che un investitore interessato al controllo sia disposto a pagare un prezzo superiore al valore dei *Security Benefit* ritrovabili nelle azioni possedute dagli azionisti marginali. È per questo motivo che gli azionisti di minoranza si aspettano che un potenziale investitore offra alle loro azioni un prezzo che comprenda il premio per il controllo, posto il fatto che un *takeover* avvenga con una certa probabilità. La probabilità che vi sia un *control contest* è calcolata sulla base dell'indice di Shapley-Shubik associato agli azionisti di minoranza.

Il valore atteso di un voto quindi dipende dalla probabilità che vi sia un *control contest* e dal differenziale di prezzo tra le due classi di azioni corretto dal differenziale dei dividendi staccati tra le due classi di azioni.

L'autore propone un modello di regressione, dal quale si evince che l'ambiente legale ha un impatto negativo sulla stima del VP e quindi sui PB legati al controllo; infatti, una maggiore protezione degli azionisti di minoranza e una maggiore regolamentazione sui *takeover* limitano il valore dei PB che possono essere estratti dal controllo. Questo perché una maggiore severità della legge aumenta la probabilità che chi cerca di estrarre benefici personali sia citato in giudizio e, quindi, riduce il premio che un azionista è disposto a pagare per ottenere il controllo. Inoltre emerge che, maggiore è la diffusione di proprietà sul mercato minore è la probabilità che si crei un *control contest*, in quanto più oneroso è lo sforzo da parte di un investitore di tentare una scalata al controllo. Infine per quanto

riguarda i costi connessi al controllo, si nota che in presenza di costi associati alle azioni di classe superiore il VP si riduce e quindi i PB si riducono.

L'anno successivo, lo stesso autore, si pone l'obiettivo di stimare i benefici privati legati al controllo, utilizzando come variabile dipendente il *control block premium*, definito come il valore complessivo di un blocco di controllo rapportato al valore di mercato dell'azienda.

$$CBP = \frac{\frac{(P_m - P_l)}{(1 - k)} * \frac{(N_m + N_l * k)}{2}}{N_m P_m + N_l P_l}$$

Dall'indagine empirica effettuata si ottengono dei risultati analoghi al precedente studio a conferma del fatto che i fattori legali influenzano negativamente il valore del *premium* pagato per il controllo e di conseguenza i relativi PB associati al controllo.

Anche gli studiosi Dick e Zingales [2002], focalizzandosi sui trasferimenti privatamente negoziati di blocchi di azioni di controllo quotate in borsa, cercano di individuare una serie di variabili legali che influenzano i PB. Essi partono dall'idea che il prezzo per azione di un blocco di controllo riflette i *Security Benefit* inclusi nella frazione di proprietà rappresentata dal blocco e i PB derivanti dal valore strategico del blocco all'interno di una certa struttura proprietaria. Invece il prezzo di mercato di un'azione dopo l'annuncio di un cambio nel controllo riflette solo i *Security Benefit* che un azionista di non-controllo si aspetta di ricevere sotto la nuova proprietà. Quindi, la differenza tra il prezzo per azione del blocco di controllo e il prezzo di mercato riflette il *pay-off* differenziale proveniente dal controllo. Tale differenza può essere usata per misurare i PB.

Per quanto riguarda le variabili che potrebbero influenzare l'entità dei PB si considerano, nell'analisi empirica effettuata, oltre alle variabili classiche anche le variabili collegate alla situazione legale e ai fattori extra-legali. In particolare questi ultimi fattori possono essere così classificati.

- Aspetti legali e normativi: regolamentazione dei *takeover*, applicabilità della legge, leggi sulla competizione di mercato, *accounting standard* che

regolano la disponibilità di informazioni per gli azionisti non controllanti e *anti-director right* che limitano la libertà di azione degli azionisti controllanti.

- Aspetti extralegali e morali: livello di circolazione dei giornali nel Paese come proxy dell'importanza della stampa, *labor protection* che rappresenta il ruolo dei sindacati di lavoratori nelle aziende, livello di diffusione della religione cattolica come proxy della moralità del Paese, *violent crime incidence* e *tax compliance* come proxy dei meccanismi di tassazione attraverso cui lo Stato limita la libertà di azione dei controllanti.

Dai risultati che si ottengono si notano alcuni aspetti molto interessanti. In quei Paesi dove si hanno alti meccanismi di protezione degli investitori, in cui la legge è severa e fortemente a favore della competizione, la circolazione dei giornali è elevata, il potere della stampa è ingente ed esistono diritti *anti-director* allora il BP tende ad essere limitato. Ad esempio nei Paesi del Nord Europa caratterizzati da una maggiore protezione degli azionisti e maggiori controlli legali si registrano bassi valori del BP.

Contemporaneamente a questi studi, infine, la studiosa italiana, Linciano [2002] effettua un'analisi con lo scopo di studiare l'effetto delle regolamentazioni sul valore del *Voting Premium* in Italia e in particolare l'impatto dell'introduzione della *legge 149/92* e della *legge 58/98* sui PB. Nel modello proposto come variabile dipendente si è utilizzato il VP mentre come variabili indipendenti vari fattori tra cui:

- La quota del primo azionista, buona proxy della stabilità del controllo e quindi della probabilità che si possa avere un mutamento dell'assetto proprietario; al crescere di tale valore ci si aspetta una riduzione della probabilità che si abbia un *control contest* e quindi l'impatto sul VP è negativo.
- La dummy *HOLDING*, che assume valore 1 nel caso in cui l'azienda abbia un valore delle partecipazioni maggiore del 50% dell'attivo immobilizzato netto. L'impatto atteso sul VP è positivo poiché la presenza di una struttura piramidale consente agli azionisti di maggioranza di potenziare la

separazione tra proprietà e controllo e quindi di accrescere la quota di attività controllate per unità di capitale posseduto; di conseguenza si ha un aumento dei PB estraibili dal controllo.

- La dummy *OPA* relativa all'introduzione della legge del 1992 sull'OPA obbligatoria, il cui impatto atteso sul VP dovrebbe essere positivo.
- La dummy *TUF* relativa all'introduzione del Testo Unico della Finanza con il decreto legge del 1998, il cui impatto sul VP dovrebbe essere negativo.
- La variabile composta "*TUF \* Quota del primo azionista*" che permette di catturare eventuali cambiamenti dell'impatto della quota posseduta dal maggiore azionista sul VP a seguito dell'introduzione, attraverso il TUF, di regole più precise sulle condizioni che determinano l'obbligo di OPA. L'impatto di questa variabile composta dovrebbe essere positivo poiché al crescere della quota del primo azionista dovrebbe aumentare il VP, in quanto è maggiore la probabilità che scatti l'obbligo di OPA.
- La variabile composta "*TUF \* HOLDING*" che permette di catturare eventuali cambiamenti dell'impatto di una *holding* sul VP a seguito dell'introduzione del TUF. Il decreto legge, infatti, impone l'obbligo di OPA anche nel caso in cui l'acquisto di una società sia avvenuto indirettamente attraverso una *holding*. Ciò comporta una riduzione del VP della *holding* visto che il prezzo d'offerta che la *holding* deve fare sconta il maggior onere che la società acquirente deve sostenere per adempiere all'obbligo di OPA anche per le società concatenate alla *holding*.

Dalla regressione condotta, si ottengono risultati in linea con le ipotesi sopradescritte.

## Considerazioni finali

La maggior parte degli studi analizzati sino a questo punto, mette in luce l'esistenza di PB che possono essere quantificati attraverso lo scarto di prezzo tra azioni ordinarie e azioni di risparmio (*Voting Premium*) oppure il differenziale tra il prezzo pagato per un pacchetto di controllo e il prezzo che il mercato riconosce per quell'azione (*Block Premium*).

Guardando però alla recente storia italiana, si può notare che il numero di aziende quotate con due differenti classi di azioni si è drasticamente ridotto. Infatti, da uno studio effettuato dai ricercatori Bigelli, Mehrotra e Raghavendra [2011] e da Linciano [2002] risulta che nel 1990 vi erano su un totale di 336 imprese quotate sulla Borsa di Milano 94 *dual-class firm*, ossia il 35,5% di imprese presentava una struttura duale di azioni; al contrario alla fine del 2008 il numero di questo tipo di aziende è sceso a 30 che corrisponde all'8,9% del totale. Si può quindi notare un trend negativo nel numero di azioni di non voto presenti sul mercato, giustificato da alcuni fattori ambientali e legali. Tale fenomeno, noto con il nome di *dual class unification*, è legato alla trasformazione delle azioni di non voto in azioni di voto e prevede che ai "vecchi" azionisti proprietari di azioni di voto sia pagato un corrispettivo monetario per compensare la perdita di valore dei loro diritti di voto, legata alla maggiore diluizione del controllo. In realtà all'interno di questo stesso studio, gli autori evidenziano che in Italia gli azionisti con diritto di voto raramente hanno ricevuto tale compenso; questo perché, prima dell'unificazione, tali azionisti hanno venduto una parte delle loro azioni di voto per comprare delle azioni di non voto con lo scopo di non vedere diminuito il loro peso dei diritti di voto a seguito dell'unificazione.

Si analizzano di seguito i principali fattori che hanno portato le aziende italiane a convertire le loro azioni di non voto in azioni di voto. Con la *legge 216* del 1974 è stata introdotta la possibilità per le aziende di emettere azioni di risparmio; tali azioni sono sempre state scambiate a un prezzo inferiore rispetto alle azioni di voto poiché in Italia il valore del controllo e dei corrispondenti PB è stato sempre molto elevato. Durante gli anni 1998-1999 con l'ingresso dell'Italia nell'Unione Monetaria Europea si è assistito a una caduta dei tassi di interesse e a un conseguente allineamento al valore medio dei tassi europei; a seguito di ciò, le azioni di risparmio sono diventate uno strumento troppo costoso per

raccogliere capitale a causa del dividendo minimo elevato da pagare stabilito dal *Mandatory Dividend Yield*.

Inoltre verso la fine degli anni '90, un numero elevato di aziende italiane ha deciso di internazionalizzare le proprie attività, rivolgendosi a investitori stranieri. Questi investitori hanno sempre manifestato una forte preferenza per le strutture azionarie del tipo "1azione=1diritto di voto", ritenendole più adatte a un governo efficiente dell'azienda. Quindi, la presenza di azioni senza diritto di voto penalizzava fortemente la valutazione degli investitori esteri sull'azienda.

In aggiunta come strumenti di valutazione delle performance di un'impresa si utilizzano spesso degli indicatori legati alle sole azioni di voto, quali la capitalizzazione di mercato o lo *Share Turnover*.

Tutti questi fattori hanno, quindi, spinto le imprese italiane quotate a rivedere la tipologia delle loro azioni, eliminando dal mercato le azioni di risparmio. Tale unificazione ha ovviamente ridotto la separazione tra proprietà e controllo, portando a un controllo più diffuso.

Per questo motivo, l'utilizzo del differenziale di prezzo tra azione ordinarie e di risparmio come proxy del valore dei benefici privati risulta oggi incompleto poiché presenta i limiti sopra descritti; occorre, quindi, individuare una migliore variabile per catturare la presenza di un premio associato al controllo.

Per quanto riguarda il secondo tipo di indicatore, ossia il *Block Premium*, si può affermare che esso è ancora utilizzabile, ma il limite consiste nel fatto che si riferisce a trattative private in cui un *seller* ed un *buyer* raggiungono l'accordo di effettuare la transazione del blocco di controllo; per questo motivo, tutti gli altri azionisti che non prendono parte alla transazione non godono assolutamente di eventuali plusvalenze legate al cambiamento di controllo, se non per i dividendi attesi futuri che, sotto la nuova gestione, potrebbero essere maggiori. Quindi, gli azionisti non notano nessun tipo di cambiamento nel valore delle loro azioni, ossia non viene riconosciuto alcun tipo di *premium price* per il controllo. Per questa ragione tale indicatore non rientra nell'ambito della presente tesi, in

cui si vuole dimostrare che anche un azionista marginale, che non ha alcun tipo di potere strategico sull'azienda, vede riconosciuta nelle azioni che detiene una componente legata al controllo.

Nel capitolo quarto, verrà selezionato un sottoinsieme delle variabili associate al controllo fin qui descritte al fine di testarne l'impatto sulla nuova variabile dipendente che verrà opportunamente descritta.

## Capitolo 3

### La valutazione dei benefici privati: le Offerte Pubbliche d'Acquisto

Tra le più comuni situazioni di contendibilità del controllo, spesso si fa riferimento alle offerte pubbliche di acquisto<sup>10</sup> come importante strumento per l'acquisizione di partecipazioni azionarie in società quotate con l'obiettivo di perseguire una "scalata" al controllo. L'obiettivo di questo capitolo è, quindi, capire in che modo attraverso le OPA e la relativa regolamentazione italiana si è in grado di riconoscere a tutti gli azionisti dell'azienda un giusto *premium* per il controllo, buona proxy dei benefici privati.

#### Il trad-off tra il *Market for Corporate Control* e la protezione degli azionisti di minoranza

Secondo le teorie economiche sulla regolamentazione delle OPA e, in particolare, secondo lo studio di Burkart e Gromb [1998], esistono due fondamentali obiettivi legati al trasferimento del controllo e all'acquisizione di società quotate: da un lato la fluidità del mercato per il controllo societario e dall'altro la protezione degli azionisti di minoranza.

In primo luogo occorre, quindi, garantire un efficiente *Market for Corporate Control*, ossia un mercato efficiente che permetta di trasferire il controllo ai soggetti in grado di gestire al meglio l'impresa aumentandone il suo valore; in presenza di mercato efficiente si dovrebbe allocare il controllo ogni volta che un potenziale acquirente, convinto che l'impresa possa valere di più se gestita meglio, attribuisce ad essa un valore maggiore rispetto a quello corrente. L'esistenza di benefici privati del controllo influisce sul valore attribuito all'impresa da parte sia del controllante che del potenziale acquirente. Il trasferimento del controllo, quindi, dipende sia dalla capacità di gestire meglio l'impresa ma anche dalla quantità di benefici che il gestore è in grado di estrarre dal governo societario. Affinché vi siano allocazioni efficienti è necessario poter quantificare i benefici privati in caso di trasferimento del controllo, scopo appunto di questa tesi.

---

<sup>10</sup> Da questo momento definite con l'acronimo OPA.

Dall'altro lato è necessario proteggere gli interessi degli azionisti di minoranza attraverso il principio di equità e di parità di trattamento tra tutti gli azionisti di una stessa società.

Tuttavia questi due obiettivi sono fonte di un *trade-off* in quanto un'ottimizzazione nella riallocazione della proprietà è ottenibile, spesso, a scapito degli interessi degli azionisti di minoranza. Infatti, l'aumento del valore dell'impresa a seguito di un'OPA non sempre comporta un aumento del benessere collettivo poiché tale incremento potrebbe comportare vantaggi solo all'azionista di controllo. Proprio per questo motivo è necessario introdurre un'opportuna regolamentazione che protegga gli azionisti di minoranza dell'impresa acquisita da operazioni volte a ridistribuire la ricchezza piuttosto che a crearne di nuova. Inoltre, in assenza di norme che tutelino gli azionisti di minoranza, questi ultimi non sono motivati ad investire nel capitale societario, non essendo sufficientemente salvaguardati. In questo modo è danneggiato anche l'azionista di maggioranza che non ha la possibilità di cedere parte della proprietà e, quindi, di ottenere finanziamenti.

Per capire in che modo la regolamentazione interviene per risolvere il *trade-off* occorre riprendere in considerazione il concetto di separazione tra proprietà e controllo, già affrontato nel primo capitolo di questa tesi. In particolare l'orientamento delle scelte strategiche di un'azienda dipende dalle decisioni degli azionisti, il cui peso di voto è legato alla quota di azioni di voto posseduta. Il potere di voto di ciascun azionista differisce, però, dal proprio peso di voto in quanto il primo è legato non solo alla quota posseduta ma anche alla struttura azionaria dell'azienda. Infatti, la dispersione di azioni tra un numero grande di investitori consente di raggiungere la maggioranza e quindi il controllo della società anche con una quota molto inferiore al 50%. Il controllo così ottenuto permette a chi lo detiene di godere di una serie di vantaggi esclusivi e non condivisi con tutti gli altri azionisti. Per questo motivo i blocchi di azioni che garantiscono il controllo sono scambiati ad un prezzo normalmente più elevato di quello di mercato, poiché essi incorporano un premio che corrisponde alla valutazione dei benefici privati del controllo nella società.

È interessante studiare il modello di Bebchuk, Kraakman e Triantis [1999] sul trasferimento del controllo che permette di paragonare due differenti scenari:

- *Equal Opportunity Rule*, in cui in caso di passaggio di un pacchetto di controllo, nasce l'obbligo di OPA successiva.
- *Market Rule*, in cui non esiste alcun tipo di regolamentazione sulla cessione dei pacchetti di controllo.

Il modello mette in evidenza che nessuno dei due scenari è perfetto, in quanto la *Market Rule* non riesce a prevenire trasferimenti di controllo inefficienti, mentre la *Equal Opportunity Rule* rischia di ostacolare trasferimenti efficienti. Infatti, soprattutto in presenza di elevati benefici privati, potenziali transazioni che risulterebbero efficienti per il valore complessivo dell'azienda e per gli azionisti di minoranza, non avvengono poiché non sono in grado di produrre sufficienti guadagni che compensino la perdita del controllo dell'azionista che cede la propria quota.

Si prendano in considerazione l'azionista di controllo iniziale  $I$  la cui gestione determina un valore dell'impresa pari a  $W_I = S_I + B_I$  con  $S_I$  che rappresenta il valore dei *cash-flow* generati,  $B_I$  i benefici privati e  $N$  il potenziale nuovo acquirente. Se  $N$  acquisisse l'impresa si avrebbe  $W_N = S_N + B_N$ . Inoltre si definisce  $\alpha$  la frazione iniziale dei *cash-flow right* posseduti da  $I$  e quindi il valore del blocco di controllo  $V$  è pari a  $\alpha S_I + B_I$ .

Il trasferimento del controllo risulta efficiente se e solo se si ha:

$$W_I < W_N$$

Se  $\alpha$  è piccolo la decisione di  $I$  di vendere l'impresa dipenderà principalmente dal valore di  $B_I$  e  $B_N$  piuttosto che da  $S_I$  e  $S_N$ . Per comprendere meglio tale concetto bisogna analizzare il regime legale vigente riprendendo i concetti sopra spiegati. In particolare, secondo Bebchuk [1994] bisogna appunto distinguere l'*Equal Opportunity Rule* in cui tutti gli azionisti partecipano al trasferimento del controllo sotto le stesse condizioni dell'azionista di maggioranza e il *Market Rule* in cui si riconosce un *control premium* solo ad  $I$ .

Nel caso di regime giuridico basato sull'*Equal Opportunity Rule* il premio maggiore che l'acquirente paga per comprare un pacchetto azionario della società, deve essere obbligatoriamente uguale al prezzo da corrispondere a tutti gli altri azionisti in sede di OPA,

naturalmente proporzionale alla quota detenuta da ognuno. In questa situazione, essendo  $W_N$  il valore che  $N$  attribuisce all'impresa e quindi il prezzo che sarà disposto a pagarla e dovendo offrire un prezzo in proporzione uguale a ciascun azionista della società, il trasferimento avrà luogo se:

$$\alpha W_N > \alpha S_I + B_I$$

L'azionista  $I$  cederà, infatti, il proprio pacchetto solo se il premio offertogli da  $N$  sarà superiore al valore che  $I$  attribuisce alla propria quota, dato dalla somma della percentuale dei *cash-flow* detenuti e dei benefici privati che è in grado di estrarre dal controllo.

Riformulando la relazione precedente si ha:

$$B_I < \left(\frac{\alpha}{1-\alpha}\right) (W_N - W_I)$$

Ossia l'incremento del valore complessivo della società sotto il nuovo controllo deve essere maggiore dei benefici privati estratti dal vecchio proprietario moltiplicati per un coefficiente inversamente proporzionale alla sua quota di controllo. La decisione di vendere il pacchetto di maggioranza dipende, perciò, dalla quantità di benefici estraibili dal controllo. Inoltre se  $\frac{\alpha}{1-\alpha}$  diminuisce si ha un numero più elevato di transazioni bloccate nonostante esse siano efficienti.

Nel caso, invece, di *Market Rule*, il trasferimento del controllo si ha solo se:

$$\alpha S_N + B_N > \alpha S_I + B_I$$

ossia se il valore che  $N$  attribuisce alla quota di partecipazioni  $\alpha$  è superiore a quello attribuito da  $I$  per vendere il suo pacchetto azionario.

La relazione può essere così riformulata:

$$B_N - B_I < \left(\frac{\alpha}{1-\alpha}\right) (W_I - W_N)$$

Ossia l'aumento del valore complessivo dell'impresa sotto il nuovo controllo deve essere maggiore dell'eventuale diminuzione dei benefici privati moltiplicata per un coefficiente che varia in misura inversamente proporzionale alla quota necessaria per il controllo.

In conclusione, l'*Equal Opportunity Rule* ha il vantaggio di riconoscere un trattamento equo agli azionisti di minoranza, che si vedono corrispondere interamente il premio offerto agli azionisti di controllo. Tuttavia l'applicazione di tale regola rende più onerosa la scalata al controllo da parte di potenziali acquirenti.

È in questo contesto che deve intervenire la regolamentazione che si pone obiettivi differenti a seconda del tipo di struttura di controllo:

- Nel caso di proprietà diffusa: la disciplina sulle OPA prevede che il prezzo con cui è effettuata l'offerta deve essere superiore alla media dei prezzi di mercato degli ultimi  $n$  mesi affinché chi è interessato ad ottenere il controllo da un lato possa rastrellare le azioni necessarie a tal fine, dall'altro sia obbligato a riconoscere agli azionisti, che rispondono alla sua offerta, un premio per i benefici ottenibili dal controllo.
- Nel caso di proprietà concentrata: la disciplina sulle OPA stabilisce che a fronte di un passaggio di proprietà di una quota tale da garantire il controllo della società, l'azionista di controllo deve dare la possibilità anche agli azionisti marginali di cedere la propria quota ad un prezzo prossimo a quello offerto per il pacchetto di controllo.

Grazie alla normativa sulle OPA, introdotta in Italia nel 1992 e perfezionata nel 1998, viene risolto il *trade-off* tra protezione degli azionisti e fluidità del mercato per il controllo societario. La giustificazione del premio di controllo risiede nel fatto che nelle aspettative degli acquirenti è presente la convinzione di riuscire a gestire l'impresa in maniera più efficiente con l'intenzione di estrarre anche benefici privati derivanti dal controllo; per questo motivo occorre garantire la protezione degli azionisti di minoranza riconoscendo loro tale premio.

Sulla base delle precedenti considerazioni sul legame tra OPA e controllo, si procede attraverso la descrizione e la classificazione delle differenti tipologie di OPA, con lo scopo di individuare quelle tipologie più consoni all'obiettivo della presente tesi.

## OPA: descrizione e classificazione

Un'Offerta Pubblica d'Acquisto è "una qualsiasi offerta, invito ad offrire o messaggio promozionale, in qualunque forma effettuati, finalizzati all'acquisto o allo scambio di prodotti finanziari, e rivolti ad un numero di soggetti non inferiore a 100 e di ammontare non inferiore a 2,5 milioni"<sup>11</sup>.

I soggetti coinvolti sono:

- L'emittente, società target dell'operazione.
- L'offerente, chi fa l'offerta.
- Eventuali intermediari.

È possibile classificare le OPA secondo vari criteri. Una prima distinzione riguarda la modalità di pagamento; in particolare si distinguono:

- Offerta Pubblica d'Acquisto (OPA): quando il corrispettivo offerto è costituito da denaro.
- Offerta Pubblica di Scambio (OPS): quando il corrispettivo offerto è costituito da altri titoli.
- Offerta Pubblica di Acquisto e di Scambio (OPAS): quando il corrispettivo è costituito in parte da denaro e in parte da titoli.

Un'altra possibile classificazione è la seguente:

- OPA volontaria totalitaria: viene lanciata per iniziativa dell'offerente che vuole acquisire il 100% della società target e si svolge secondo le procedure spiegate successivamente. L'offerta volontaria è totalitaria, in funzione del principio di parità di trattamento per tutti i proprietari di titoli emessi dalla società target.
- OPA obbligatoria che si distingue in totalitaria e residuale:
  - OPA obbligatoria totalitaria: secondo l'*articolo 106* del TUF "Chiunque, a seguito di acquisti a titolo oneroso, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del 30%<sup>12</sup> deve

---

<sup>11</sup> Regolamento Consob num.11971 del 1999.

<sup>12</sup> Percentuale attorno a cui l'evidenza empirica indica che è possibile ottenere i maggiori benefici privati del controllo.

promuovere un'offerta pubblica d'acquisto sulla totalità delle azioni ordinarie". Quindi, è la legge italiana a costringere il gruppo acquirente a lanciare un'offerta totalitaria se ha superato la soglia del 30% del capitale della società target o se di fatto ne ha acquisito il controllo anche con una quota inferiore al 30%. L'obbligatorietà dell'OPA consente ai piccoli azionisti di avvantaggiarsi del premio di maggioranza, ossia di ricevere come compenso quel surplus legato alla maggiore valutazione che l'offerente fa rispetto al prezzo di mercato. Oltre a stabilire l'obbligo di OPA, la legge stabilisce anche altri requisiti da rispettare tra cui il vincolo sul prezzo al quale viene promossa l'offerta; esso, come spiegato meglio successivamente, deve essere intermedio tra il prezzo di mercato medio degli ultimi dodici mesi e quello con cui si è acquisito il pacchetto di controllo, ossia il prezzo più elevato negli acquisti di azioni ordinarie effettuati dall'offerente negli ultimi dodici mesi. Vista l'onerosità dell'obbligo di OPA totalitaria, la legge prevede che tale dovere non sia previsto in caso di precedente OPA volontaria totalitaria, precedente OPA volontaria parziale o non raggiungimento del controllo.

- OPA obbligatoria residuale: è detta anche "obbligo d'acquisto" e secondo l'articolo 108 del TUF "Chiunque venga a detenere una partecipazione superiore al 90% promuove un'offerta pubblica di acquisto sulla totalità delle azioni con diritto di voto al prezzo fissato dalla Consob, se non ripristina entro quattro mesi un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni". La finalità è quella di tutelare il normale funzionamento del mercato secondario e il prezzo è stabilito dalla Consob secondo opportuni criteri.

- OPA preventiva: accade in presenza di alcune condizioni a protezione degli azionisti di minoranza:
  - L'oggetto dell'offerta deve essere costituito da almeno il 60% dei titoli di ciascuna categoria.
  - L'offerente non deve aver acquistato partecipazioni in misura superiore all'1% nei dodici mesi anteriori alla comunicazione pubblica.
  - L'offerta deve essere approvata dagli azionisti, titolari della maggioranza dei titoli stessi, con esclusione del socio di maggioranza, anche relativa, ove la partecipazione di questi superi il 10%.

Se non viene raggiunta la quota del 60%, l'offerente è obbligato a lanciare un'offerta pubblica totalitaria ai sensi dell'*articolo 106* del TUF (OPA successiva). Ciò accade anche se nei dodici mesi successivi alla conclusione dell'OPA preventiva si sono verificati acquisti superiori all'1% o se la società emittente ha deliberato operazioni di fusione o scissione.

- OPA di consolidamento: si ha quando vi è un soggetto già detentore di una quota superiore al 30% senza tuttavia la maggioranza dei voti. Se tale soggetto incrementa la propria partecipazione in un anno di oltre il 3% in seguito ad acquisti a titolo oneroso di titoli o per sottoscrizione o conversione di diritti negoziati nello stesso arco di tempo, è tenuto a lanciare un'OPA totalitaria.
- OPA di concerto: sulla base dell'*articolo 109* del TUF i soggetti che agiscono di concerto vengono definiti pattisti e tali soggetti cooperano al fine di mantenere il controllo della società emittente agendo come se fossero un'unica entità. Tali soggetti devono rispettare gli obblighi degli *articoli 106 e 108* che riguardano l'OPA obbligatoria e l'obbligo d'acquisto "quando vengano a detenere, a seguito di acquisti a titolo oneroso effettuati anche da uno solo di essi, una partecipazione complessiva superiore alle percentuali indicate nei predetti articoli".

- OPA a cascata: è regolamentata dall'*articolo 106* del TUF e prevede che il soggetto, che acquisisce il controllo di una *holding* quotata o non quotata, la quale detenga una partecipazione superiore al 30% del capitale in altre società quotate è tenuto a promuovere l'OPA totalitaria sulle predette società.

Un'ulteriore distinzione è la seguente:

- OPA amichevole: si ha quando il consiglio di amministrazione della società oggetto della scalata è favorevole all'offerta stessa.
- OPA ostile: si ha quando il consiglio di amministrazione della società da scalare è contrario all'offerta. In questo caso il controllo per il corretto svolgimento dell'OPA da parte della Consob è maggiore.
- Contro-OPA: è un'offerta di rilancio, in genere ad un prezzo più alto della prima OPA, che può essere lanciata da un gruppo concorrente interessato ad acquistare le stesse azioni della società target. A sua volta il gruppo che ha lanciato la prima OPA può rilanciare ancora, ma a un prezzo maggiore dell'offerta concorrente. Secondo la Consob il rilancio deve essere effettuato almeno dieci giorni prima della prevista chiusura dell'offerta originaria e la sua durata d'adesione deve essere adeguata a quella concorrente. Per quanto riguarda le offerte concorrenti, esse possono essere pubblicate fino a cinque giorni prima della data di chiusura dell'offerta precedente e comunque entro il cinquantesimo giorno dalla pubblicazione della prima offerta. Inoltre le offerte concorrenti e i rilanci sono ammessi se il loro contenuto è migliorativo rispetto all'ultima offerta e all'ultimo rilancio. L'adesione alla prima offerta è revocabile in presenza di offerte successive.

La procedura di offerta pubblica di acquisto prevede una serie di passi; in particolare si distinguono:

- La prima fase, è il momento in cui si matura la decisione o l'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto o di scambio, si comunica la decisione alla Consob e si realizza una dichiarazione pubblica. Non appena

tale dichiarazione si diffonde i consigli di amministrazione della società emittente e di quella offerente informano le rappresentanze dei lavoratori.

- La seconda fase, comporta la realizzazione del documento d'offerta che deve essere presentato alla Consob dall'offerente entro venti giorni dalla comunicazione pubblica. Tale documento deve contenere i termini dell'offerta, le caratteristiche dell'acquirente, i suoi programmi futuri e le prospettive di redditività dell'azienda, ossia tutte le informazioni necessarie per consentire ai destinatari dell'offerta pubblica di valutare correttamente la proposta. Una volta approvato il documento, esso viene reso pubblico. Il consiglio di amministrazione della società emittente lo trasmette alle rappresentanze sindacali. L'*Authority* di Borsa ha da quindici a venti giorni di tempo per autorizzare o bloccare l'operazione. Ottenuta l'autorizzazione, l'offerente decide in accordo con Borsa Italiana quando far partire l'OPA.
- La terza fase, riguarda la valutazione dell'offerta: almeno un giorno prima del lancio dell'OPA, il consiglio di amministrazione della società target deve valutare l'offerta definendola amichevole o ostile. La società emittente deve porre in risalto gli effetti che possono manifestarsi sulle attività della società e sui lavoratori in caso di esito positivo dell'OPA. Terminata la valutazione d'offerta da parte della target, essa emette pubblicamente un comunicato per definire la propria posizione nei confronti dell'OPA.

Per quanto riguarda la durata del periodo di sottoscrizione, questo può durare da venti giorni ad un massimo di quaranta nel caso di OPA volontaria totalitaria o di OPA preventiva; invece, se si tratta di altre tipologie di OPA, la durata va da un minimo di quindici giorni ad un massimo di venticinque. In ogni caso tale periodo deve essere accordato dalla società di gestione del mercato; inoltre l'offerente non può ridurre tale periodo ma ha la possibilità di prorogarlo entro i limiti di legge. La Consob può decidere di prolungare tale finestra sino ad un massimo di cinquantacinque giorni qualora ciò sia giustificato da esigenze di corretto svolgimento dell'offerta a tutela degli investitori. È, inoltre, prevista una proroga

automatica di dieci giorni se negli ultimi dieci giorni di pendenza dell'offerta viene convocata l'assemblea dei soci per assunzione di misure difensive.

In caso di OPA ostile, la società emittente può ricorrere ad alcune tecniche difensive contrastanti l'operazione. In particolare si distinguono:

- Tecniche difensive preventive, sono ad esempio la previsione statutaria di quorum qualificati per l'approvazione di determinate operazioni e la definizione di soglie elevate per la nomina degli amministratori. Tali tecniche rientrano nelle cosiddette *shark repellant*, il cui obiettivo è la tutela da scalate ostili. Esistono inoltre le *golden parachute* che prevedono il riconoscimento di rilevanti indennità a favore dei manager e consiglieri, a seguito di un'offerta pubblica d'acquisto.
- Tecniche difensive attive, sono ad esempio le delibere di un aumento di capitale riservato ad un soggetto (il cosiddetto "cavaliere bianco"), le scissioni di pezzi di patrimonio, i progetti di fusione con altri partner, i programmi di acquisto di azioni proprie, le distribuzioni di maxidividendi ai soci, le assegnazioni di azioni ai dipendenti e le emissioni di prestiti obbligazionari convertibili. Si tratta di tecniche finalizzate a rendere più onerosa l'offerta e quindi a scoraggiare il *raider*.

Per quanto riguarda gli aspetti legali, fino a qualche decennio fa in Italia, non esisteva una disciplina unica e specifica che regolasse le offerte pubbliche. L'unico contributo era un complesso di norme risalenti al 1971, sotto forma di autoregolamentazione, del Comitato direttivo degli agenti di cambio di Milano e raggruppate sotto il titolo "Codice di comportamento per le offerte pubbliche di acquisto di titoli". Il codice tuttavia presentava dei limiti. Successivamente venne introdotta la *legge n°216 del 7.6.1974*, istituita dalla Consob e contenente disposizioni sul mercato mobiliare e poi sostituita integralmente dalla *normativa n°77 del 23.2.1983* sull'istituzione e la disciplina dei fondi comuni d'investimento, che ha fatto rientrare le OPA, così come le altre tipologie di offerte pubbliche, tra le diverse forme di sollecitazione al pubblico risparmio. Tuttavia rimaneva il problema dell'assenza di una normativa che regolasse anche gli aspetti procedurali; attraverso l'introduzione della

*legge n°149 del 18.2.1992* sulla “Disciplina delle offerte pubbliche di vendita, sottoscrizione, acquisto e scambio di titoli” sono state formalizzate anche le fasi attraverso cui effettuare un’OPA ed è stato introdotto il già ricordato *Mandatory Bid Rule*. Infine nel 1998 con il Testo Unico della Finanza è stata incrementata la tutela degli azionisti di minoranza.

A questo punto è interessante capire in che modo è possibile utilizzare, come proxy del valore dei PB associati al controllo, la differenza tra il prezzo di un’offerta finalizzata ad acquisire il controllo durante un’OPA e il prezzo di mercato delle azioni su cui l’OPA è rivolta.

## I benefici privati misurati attraverso il prezzo delle OPA

Un primo tentativo di analisi del valore dei PB del controllo attraverso l'utilizzo dei prezzi che si manifestano durante un'OPA è rappresentato dal lavoro di Massari, Monge e Zanetti [2004]. Gli studiosi partono dalla considerazione che in Italia il trasferimento di controllo delle aziende quotate è disciplinato dalle leggi spiegate precedentemente; in particolare, a tutela degli azionisti di minoranza, la *corporate law* prevede che, nel caso di trasferimento di controllo, venga attuata un'offerta pubblica. Nell'analisi si prendono in considerazione tre tipologie di transazioni:

- OPA volontarie in assenza di un precedente blocco scambiato.
- Blocchi di controllo scambiati a cui seguono OPA obbligatorie.
- Blocchi di controllo scambiati senza conseguenti OPA obbligatorie.

In Italia le OPA volontarie avvengono ad un prezzo che tiene conto delle aspettative sul controllo che l'acquirente ritiene di ottenere a seguito dell'operazione, esplicitate attraverso un premio. Per quanto riguarda le OPA obbligatorie, invece, i prezzi di offerta sono una funzione del prezzo pagato dall'acquirente per il blocco di controllo precedente all'OPA. Quindi, il prezzo pagato dall'acquirente è una buona proxy del valore dell'azienda target comprensivo dei benefici privati ottenibili dal controllo.

All'inizio di un'OPA l'acquirente non sa con precisione quante azioni riuscirà a rastrellare sul mercato e quindi è necessario considerare due differenti scenari:

1. L'acquirente si aspetta che tutti gli azionisti dell'azienda aderiranno alla sua offerta.
2. L'acquirente si aspetta di ricevere una percentuale di azioni in linea con le proprie aspettative.

Nel primo scenario il premio pagato è definito *raw premium* mentre nel secondo caso il premio pagato deve essere corretto dalla percentuale di capitale acquisito.

Terminato il periodo d'offerta, il prezzo delle restanti azioni ancora sul mercato è affetto da:

- Aspettative del mercato di un'eventuale OPA residuale.
- Aspettative sul fatto che il *buyer* potrebbe rivendere una certa quantità di azioni sul mercato con l'intento di ricostituire il flottante al fine di non dover lanciare l'OPA residuale.
- Aspettative riguardanti solamente i benefici che tutti gli azionisti possono ottenere e quindi l'eventuale aumento dei SB a seguito del nuovo management.

Al contrario, il prezzo di mercato non tiene conto dei benefici privati ottenibili da chi detiene il controllo. Il prezzo del blocco invece riflette sia i SB che tutti gli azionisti riceveranno che i PB disponibili solo all'azionista di controllo. È quindi possibile valutare il valore del controllo racchiuso nel blocco ricorrendo alla formula seguente:

$$PBC \% = \frac{P_{block} - P_{end+10}}{P_{end+10}} \sigma$$

Dove  $P_{block}$  è il prezzo di offerta per l'OPA,  $P_{end+10}$  è il prezzo di mercato dopo dieci giorni dalla chiusura dell'OPA e  $\sigma$  è la percentuale di capitale azionario acquisito, che nel primo scenario è uguale ad 1 mentre nel secondo è un valore compreso tra 0 e 1.

A partire dalla formula precedente è possibile ricavarne alcune specifiche ed in particolare si ha:

- Per le OPA volontarie:

$$PBC\% = \frac{P_{off} - P_{m \text{ chiusura dell'offerta}}}{P_{m \text{ chiusura dell'offerta}}} \sigma$$

- Per i pacchetti di controllo scambiati ma senza una conseguente OPA:

$$PBC\% = \frac{P_{bl} - P_{m \text{ dopo annuncio}}}{P_{m \text{ dopo annuncio}}} * \sigma_{bl}$$

Ove  $\sigma_{bl}$  rappresenta la quota di capitale inclusa nel pacchetto oggetto dello scambio.

- Per le OPA obbligatorie a seguito dell'acquisto di un pacchetto di controllo:

$$PCB\% = \frac{\frac{P_{tot.pag.}}{N_{az}} - P_m}{P_m} = \frac{[P_{bl}\sigma_{bl} + P_{OPAobb}\sigma_{OPAobb}] - P_m}{P_m} * \sigma$$

dove

- $\sigma_{bl}$  rappresenta la percentuale di capitale azionario acquisito attraverso il blocco di controllo.
- $\sigma_{OPAobb}$  è la percentuale di capitale azionario acquisito attraverso l'OPA obbligatoria (con  $\sigma_{bl} + \sigma_{OPAobb} = 1$ ).
- $\sigma$  è la percentuale di capitale azionario acquisito sul totale.
- $P_m$  è il prezzo di mercato dieci giorni dopo la chiusura dell'OPA.

Nel lavoro si analizza un campione di operazioni di M&A avvenute in Italia nel periodo 1993-2003 e si considerano le sole operazioni che hanno comportato un trasferimento del controllo societario. Non si considerano gli scambi tra membri appartenenti alla stessa famiglia o all'interno dello stesso gruppo di aziende perché non rappresentano un cambio di controllo, né si considerano le transazioni che prevedono la presenza di strumenti derivati, azioni di risparmio o azioni convertibili poiché si ritiene che tali transazioni potrebbero distorcere le stime del valore dei PB.

Dall'analisi emergono alcuni valori negativi del *premium* legati alla presenza di *private cost* associati al controllo che, come spiegato nel capitolo precedente, a volte potrebbero essere superiori ai benefici ottenibili portando così ad un *premium* negativo.

Dallo studio risulta un premio medio per il controllo, proxy dei PB estraibili dal controllo, pari a circa il 12% - 14% della capitalizzazione di mercato dell'azienda target, valori molto più bassi rispetto ai valori calcolati nei precedenti lavori in cui si era individuato un premio anche del 40%.

Successivamente si illustrano le variabili che secondo tale studio influenzano il valore del controllo.

- Fattori legati alle caratteristiche dell'azienda target:
  - La dimensione dell'azienda misurata attraverso il *total revenue*; da un lato ci si aspetta una relazione positiva con il valore del *premium* poiché al crescere di questa variabile crescono le opportunità per chi controlla l'impresa di estrarre propri benefici; dall'altro lato però risulta che aziende grandi sono maggiormente monitorate dagli investitori.
  - Le performance dell'azienda prima della transazione del controllo, misurate tramite opportuni indicatori di performance nell'anno precedente alla transazione. In presenza di performance negative significa che l'azienda si trova in una situazione di stress finanziario e di conseguenza il *premium* che l'acquirente è disposto a pagare sarà basso in quanto sarà più difficile per l'investitore estrarre PB.
  - Una dummy che assume valore 1 se l'azienda ha anche azioni di risparmio; tale fattore influenza positivamente il *premium* in quanto in presenza di azioni di risparmio è più semplice per chi detiene il controllo estrarre propri benefici.
  - La presenza di una struttura piramidale, individuata dal rapporto degli interessi degli azionisti di minoranza sul totale del patrimonio netto degli azionisti. Al crescere di tale valore aumenta il grado di piramidalità della struttura azionaria e quindi si amplifica il grado di separazione tra proprietà e controllo facilitando una maggiore estrazione di PB per i controllanti; per questo motivo aumenta il *premium* che l'offerente è disposto a pagare.
  - Una dummy che assume valore 1 se l'azienda target appartiene al settore bancario; si ipotizza una relazione positiva con il *premium*

in quanto si ritiene che tale settore sia caratterizzato da maggiori opportunità per l'estrazione di benefici privati.

- Una dummy che assume valore 1 se il venditore è una compagnia controllata dallo Stato che a seguito della transazione viene privatizzata; ci si aspetta un *premium* inferiore nel caso di privatizzazioni in quanto si crede che queste siano fortemente controllate dal mercato e quindi minore sono le opportunità per l'acquirente di estrarre PB.
- La volatilità dei ritorni azionari: al crescere della volatilità delle azioni dell'azienda precedenti alla transazione cresce il livello di rischiosità dell'azienda target e quindi si dovrebbe ridurre il *premium* che un investitore è disposto a pagare.
- Caratteristiche dell'acquirente:
  - Una dummy che assume valore 1 se l'acquirente è un soggetto industriale; egli dovrebbe avere più competenza nell'estrarre i PB rispetto ad un acquirente finanziario o assicurativo.
  - Una dummy che assume valore 1 nel caso in cui l'acquirente è un'azienda quotata; la relazione con il *premium* dovrebbe essere negativa perché in presenza di aziende quotate i controlli da parte del mercato sono maggiori e quindi è più difficile estrarre propri benefici.
  - Una dummy che assume valore 1 se l'acquirente è un investitore straniero. Secondo gli autori ci si aspetta un impatto negativo con il *premium* dato che gli investitori stranieri conoscono meno il mercato italiano e quindi hanno meno abilità nell'estrarre benefici privati.
- Caratteristiche del contesto macroeconomico:
  - Il tasso di interesse delle obbligazioni governative a scadenza decennale: al crescere di tale valore, la domanda di azioni sul

mercato si riduce con una conseguente riduzione del *premium* per il controllo.

Di queste variabili viene scelto un sottocampione con cui si realizza una regressione lineare. Dall'analisi dei risultati si conferma che al crescere delle dimensioni dell'azienda il premio del blocco di controllo si riduce, così come in presenza di un acquirente straniero, che risulta meno abile ad estrarre PB. Al contrario esso aumenta quando l'acquirente è un soggetto industriale e quando l'azienda target presenta una struttura piramidale.

L'aspetto interessante dello studio condotto è rappresentato principalmente dal tipo di variabile dipendente utilizzata; a partire da questa, verrà elaborata una nuova variabile dipendente e verrà proposto un nuovo modello con la relativa specificazione empirica tramite regressione lineare al fine di valutare il valore dei PB.

## Capitolo 4

### Analisi empirica: quantificazione dei benefici privati

In questo capitolo, alla luce di quanto visto finora, si procede in primo luogo alla definizione dello stimatore da utilizzare come proxy del valore dei benefici privati del controllo e successivamente alla selezione del campione da impiegare per ricavare il valore puntuale dello stimatore stesso. Inoltre, si individuano diversi fattori che potrebbero influenzare in maniera significativa il valore di tale stimatore. Infine, per testare le ipotesi teoriche relative all'impatto che tali fattori hanno sui PB, nel capitolo successivo è sviluppata un'analisi di regressione lineare.

#### Descrizione dello stimatore

Lo scopo della presente tesi consiste nell'individuare un metodo in grado di valutare i benefici privati associati al controllo attraverso una tecnica alternativa rispetto a quelle usate nella letteratura economica classica basate sul calcolo del *Block Premium* e del *Voting Premium*. Si è scelto di utilizzare un nuovo stimatore per due motivi: da un lato per risolvere i limiti associati alle tecniche tradizionali precedentemente illustrati e dall'altro per evidenziare l'importanza dei piccoli azionisti in un *control contest*, importanza che finora è stata considerata solo in parte grazie all'utilizzo dello *Shapley-Shubik Index*. In particolare, come precedentemente descritto, si vuole mettere in risalto il fatto che i piccoli azionisti marginali, pur non avendo alcun potere strategico nell'azienda, vedono riconosciuto nelle azioni che detengono una componente legata al controllo in quanto questi ultimi potrebbero risultare pivotali in una situazione di contendibilità del controllo.

L'evidenza di questo concetto è riscontrabile nell'analisi delle OPA e delle relative regolamentazioni vigenti in Italia. Infatti, il premio riconosciuto in presenza di un'offerta pubblica finalizzata ad ottenere il controllo è una prova del fatto che i benefici privati esistono e possono essere quantificati. Inoltre l'introduzione dell'obbligo di estendere

l'offerta d'acquisto agli azionisti di minoranza, a seguito dell'ottenimento del controllo, supporta l'idea che questi ultimi svolgono un ruolo importante nel determinare l'ampiezza dei benefici privati in mano agli azionisti di controllo. Infatti, se i piccoli azionisti decidono di cedere le loro azioni, a queste sarà associato un prezzo elevato proprio perché comprensivo del valore dei benefici privati che vengono conferiti a chi detiene il controllo.

Per tali ragioni, un buono stimatore di questi PB è rappresentato dal differenziale tra il prezzo offerto durante un'OPA ( $P_{OPA}$ ) e il prezzo di mercato ( $P_m$ ) della corrispondente azione su cui è lanciata l'OPA. La formula generale che, successivamente, verrà specificata meglio sulla base del campione individuato è:

$$PB = \frac{P_{OPA} - P_m}{P_m}$$

Il valore che si ottiene dalla formula rappresenta il premio del controllo espresso come percentuale del prezzo di mercato. Tale differenziale, affinché rappresenti solo il premio per il controllo, deve essere calcolato ricorrendo al corrispettivo offerto nell'OPA, definito all'istante dell'annuncio e al prezzo di mercato nell'istante in cui la componente legata ai PB è minima o nulla.

Occorre quindi fare una precisazione sull'istante di tempo da scegliere per la registrazione del prezzo di mercato. Infatti, l'ipotesi fondamentale del modello sviluppato nella presente tesi è rappresentata dal fatto che il prezzo di mercato delle azioni possedute da tutti gli azionisti dell'azienda dopo l'annuncio dell'OPA e prima di un'eventuale OPA residuale incorpora sia la componente legata ai dividendi attesi futuri (SB) sia la componente legata ad eventuali benefici privati legati a cambiamenti del controllo (PB). Invece, sufficientemente a monte dell'annuncio o a chiusura dell'OPA laddove non sia prevista un'OPA residuale, gli azionisti marginali vedono riconosciuto nel prezzo delle loro azioni solo la prima componente, ossia i SB, in quanto ogni beneficio privato del controllo è di esclusivo godimento degli azionisti di controllo e di nessun altro.

L'analisi è condotta guardando allo scenario italiano poiché l'Italia è un Paese caratterizzato, come spiegato in precedenza, da opportune leggi *ad hoc* che regolamentano le OPA e i passaggi di controllo, con particolare enfasi alla tutela degli azionisti di minoranza.

## Le fonti

Prima di procedere all'analisi del campione utilizzato per realizzare l'analisi di regressione lineare, si definiscono le fonti informative impiegate per la raccolta dei dati necessari all'indagine. Le principali fonti da cui sono state estratte le informazioni sono:

- Il "Taccuino dell'azionista" dal 2000 al 2010, annuario di documentazione finanziaria di Borsa redatto da "Il Sole24Ore", all'interno del quale è possibile reperire le informazioni più aggiornate sulle quotazioni dei titoli emessi dalle aziende quotate italiane e i corrispondenti dati di bilancio.
- Il "Calepino dell'azionista" dal 2000 al 2010, periodico annuale redatto da Mediobanca contenente in maniera sintetica ma completa le informazioni relative ai dati di bilancio delle società quotate italiane.
- Il manuale "Indici e Dati relativi a investimenti in titoli quotati nelle borse italiane" di Mediobanca contenente varie informazioni tra cui quelle sulle OPA riguardanti società quotate italiane.
- L'archivio della Consob relativo alle società quotate, fondamentale per la ricerca dei prospetti informativi delle OPA oggetto di studio.
- Il sito di Borsa Italiana, in cui è possibile recuperare le informazioni riguardanti le quotazioni dei titoli oggetto delle OPA.
- Il database "Datastream" da cui è possibile ritrovare i prezzi giornalieri delle varie società quotate, i dati di bilancio e gli indici di mercato.
- Il database de "Il Sole24Ore" da cui è possibile ritrovare i prezzi giornalieri delle società quotate e le informazioni relative alle operazioni in esame.
- L'archivio "Radiocor", agenzia di informazione de "Il Sole24Ore" contenente le informazioni riguardanti le modalità con cui si sono concluse le OPA in esame e le eventuali OPA successive.

### **Indici e dati di Mediobanca**

Al capitolo XIV di “Indici e dati” è presente la raccolta di tutte le OPA riguardanti le società quotate italiane in cui è riportato, per ciascuna OPA, le parti coinvolte, il prezzo d’offerta, il quantitativo raccolto, la quota finale posseduta dall’offerente e la tipologia di offerta pubblica.

### **L’archivio della Consob**

Di notevole aiuto sono state le informazioni contenute nell’archivio presente all’interno del sito della Consob. In particolare, tale sito è stato utilizzato per la raccolta del valore delle quote dei principali azionisti di ciascuna società, con lo scopo di definirne il flottante, e dei prospetti informativi relativi alle OPA di interesse per lo svolgimento del lavoro. In particolare ciascun prospetto informativo comprende una premessa, diverse parti denominate mediante lettere alfabetiche A,B,C,D,ecc.. e una conclusione. Di queste parti, alcune sono servite per raccogliere informazioni interessanti ai fini del lavoro come spiegato successivamente.

### **Il sito de Il Sole24Ore e l’archivio Radiocor**

È stato possibile utilizzare l’archivio multimediale de “Il Sole24Ore” dove sono raccolti i prezzi giornalieri delle varie società quotate; inoltre, tramite l’archivio storico “Radiocor” è stato possibile ritrovare i lanci di agenzia relativi alle adesioni alle OPA e alle eventuali OPA residuali o alle operazioni di mercato che si sono sviluppate in seguito all’OPA.

### **Il sito di Borsa Italiana**

All’interno del sito di Borsa Italiana è possibile ritrovare le informazioni che si riferiscono ai prezzi delle azioni delle società quotate italiane e i relativi andamenti storici; inoltre sono stati raccolti i valori mensili dell’indice “MIB Storico” dal 1999 al 2010.

### **Il Taccuino dell'azionista**

Il “Taccuino dell'azionista” è una pubblicazione annuale de “Il Sole24Ore” e le edizioni prese in considerazioni sono quelle degli anni dal 2000 al 2010.

All'interno del “Taccuino dell'azionista” sono presentate le schede monografiche delle società italiane quotate sia nel mercato maggiore sia in quello ristretto. Per ogni società sono riportati i dati anagrafici principali (anno di fondazione, sede legale, borse in cui è quotata l'azienda e società di revisione), i componenti del consiglio di amministrazione e del collegio sindacale, con l'indicazione degli eventuali membri del comitato esecutivo, la composizione del capitale e la sua evoluzione negli anni. Sono inclusi anche l'andamento dei titoli azionari corredati dai rapporti borsistici, gli indici di bilancio principali e gli avvenimenti più significativi della storia societaria.

Al fine dell'analisi svolta in questa tesi, il periodico è stato utilizzato per raccogliere le informazioni relative ai principali azionisti delle società (informazioni confrontate con quelle raccolte sul sito della Consob) e i dati di bilancio di queste ultime, con particolare riferimento alle voci che compongono lo stato patrimoniale e il conto economico (informazioni confrontate con il “Calepino dell'azionista”).

### **Il Calepino dell'azionista**

Un'altra fonte, da cui sono state ricavate le informazioni sulle società quotate, è il “Calepino dell'azionista”, periodico realizzato da Mediobanca. Le schede di ciascuna società comprendono informazioni circa i dati anagrafici fondamentali (anno di fondazione e sede), l'azionariato, senza tuttavia mostrare le quote detenute da ognuno, gli amministratori, i sindaci e i revisori, i dettagli sul capitale e sulle sue variazioni negli ultimi due o tre anni e i dati sintetici del bilancio degli ultimi due o tre esercizi.

## Scelta del campione

Per la definizione del campione di osservazioni utili ai fini dell'analisi, si prendono in considerazione le offerte pubbliche d'acquisto avvenute in Italia tra il 2000 e il 2010 nelle imprese quotate sul mercato di Piazza Affari. È necessario tuttavia eseguire una scrematura al fine di considerare solo quelle transizioni più adatte all'obiettivo dell'analisi; in particolare le osservazioni sono selezionate sulla base della tipologia di transazione e dell'oggetto della transazione.

- Per quanto riguarda la tipologia delle transazioni:

Si eliminano:

- Le transazioni riguardanti quei pacchetti di controllo scambiati privatamente e per i quali non scatta l'obbligo di OPA successiva; infatti, in queste operazioni private, la componente legata al controllo non impatta sull'intero valore dell'azienda e quindi sul valore dei titoli degli azionisti non coinvolti nella transazione bensì solo sul pacchetto di controllo.
- Le OPA residuali in quanto queste sono finalizzate al ritiro immediato del titolo dal listino e quindi non si dispone del prezzo di mercato al termine dell'OPA sulla base del quale calcolare il differenziale di premio.
- Le OPS e le OPAS poiché in questo tipo di offerte il corrispettivo pagato non è solo in denaro e quindi il prezzo offerto potrebbe distorcere la stima dei PB legati al controllo.

Si analizzano:

- Le OPA volontarie totalitarie e parziali in quanto, per loro natura, sono finalizzate all'ottenimento del controllo e si rivolgono a tutti gli azionisti che, senza discriminazioni legate alla quota posseduta, possono avvantaggiarsi del cambiamento del controllo in atto.

- Le OPA che scattano a seguito dell'acquisto di un pacchetto di azioni superiore al 30%; tali OPA, definite anche successive, sono finalizzate ad estendere a tutti gli azionisti la possibilità di beneficiare del premio di maggioranza
  - Le OPA che scattano a seguito della costituzione di un patto parasociale che comporta la detenzione da parte dei pattisti di una quota complessiva superiore al 30%; anche in questo caso scatta l'obbligo di OPA e quindi valgono le medesime considerazioni espresse nel punto precedente.
  - Le OPA a cascata che scattano a seguito dell'acquisto di un'azienda che detiene una partecipazione maggiore del 30% in un'altra società.
  - Le OPA preventive che sono lanciate da un investitore esterno all'azienda target o da un azionista di minoranza della target con lo scopo di ottenere il controllo sulla società.
- Per quanto riguarda l'oggetto della transazione:

Si eliminano:

- Le OPA aventi come oggetto le azioni di risparmio e le azioni convertibili in quanto il prezzo dell'offerta non è una stima corretta del valore dei PB poichè per definizione tali tipologie di azioni non racchiudono la componente legata al controllo.
- Le transazioni che includono strumenti derivati, quali warrant, opzioni put e opzioni call in quanto è difficile valutare in maniera oggettiva la relazione tra il prezzo offerto per questi pacchetti e il valore del controllo.

Si analizzano:

- Le transazioni riguardanti le sole azioni ordinarie alle quali per la loro natura è associabile il valore del controllo.

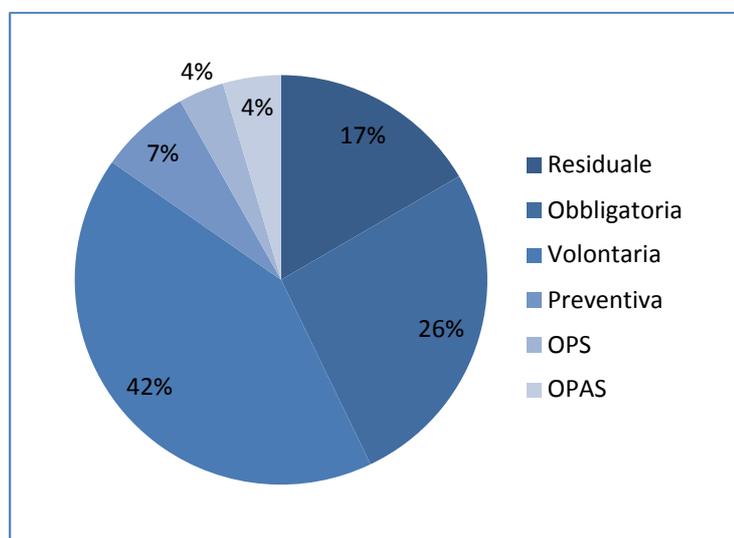
## Definizione del campione

Il campione iniziale è costruito ricorrendo alle informazioni contenute sul sito della Consob, nella sezione documenti OPA, dove è presente l'elenco di tutte le offerte pubbliche avvenute in Italia nel decennio 2000-2010 in ordine cronologico; dall'analisi risultano 308 OPA.

Sulla base di tale raccolta è possibile distinguere le seguenti tipologie di offerte pubbliche, ossia:

- 51 OPA residuali.
- 81 OPA obbligatorie.
- 129 OPA volontarie.
- 22 OPA preventive.
- 11 OPS.
- 14 OPAS.

Figura 5: Analisi delle tipologie di OPA

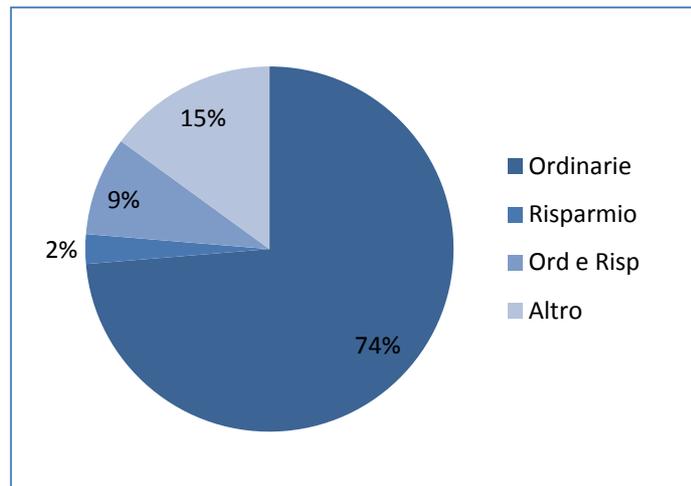


Guardando invece agli strumenti oggetto delle offerte, si possono distinguere:

- 227 Offerte su azioni ordinarie.
- 8 Offerte su azioni di risparmio.

- 27 Offerte su azioni ordinarie e di risparmio.
- 46 Offerte su strumenti derivati quali opzioni e warrant o prestiti obbligazionari o quote di fondi comuni d'investimento o polizze *Index Linked*.

Figura 6: Analisi delle tipologie di strumenti oggetto d'offerta



Al fine di selezionare un sottocampione più significativo per l'analisi che si intende condurre, si utilizza la raccolta "Indici e dati" redatta da Mediobanca nel 2011 in cui sono riportate le sole OPA "di titoli azionari e assimilati quotati nelle Borse Valori italiane effettuate dopo il primo gennaio 2000 ed iniziate anteriormente al 31 dicembre 2010. Si è fatto riferimento al *decreto legislativo 58* del 1998 e, prima della sua entrata in vigore, alla *legge 149* del 1992".<sup>13</sup> Nel sottocampione sono presenti 221 osservazioni dalle quali vengono ulteriormente escluse 122 offerte secondo i criteri di selezione sopramenzionati.

In questo modo si arriva ad avere un campione costituito da 99 osservazioni; inoltre vengono eliminate quelle OPA che hanno registrato adesioni molto limitate o nulle e quelle in cui coloro che hanno aderito sono stati unicamente azionisti possessori di grandi blocchi che, precedentemente al lancio dell'OPA, avevano firmato un accordo con l'offerente a garanzia della cessione del loro pacchetto di azioni. In questi due casi, infatti, l'OPA non riconosce alcun tipo di premio per il controllo agli azionisti di minoranza, i quali quindi non aderiscono all'offerta. Infine, si escludono quelle OPA in cui l'azienda target si trova in una

<sup>13</sup> Indici e Dati relativi ad investimenti in titoli quotati (2010), pag.8.

situazione di forte *financial distress*, poiché in questo caso l'OPA è finalizzata ad un rapido miglioramento della situazione economica e non ad un ottenimento del controllo.

A questo punto si arriva a un campione di riferimento costituito da 74 osservazioni, che costituiscono la base sulla quale effettuare l'indagine della presente tesi.

Di questo campione sono riportate alcune statistiche descrittive con lo scopo di individuare e catalogare le varie osservazioni oggetto dell'analisi; guardando in primo luogo alla tipologia di OPA si hanno:

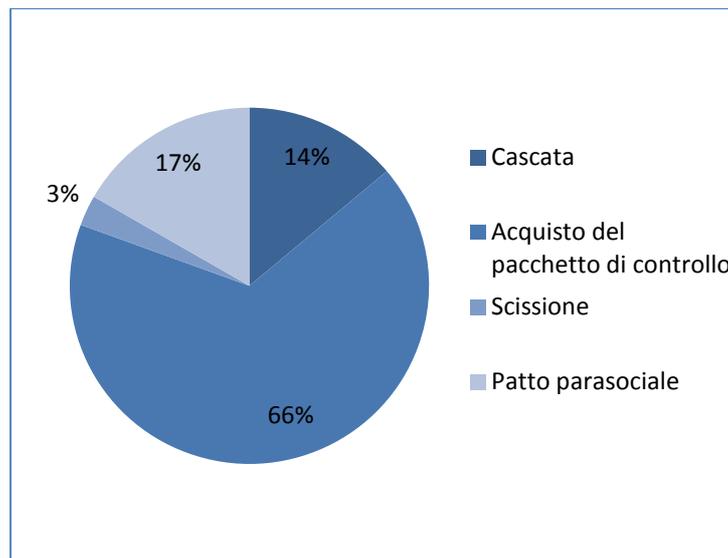
- 36 OPA obbligatorie.
- 38 OPA su base volontaria, di cui:
  - 30 OPA volontarie.
  - 8 OPA preventive.

Tra le OPA obbligatorie si possono distinguere quelle che scattano a seguito dell'acquisto da parte dell'offerente di un pacchetto che determina una partecipazione maggiore della soglia del 30%, quelle che scattano a seguito di un patto parasociale, quelle definite OPA a cascata e quelle in cui l'acquirente è obbligato a lanciare l'OPA a seguito di un'operazione di scissione che l'ha portato a detenere una partecipazione maggiore del 30%; in particolare si hanno:

- 5 OPA a cascata.
- 24 OPA a seguito dell'acquisto di una partecipazione che porta al superamento della soglia del 30%.
- 6 OPA a seguito del patto.
- 1 OPA a seguito di operazione di scissione.

Nella pagina seguente è presente un grafico che sintetizza tali informazioni.

Figura 7: Analisi delle cause che comportano l'obbligo di OPA



Inoltre, dall'analisi del campione risulta che un numero elevato di transazioni è finalizzato ad un successivo ritiro dell'azienda target dal mercato attraverso una conseguente OPA residuale; in particolare:

- 43 OPA sono finalizzate al *delisting* della target.
- 31 OPA non hanno come obiettivo il *delisting* della target.

Tra le offerte pubbliche finalizzate al *delisting*, è doveroso sottolineare che in alcuni casi l'OPA non ha ricevuto sufficienti adesioni per il *delisting* e quindi la conseguente OPA residuale non ha avuto luogo; in particolare delle 44 OPA finalizzate al *delisting*:

- 8 OPA non hanno avuto successo.
- 35 OPA sono state seguite da OPA residuale o obbligo d'acquisto.

Ponendo l'attenzione invece sull'acquirente, nella maggior parte dei casi egli è un azionista di controllo della target già precedentemente all'OPA o a seguito dell'acquisto del pacchetto di controllo che farà poi scattare l'obbligo di OPA; raramente è un investitore esterno che non detiene alcuna partecipazione diretta o indiretta sulla target, mentre in certi sporadici casi l'acquirente è un azionista di minoranza della target; in particolare si hanno:

- 41 casi in cui l'acquirente è già azionista di rilevanza.

- 33 casi in cui l'acquirente non è azionista di rilevanza della target; in particolare di questi 33 casi si hanno:
  - 24 casi in cui l'acquirente è diventato azionista a seguito dell'acquisto di una partecipazione di rilevanza.
  - 6 casi in cui l'acquirente è investitore esterno.
  - 3 casi in cui chi lancia l'OPA è un azionista di minoranza.

Nel caso in cui il soggetto che lancia l'OPA è già azionista di controllo della società target o lo è diventato a seguito dell'acquisto di una partecipazione di rilevanza, è interessante studiare se egli è il solo azionista di controllo o se vi sono altri azionisti di rilevanza all'interno della società. Infatti, qualora egli sia il solo azionista di controllo, la quota di azioni che egli non detiene indica la misura del flottante, poiché è il complemento a uno della quota che detiene l'acquirente immediatamente prima dell'OPA. Invece se vi sono altri azionisti, occorre individuare le loro quote e per differenza si calcola il flottante della target al momento del lancio dell'OPA. I dati sul numero di azionisti rilevanti e sulle quote che questi detengono possono essere raccolti dal sito della Consob, nelle sezioni "Emittenti", "Società quotate", "Partecipazioni rilevanti". Il problema di questi dati è che si riferiscono al 31 dicembre o al 31 giugno; per ogni osservazione quindi si considera la data precedente più vicina all'inizio della finestra dell'OPA e si ipotizza che nel periodo compreso tra tale data e il lancio dell'OPA non vi siano stati cambiamenti nella struttura dell'azionariato. Tuttavia sono effettuate delle correzioni per quei casi in cui si dispone di informazioni più aggiornate presenti nei prospetti informativi delle OPA. Infatti, in questi documenti è possibile vedere quali sono state le operazioni che hanno portato l'offerente a effettuare l'OPA e, dal confronto di tali informazioni con i dati relativi alle quote possedute dagli azionisti di rilevanza, si apportano delle modifiche alle quote detenute dai vari azionisti di controllo, con lo scopo di determinare l'entità del flottante alla data di inizio dell'OPA. Inoltre, in un numero limitato di prospetti, al punto N, è possibile ritrovare direttamente l'indicazione delle partecipazioni di rilevanza a monte dell'OPA e quindi il relativo flottante. Quindi dal campione di osservazioni, dei 65 casi in cui l'offerente è già azionista della target (41 casi) o lo è diventato a seguito dell'acquisto di una partecipazione di rilevanza (24 casi) risulta che:

- In 22 casi l'offerente è unico azionista di controllo e quindi il flottante è pari a 100% meno la sua quota detenuta.
- In 43 casi l'offerente non è l'unico azionista di rilevanza e quindi il flottante è calcolato come 100% meno la quota posseduta dall'offerente e le quote, eventualmente corrette, degli altri azionisti di rilevanza.

Per ciascuna delle 74 osservazioni facenti parte del campione di riferimento, vengono estratte numerose informazioni utili ai fini dell'analisi e contenute nel prospetto informativo scaricabile dal sito della Consob; in particolare si prendono in considerazione le seguenti informazioni:

- La tipologia di offerta, le parti coinvolte, le ragioni dell'obbligo nel caso di OPA successiva e il modo con cui verrà effettuata l'operazione, contenute nella premessa del prospetto.
- Le azioni intraprese a seguito del successo dell'OPA quali l'eventuale OPA residuale o il ripristino del flottante, contenute nel punto A del prospetto.
- Le informazioni economiche-finanziarie sul soggetto offerente e sulla società emittente con particolare riferimento alle prospettive dell'offerente e alla composizione azionaria dell'emittente prima dell'OPA, contenute nel punto B.
- Le eventuali partecipazioni dirette e indirette possedute dall'offerente nell'emittente, di cui si fa riferimento al punto D.
- La determinazione del corrispettivo offerto, riportata al punto E.
- Le motivazioni dell'offerta e i programmi futuri dell'offerente, contenute nel punto G.
- La struttura dell'azionariato dell'emittente alla data del lancio dell'OPA, l'entità del flottante e gli eventuali patti parasociali che decadono a seguito dell'OPA, ritrovabili in alcuni prospetti al punto N.

## Specificazione dello stimatore

Lo stimatore scelto è calcolato sulla base di due variabili osservabili sul mercato:

- Il prezzo d'offerta con cui è portata a termine l'OPA.
- Il prezzo di mercato del titolo oggetto dell'OPA.

Per quanto riguarda la prima variabile, occorre in primo luogo distinguere tra OPA obbligatorie e volontarie o preventive.

Per le offerte obbligatorie, dall'analisi dei prospetti informativi associati a questa tipologia di OPA, risulta che il corrispettivo pagato per ciascuna azione è determinato dalla media aritmetica tra:

- Il prezzo medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi sulla base dei volumi scambiati (Metodo delle quotazioni di borsa).
- Il prezzo più elevato corrisposto dall'offerente per l'acquisto di azioni ordinarie negli ultimi dodici mesi.

Invece, nel caso di OPA preventive e volontarie, il corrispettivo offerto è calcolato sulla base di una serie di informazioni relative ai prezzi delle azioni dell'emittente a cui vengono riconosciuti e aggiunti dei premi; a titolo d'esempio si potrebbero considerare i seguenti prezzi:

- Prezzo di collocazione delle azioni dell'emittente nel momento in cui si è quotato sul mercato.
- Prezzo di riferimento del titolo nel giorno precedente la diffusione della notizia stampa riguardante una possibile OPA.
- Media ponderata dei prezzi dei tre o sei mesi precedenti l'annuncio dell'offerta.
- Media aritmetica dei prezzi dell'ultimo mese antecedente l'annuncio.
- Prezzo di riferimento nel giorno in cui si comunica alla Consob l'operazione d'offerta.

Ad ognuno di questi valori viene, quindi, aggiunto un premio calcolato sulla base delle attese di tipo speculativo legate ad una possibile OPA e sulla base delle proiezioni dell'incremento di valore che subirà l'emittente a seguito della nuova gestione e delle possibili sinergie sfruttabili dall'offerente. Inoltre, grazie all'ausilio di consulenti finanziari, il valore dell'offerta risente anche delle valutazioni del capitale economico dell'emittente, eseguite mediante il metodo dei flussi di cassa attualizzato (*Discounted Free Cash Flow Method*) e il metodo dei multipli di mercato di società comparabili all'emittente.

Il *Discounted Free Cash-flow Method* permette di analizzare i flussi di cassa che l'emittente dovrebbe essere in grado di generare nei successivi anni sulla base delle sue politiche gestionali, degli orientamenti strategici per l'avvenire e delle dinamiche previste per il settore di appartenenza con lo scopo di determinare il capitale economico dell'emittente; tale capitale diviso per il numero di azioni in circolazione, fornisce un valore di riferimento e di confronto con i dati sopra definiti.

Il metodo dei multipli di mercato, che offre un'altra verifica della correttezza del valore cui dovrà essere lanciata l'offerta, ricorre ai seguenti valori:

- Price/Earnings.
- Price/Mezzi Propri.
- Price/(Utile netto+Ammortamenti).
- Price/NAV (*Net Asset Value*).
- EV/EBIT.
- EV/EBITDA.
- EV/SALES.

Al fine di fare un'ulteriore comparazione, si considerano anche le valutazioni fatte sul prezzo delle azioni dell'emittente effettuate negli ultimi esercizi contabili a seguito di eventuali operazioni finanziarie quali aumenti di capitale o altre offerte pubbliche di acquisto, vendita, scambio o sottoscrizione.

In certi casi, si utilizzano anche altri metodi di comparazione per validare il prezzo d'offerta appena definito; in particolare le metodologie più diffuse sono:

- Metodo della somma delle parti, secondo cui devono essere valutati singolarmente il patrimonio immobiliare, la liquidità e le altre attività per poi sommarli insieme e dividere il risultato ottenuto con il numero di azioni ordinarie in circolazione.
- Metodo basato sul consensus di mercato, espresso dagli analisti finanziari e che si basa sull'analisi delle raccomandazioni riportate nelle *Equity Research*, pubblicate negli ultimi sei mesi antecedenti l'annuncio dell'OPA.
- Metodo dei premi impliciti in precedenti OPA volontarie su quote di minoranza, secondo cui la determinazione del corrispettivo deve tener conto anche del premio medio riconosciuto al mercato durante OPA volontarie lanciate dall'azionista di maggioranza e aventi come oggetto le azioni ordinarie degli azionisti di minoranza annunciate negli ultimi dodici mesi.
- Metodo patrimoniale misto, che prevede l'integrazione tra aspetti patrimoniali e aspetti reddituali.
- Metodo di attualizzazione delle rendite, secondo cui l'*equity value* dell'emittente dipende dalla valorizzazione connessa alla dimensione di una rendita, che si ipotizza perpetua, derivante ad esempio dai canoni di affitto degli immobili di cui è proprietario.

Per quanto riguarda invece l'analisi del secondo fattore presente nella variabile dipendente, ossia il prezzo di mercato, si ritiene opportuno considerare il prezzo ufficiale, definito come il prezzo medio ponderato dell'intera quantità trattata nel corso della seduta borsistica, dal momento che le analisi per il calcolo del prezzo d'offerta si basano su tale tipologia di prezzo. Tale valore può essere ritrovato nell'ultima pagina de "Il Sole24Ore" o su "Datastream".

Per quanto riguarda l'istante di tempo  $t$  al quale prendere il prezzo, occorre fare delle precisazioni. Infatti, è importante considerare, con lo scopo di poter quantificare l'entità dei PB, un prezzo che non incorpori alcuna aspettativa legata ai PB del controllo e, quindi, nessuna aspettativa di contendibilità del controllo.

Per questo motivo, per tutte le OPA cui seguirà un'operazione di *delisting* tramite OPA residuale o esercizio del diritto di acquisto non è conveniente prendere il prezzo di mercato a chiusura dell'OPA, in quanto quest'ultimo risente in buona parte delle aspettative legate al *delisting* successivo. Occorre, quindi, considerare un prezzo precedente alla data di annuncio dell'OPA in esame, poiché solo tale prezzo non contiene alcuna aspettativa legata ai possibili PB che potranno essere ottenuti dall'offerente al termine dell'OPA. Si ritiene opportuno, quindi, considerare il prezzo medio ponderato mensile delle quotazioni un mese prima dell'annuncio e due mesi prima dell'annuncio, corrette dall'andamento medio del mercato come meglio spiegato successivamente.

Al contrario, per le OPA cui non farà seguito il *delisting*, si ritiene di poter considerare il prezzo minimo tra:

- Il prezzo registrato il primo giorno di borsa successivo alla chiusura dell'OPA, che in questo caso non tiene più conto di alcuna aspettativa legata ad ulteriori cambiamenti di controllo, in quanto i PB sono ormai stati interiorizzati dall'offerente e non più riconosciuti ai restanti azionisti che ancora detengono azioni ordinarie non avendo aderito all'offerta. Anche tale prezzo dovrà essere corretto dall'andamento medio del mercato.
- Il prezzo medio ponderato mensile registrato un mese e due mesi prima dall'annuncio dell'OPA per le stesse ragioni illustrate precedentemente, corretto dall'andamento del mercato.

È necessario correggere i prezzi un mese prima dell'annuncio, due mesi prima dell'annuncio e a chiusura dell'OPA dall'andamento medio del mercato al fine di poter calcolare un premio che tenga conto solamente della componente legata ai PB. L'andamento di mercato è rappresentato dalla variazione mensile percentuale dell'indice azionario di Borsa Italiana, ossia il "MIB storico".

I premi per il controllo, buona proxy dei benefici privati associati al controllo, sono così calcolati:

Per le OPA a cui farà seguito il *delisting*:

$$PB_{im} = \frac{P_{offerta\ OPA} - P_{uff.corr.,-i}}{P_{uff.corr.,-i}} \quad \text{con } i=1,2$$

Per le OPA a cui non farà seguito il *delisting*:

$$PB_{im} = \frac{P_{offerta\ OPA} - \min [P_{uff.corr.,-i}; P_{uff.corr.,fineOPA}]}{\min [P_{uff.corr.,-i}; P_{uff.corr.,fineOPA}]} \quad \text{con } i=1,2$$

dove:

- $P_{offerta\ OPA}$ : corrispettivo dell'offerta.
- $P_{uff.corr.,-i}$ : prezzo medio ponderato mensile ufficiale calcolato un mese o due mesi prima dell'annuncio e corretto dall'andamento di mercato caratteristico del periodo in esame.
- $P_{uff.corr.,fineOPA}$ : prezzo medio ponderato ufficiale registrato il primo giorno disponibile successivo alla chiusura dell'OPA e corretto dall'andamento di mercato caratteristico del periodo in esame.

Dalle analisi condotte sul campione di riferimento, si ottengono le seguenti statistiche descrittive per i due premi appena definiti:

**Tabella 1: Statistiche descrittive Premium a 1 mese**

Valore minimo	Valore massimo	Media	Mediana	Deviazione standard
-5,48%	63,35%	17,61%	14,38%	14,22%

**Tabella 2: Statistiche descrittive Premium a 2 mesi**

Valore minimo	Valore massimo	Media	Mediana	Deviazione standard
-12,09%	105,70%	21,55%	15,59%	19,82%

Quindi i benefici privati estraibili dal controllo valgono mediamente il 17,61% e il 21,55% del prezzo di mercato delle azioni, rispettivamente calcolati a un mese e due mesi prima dell'annuncio.

Inoltre all'interno del campione si evidenziano solamente tre OPA in cui il *premium* è negativo; si analizzano di seguito questi casi per capire il motivo per cui si ottengono questi valori.

Per quanto riguarda l'OPA lanciata da Zi.Fi, azienda posseduta dalla famiglia Marzotto e Donà dalle Rose, su Industrie Zignago S.Margherita S.p.a, essa scatta a seguito della costituzione di un patto di sindacato tra la famiglia Marzotto e Donà dalle Rose che vede la nascita di Zi.Fi. L'OPA è lanciata ad un corrispettivo di 18,6 euro pari alla media aritmetica tra il prezzo medio delle azioni, ponderato sugli ultimi dodici mesi, pari a 17,128 euro e il prezzo più alto pattuito per l'acquisto di una partecipazione da parte dell'offerente pari a 20 euro. Il valore del corrispettivo tuttavia è inferiore ai prezzi delle azioni che si registrano a partire già dagli ultimi tre mesi che precedono l'annuncio dell'OPA, come messo in luce dal prospetto informativo. Il *premium* negativo è, quindi, solo conseguenza della modalità di calcolo adottata in questo lavoro.

L'OPA di Finmeccanica su Datamat scatta a seguito dell'acquisto di una partecipazione di rilevanza pari al 52,7% del capitale sociale ad un prezzo di 10,15 euro ad azione. Il prezzo medio ponderato delle azioni nei dodici mesi precedenti l'annuncio è di 8,545 euro; dalla media aritmetica dei due valori precedenti si ottiene un valore del corrispettivo pari a 9,65 euro ad azione che è inferiore al prezzo di mercato registrato un mese e due mesi prima dell'annuncio. Solo a partire dalle due settimane precedenti l'annuncio il corrispettivo riconosce un premio dello 0,9%. Il *premium* negativo è, quindi, solo conseguenza della modalità di calcolo adottata in questo lavoro.

Invece l'OPA di Terre Alte su Permasteelissa a un prezzo di 13 euro ad azione scatta a seguito dell'acquisto di un pacchetto di rilevanza pari al 61,52% del capitale sociale acquistato a 13 euro ad azione. Tale valore corrisponde quindi al valore del corrispettivo ed è maggiore dei prezzi di mercato degli ultimi mesi, evidenziando un premio del 10% circa. Nel periodo in esame (agosto 2009) si assiste però a una forte crescita del mercato; apportando

quindi tale correzione al valore del prezzo nel mese precedente l'annuncio il premio si riduce sino a diventare leggermente negativo.

Con l'eccezione di questi rari casi in cui compare un premio negativo, le altre OPA analizzate presentano invece un premio sempre positivo.

## Fattori che influenzano il valore del controllo

Grazie ad un'analisi dettagliata dei modelli di controllo studiati nel secondo capitolo di questa tesi, è emerso che esiste un numero considerevole di fattori che influenzano positivamente o negativamente il valore del controllo all'interno di un'azienda. Di questi fattori è stato scelto un opportuno sottocampione in modo tale da poter stimare al meglio il loro impatto sui benefici privati del controllo. Tale sottocampione sarà a sua volta suddiviso nel capitolo successivo in due sottogruppi: l'insieme di variabili indipendenti del modello di regressione di riferimento e l'insieme delle variabili di controllo. In particolare le variabili indipendenti selezionate possono essere così descritte:

- ✓ Caratteristiche dell'azienda:
  - La dimensione.
  - Il *Leverage*.
  - Il ROA o *Return on Asset*.
- ✓ Caratteristiche della struttura dell'azionariato:
  - Il fatto che l'offerente, precedentemente all'OPA, sia già azionista della target.
  - Il flottante presente al momento del lancio dell'OPA.
  - Il fatto che l'offerente non è un soggetto che agisce da solo ma in un patto o alleanza.
- ✓ Caratteristiche dell'offerta:
  - Il fatto che l'OPA sia finalizzata a un successivo *delisting* della target.
  - Il fatto che l'OPA sia obbligatoria o volontaria.

Per quanto concerne le variabili riguardanti le caratteristiche dell'azienda si è scelto di effettuare la regressione lineare prendendo in considerazione due tipologie di dati:

- I dati riferiti all'esercizio contabile immediatamente precedente all'anno in cui è stata realizzata l'OPA.

- La media degli ultimi due o tre anni precedenti all'anno in cui è stata realizzata l'OPA.

Sulla base di questi dati verranno implementati e confrontati dei modelli differenti con lo scopo di verificare la robustezza dei risultati ottenuti.

Di seguito vengono illustrate le singole variabili e per ciascuna si riporta una breve descrizione, l'impatto atteso con le relative ipotesi e le statistiche descrittive più importanti.

### La dimensione dell'impresa

La dimensione di un'impresa può essere espressa in vari modi come ad esempio attraverso il logaritmo della capitalizzazione di mercato della società o del fatturato. Si è scelto di utilizzare il logaritmo del fatturato, ottimo indicatore dell'output prodotto dalle attività svolte dall'azienda.

Per quanto riguarda l'impatto atteso sui PB, esistono due differenti correnti di pensiero; da un lato molti studiosi sostengono che al crescere della dimensione dell'impresa aumentino le opportunità da parte dei controllanti di estrarre elevati benefici privati e per tale ragione l'offerente dovrebbe essere motivato ad offrire un *premium* maggiore al crescere della dimensione della società target; dall'altro lato molte ricerche, come visto nel secondo capitolo, mettono in luce che maggiore è la dimensione dell'impresa, maggiori sono i controlli svolti da parte del mercato su di essa per garantire che i controllanti agiscano per il benessere collettivo; per questo motivo, chi cerca di estrarre propri benefici dal controllo incorre in elevati *private cost* che disincentivano l'offerente a riconoscere un *premium* elevato.

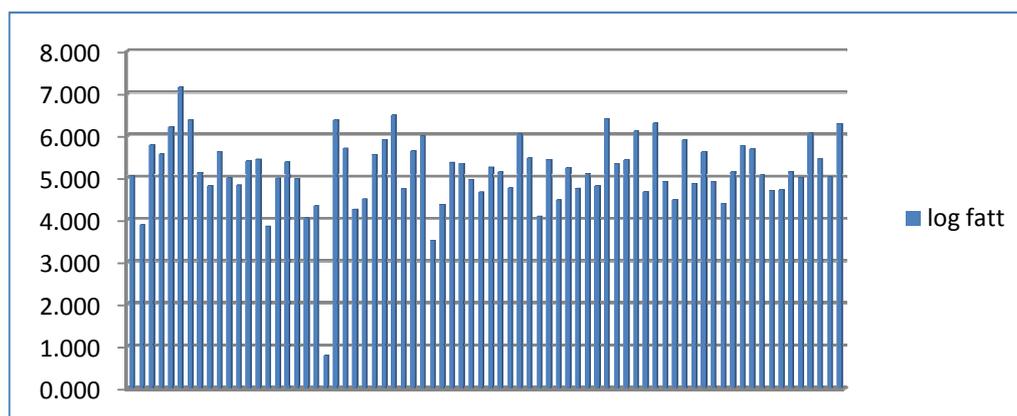
Sulla base dei risultati che si otterranno tramite il modello OLS successivamente presentato, si potrà capire meglio quale di queste due interpretazioni ha maggiore rilevanza. In particolare si vogliono testare le seguenti ipotesi sulla variabile *LogFatt*:

$H_{p1a}: \alpha_1 > 0$ , ossia al crescere del logaritmo del fatturato aumentano i PB perché aumentano i vantaggi ottenibili.

$H_{p1b}: \alpha_1 < 0$ , ossia al crescere del logaritmo del fatturato diminuiscono i PB perché aumentano i controlli esterni sull'azienda.

I valori assunti da tale variabile per le 74 osservazioni del campione e le relative statistiche descrittive sono illustrati di seguito:

Figura 8: Valori della variabile *LogFatt* sulla base dell'ultimo anno



Fonte: Datastream e Calepino dell'azionista

Tabella 3: Statistiche descrittive relative alla variabile *LogFatt* sulla base dell'ultimo anno

Valore minimo	Valore massimo	Media	Mediana	Deviazione standard
0.778	7.145	5.149	5.125	0.868

Tabella 4: Statistiche descrittive relative a *LogFatt* sulla base dei valori medi degli ultimi anni

Valore minimo	Valore massimo	Media	Mediana	Deviazione standard
1.12	7.12	5.132	5.09	0.83

Si può notare che se si considerano gli ultimi due o tre esercizi i risultati sono molto in linea con quelli che si ottengono se si considera solamente l'ultimo periodo.

## Il Leverage

Il *Leverage* è calcolato come il rapporto tra debito ed equity ed è una buona proxy della struttura patrimoniale dell'azienda. Non è semplice comprendere il suo impatto sul valore dei benefici privati del controllo; infatti, se da un lato un'impresa levereggiata è in grado di effettuare maggiori investimenti, offrendo la possibilità a chi controlla l'azienda di estrarre maggiori benefici, dall'altro lato il debito vincola gli azionisti all'accesso sui *Free Cash-flow*<sup>14</sup> dell'azienda come dimostrato dagli studi di Jensen [1986]. Secondo tale studio il management di un'impresa, se ha il controllo su elevati *Free Cash-flow* ha la tendenza a utilizzare tale disponibilità finanziaria per progetti vantaggiosi solo per i controllanti. Di conseguenza il debito ha un impatto positivo solo nell'ottica del benessere collettivo dell'impresa proprio perché comporta una serie di pagamenti fissi che vincolano il management all'utilizzo arbitrario dei *Free Cash-flow*. Un approfondimento di tale concetto è riscontrabile nelle teorie sui costi di agenzia legati al debito e all'equity elaborate dagli studiosi Jensen e Meckling [1976]. Secondo i due studiosi, lo schema tra *Principal* e *Agent*, spiegato nel primo capitolo, può essere utilizzato anche per analizzare la relazione esistente tra creditori e azionisti da cui scaturiscono i costi di agenzia del debito legati ai comportamenti opportunistici degli azionisti a scapito dei creditori. Tali costi si vanno a sommare ai costi di agenzia dell'equity legati alle asimmetrie informative tra azionisti di controllo e azionisti di minoranza. Quest'ultimo conflitto risulta più evidente quando si cerca di espropriare gli azionisti di minoranza dei benefici privati o quando vi è un uso improprio delle risorse. È necessario trovare quindi la struttura finanziaria ottimale che combini in maniera opportuna il ricorso alle due diverse fonti di finanziamento. Infatti, un eccessivo indebitamento permette all'azienda di intraprendere progetti di investimento caratterizzati da un alto rendimento ma anche da un alto rischio. Un eccessivo ricorso all'equity vincola l'azienda a scegliere progetti poco rischiosi ma caratterizzati da bassi rendimenti. È necessario quindi dosare correttamente il rapporto di leva D/E al fine di risolvere il *trade-off* tra costi di agenzia dell'equity e del debito.

---

<sup>14</sup> I *Free Cash-flow* rappresentano il flusso di cassa disponibile una volta che tutti i progetti di investimento caratterizzati da un valore attuale netto positivo sono stati intrapresi.

In conclusione, si ritiene che i benefici privati che possono essere estratti dal controllo crescono al crescere del valore del *leverage* ma ad un tasso decrescente e sino ad un certo valore soglia oltre il quale non si ha più la possibilità di estrarre benefici privati in quanto significa che l'azienda si trova in una situazione di forte stress finanziario. Per testare queste ipotesi si inseriscono nel modello le variabili *Leva* e *Leva al quadrato*.

Hp<sub>2a</sub>:  $\alpha_2 > 0$ , ossia al crescere del *leverage* aumentano i PB perché aumentano le opportunità di investimento.

Hp<sub>2b</sub>:  $\alpha_2 < 0$ , ossia al crescere del *leverage* diminuiscono i PB perché si riduce l'accesso ai *Free Cash-flow* dell'azienda.

Hp<sub>3</sub>:  $\alpha_3 < 0$ , ossia al crescere del *leverage* i PB aumentano o diminuiscono secondo un andamento decrescente e non lineare.

Le statistiche descrittive relative a tale variabile sono illustrate di seguito:

**Tabella 5: Statistiche descrittive relative alla variabile *Leva* sulla base dell'ultimo anno**

Valore minimo	Valore massimo <sup>15</sup>	Media	Mediana	Deviazione standard
0,013	31,59	1,74	0,96	3,92

**Tabella 6: Statistiche descrittive relative alla *Leva* sulla base dei valori degli ultimi anni**

Valore minimo	Valore massimo <sup>16</sup>	Media	Mediana	Deviazione standard
0,012	28,29	1,47	0,92	3,78

Mediamente, il rapporto di leva calcolato sulla base dell'ultimo anno che precede l'OPA risulta essere di qualche punto decimale maggiore rispetto allo stesso valore considerato su un orizzonte di due o tre anni.

<sup>15</sup> Tale valore molto elevato si ritrova in Locat, società di leasing del gruppo Unicredit; ad eccezione di questa osservazione, il valore più elevato è pari a 7,95.

<sup>16</sup> Ad eccezione di questa osservazione (Locat), il valore più elevato è pari a 6,44.

## Il ROA

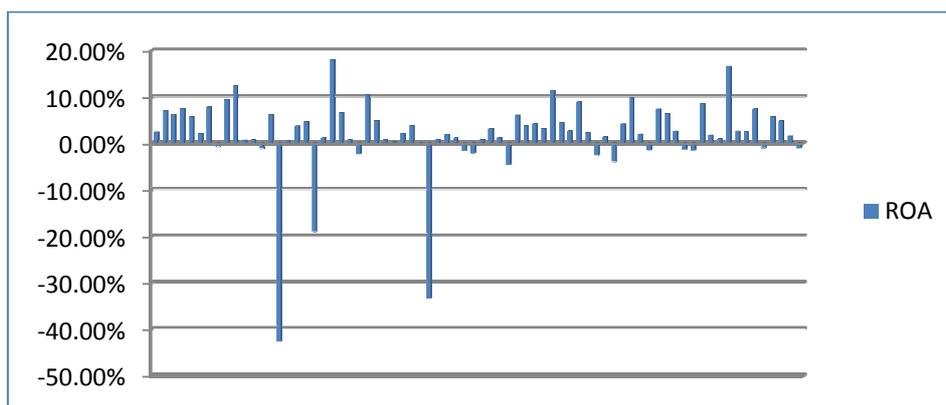
Una buona proxy delle performance dell'azienda è rappresentata dal ROA o *Return On Asset*; si tratta di un indicatore di efficienza dell'operatività dell'azienda in quanto è un rapporto tra output e input. Infatti, l'output è rappresentato dall'utile che l'azienda è in grado di ottenere sulla base del fatturato derivante dai suoi prodotti o servizi al netto dei costi produttivi, degli oneri finanziari e delle imposte. L'input è invece rappresentato dal valore totale delle attività dell'impresa riportato nello stato patrimoniale.

L'impatto atteso sui PB dovrebbe essere positivo, in quanto al crescere del livello di performance della target, dovrebbero aumentare le opportunità per chi detiene il controllo di estrarre benefici a proprio vantaggio; per questo motivo l'offerente dovrebbe essere disposto a offrire un *premium* maggiore per l'ottenimento del controllo. Si vuole, quindi, testare la seguente ipotesi sulla variabile ROA:

$H_{p4}: \alpha_4 > 0$ , ossia al crescere del valore del ROA aumentano i PB perché aumentano i vantaggi ottenibili.

I valori assunti da tale variabile per le 74 osservazioni del campione e le relative statistiche descrittive sono illustrati di seguito:

Figura 9: Valori della variabile ROA sulla base dell'ultimo anno



Fonte: Datastream e Calepino dell'azionista

Tabella 7: Statistiche descrittive relative al ROA sulla base dell'ultimo anno

Valore minimo	Valore massimo	Media	Mediana	Deviazione standard
-42.58%	17,95%	1,96%	2,25%	8.40%

Tabella 8: Statistiche descrittive relative al ROA sulla base dei valori degli ultimi anni

Valore minimo	Valore massimo	Media	Mediana	Deviazione standard
-26,86%	24,17%	1,42%	1,62%	7,51%

Mediamente, le performance delle aziende calcolate guardando al valore del ROA dell'ultimo anno che precede l'OPA risultano essere migliori rispetto alla situazione studiata su un orizzonte temporale di due o tre anni.

#### L'offerente è già azionista della target

Un'importante variabile riguardante la struttura dell'azionariato è rappresentata dalla quota in possesso dell'offerente nel momento immediatamente prima dell'OPA. Dal campione di riferimento si può notare che sono rari i casi in cui chi effettua l'OPA è un investitore esterno che non detiene alcuna partecipazione o un azionista di minoranza; al contrario sono più probabili i casi in cui l'offerente già detiene una quota significativa della target tramite una partecipazione diretta o partecipazioni indirette per mezzo di società controllanti la target stessa. Quindi, spesso, l'offerente detiene una partecipazione integrata di rilievo, ossia vanta già degli interessi sulla target; in questo caso la finalità dell'OPA è accrescere il controllo sull'azienda con lo scopo di poter beneficiare di maggiori PB. Per modellizzare tale idea, si introduce la variabile dummy *Interno* che assume valore 1 ogni qualvolta l'offerente detenga una partecipazione di rilevanza nella target già prima del lancio dell'OPA e/o prima dell'acquisto del blocco che farà scattare l'obbligo di OPA. Per capire se egli è già azionista di rilevanza della società emittente si ricorre alle informazioni contenute

sul sito della Consob, in cui è possibile ritrovare i nomi e le quote dei principali azionisti aggiornati al 31 giugno e 31 dicembre di ogni anno.

Si ipotizza che l'impatto atteso di questa variabile sul *premium* sia positivo, in quanto, se l'offerente è già azionista della target, conosce meglio l'azienda e la sua operatività e quindi è più capace di estrarre per sé benefici privati rispetto ad un investitore esterno che ha un numero minore di informazioni sull'azienda. Si vuole testare se:

$H_{p5}: \alpha_5 > 0$ , ossia il fatto che l'offerente sia un azionista di rilevanza della target comporta un aumento dei PB che egli è in grado di estrarre.

Alcune statistiche che meglio sintetizzano tali informazioni sono:

**Tabella 9: Statistiche descrittive relative alla dummy *Interno***

L'offerente è già azionista di rilevanza della target "1"	L'offerente non è azionista di rilevanza della target "0"
55,40%	44,60%

È possibile, inoltre, suddividere gli offerenti che non sono già azionisti di rilevanza della target in questo modo:

**Tabella 10: Statistiche descrittive relative alla dummy *Interno* quando vale "0"**

L'offerente è azionista di minoranza	L'offerente è investitore esterno	L'offerente è azionista dopo l'acquisto del blocco
9,10%	18,18%	72,72%

## Il flottante

L'altra variabile connessa alla struttura dell'azionariato è rappresentata dalla dimensione del flottante; tale valore è calcolato come complemento a 1 delle quote possedute dagli azionisti di rilevanza presenti nel sito di Consob. Le statistiche descrittive sono le seguenti:

Tabella 11: Statistiche descrittive relative al *Flottante*

Valore minimo	Valore massimo	Media	Mediana	Deviazione standard
0%	93,10%	30,20%	30,03%	16,31%

Per quanto riguarda l'impatto atteso sul *premium* riconosciuto nell'offerta, si ritiene che al crescere della dimensione del flottante l'offerente è disposto a riconoscere un *premium* minore, in quanto l'esborso complessivo da sostenere laddove l'offerta vada a buon fine è tanto più elevato quanto più il premio è alto. In presenza di un basso flottante infatti egli è disposto a riconoscere un premio per azione maggiore dal momento che complessivamente l'esborso che egli si attende di sostenere è più limitato. Tramite la regressione lineare si vuole testare la seguente ipotesi sulla variabile *Flottante*:

$H_{p6}: \alpha_6 < 0$ , ossia al crescere del flottante si riducono i PB perché aumenta l'onere complessivo per l'offerente

## L'offerente non è un singolo ma un gruppo

Ponendo l'attenzione sull'entità dell'offerente che lancia l'OPA, si può notare che spesso dietro il nome della società non vi è un unico soggetto intenzionato ad acquisire il controllo bensì un gruppo di persone legate da patti di sindacato o alleanze di altra natura come ad esempio i legami familiari. In questi casi l'operazione è, quindi, condotta da un certo numero di persone che spesso delegano a un solo soggetto la responsabilità dello svolgimento dell'intera operazione.

Questi casi risultano di particolare interesse per l'analisi dei PB poiché da un lato l'onere legato al pagamento del controvalore delle azioni sottoscritte nell'OPA è sostenuto da tutti i membri in maniera proporzionale alla quota da questi apportata nel patto; dall'altro lato però, la discrezionalità di ciascun offerente nel poter agire con lo scopo di estrarre benefici privati dal controllo è limitata dalla supervisione degli altri membri del gruppo. Inoltre qualora vi sia un tacito accordo tra i membri, finalizzato a generare comportamenti tesi all'estrazione di PB, questi dovranno essere condivisi con tutti i membri del patto. Vista la predominanza di questi ultimi motivi, si ritiene che il *premium* riconosciuto per l'ottenimento del controllo sia maggiore nel caso in cui l'offerente agisca da solo, mentre è minore laddove più persone agiscono in un unico patto. Si introduce pertanto la dummy *Patto* che assume valore 1 se l'OPA è lanciata da un gruppo di azionisti. Si vuole, quindi, testare se:

$H_{p7}: \alpha_7 < 0$ , ossia in presenza di patto tra gli offerenti si registra una riduzione dei PB estraibili.

Alcune statistiche che meglio sintetizzano tali informazioni sono:

**Tabella 12: Statistiche descrittive relative alla dummy *Patto***

OPA con un solo offerente "0"	OPA con più offerenti "1"
78,38%	21,62%

È possibile, inoltre, suddividere le OPA realizzate da più offerenti in questo modo:

**Tabella 13: Statistiche descrittive relative alla dummy *Patto* quando vale "1"**

OPA in cui gli offerenti sono paciscenti	OPA in cui gli offerenti sono famigliari
68,74%	31,25%

Per quanto riguarda la società target, vi sono casi in cui all'interno di questa è presente un patto di sindacato tra alcuni azionisti di rilevanza; nel caso in cui il patto vincolasse i paciscenti a non poter aderire all'OPA, allora tale patto sarebbe un deterrente per chi volesse tentare la scalata al controllo tramite il lancio di un'OPA. In realtà la regolamentazione italiana<sup>17</sup> prevede che, a seguito del lancio di un'OPA, i paciscenti siano liberi di aderire con le loro azioni all'offerta e nel momento stesso in cui decidano di prenderne parte, il patto si scoglie senza nessun obbligo di preavviso. Per questo motivo si ritiene che la presenza di un patto nella società target non influenzi il premio dell'offerta.

### L'OPA è finalizzata al ritiro dal mercato

Dall'analisi del campione di riferimento, risulta che più del 50% delle OPA è effettuato con lo scopo da parte dell'offerente di ritirare la società target dal mercato attraverso un'OPA residuale successiva o, nel caso di adesioni superiori al 98%, attraverso l'esercizio del diritto di acquisto sulle restanti azioni ancora in circolazione. Inoltre emerge che la maggior parte di queste OPA ha avuto successo, permettendo così il *delisting* dal mercato.

Per tener conto di quest'aspetto si introduce la dummy *Ritiro*, che assume valore 1 nel caso in cui l'OPA è finalizzata al *delisting*; si ritiene che il ritiro della società dal mercato consente a chi detiene il controllo di sfruttare un numero maggiore di opportunità legate all'estrazione di benefici privati; infatti in questo modo nella società vi è un minor monitoraggio delle azioni dei controllanti che, quindi, possono assumere più facilmente comportamenti opportunistici tesi a creare vantaggi solo per se stessi. Si vuole verificare se:

$H_{p8}: \alpha_8 > 0$ ,    ossia il fatto che l'offerta sia finalizzata al *delisting* comporta un aumento dei PB poiché l'offerente è meno vincolato nell'agire.

Anche in questo caso si illustrano, nella pagina seguente, alcune statistiche descrittive:

---

<sup>17</sup> Articoli 122 e 123 del TUF.

Tabella 14: Statistiche descrittive relative alla dummy relativa al *Ritiro*

OPA non finalizzate al delisting "0"	OPA finalizzate al delisting "1"
41,89%	58,11%

È possibile, inoltre, suddividere le OPA finalizzate al *delisting* in questo modo:

Tabella 15: Statistiche descrittive relative alla dummy relativa al *Ritiro* quando vale "1"

OPA finalizzate al delisting con successo	OPA finalizzate al delisting ma senza successo
81,4%	18,6%

### OPA obbligatoria o volontaria

Guardando invece alle caratteristiche specifiche dell'OPA, è interessante distinguere tra il fatto che l'OPA sia lanciata volontariamente da un soggetto o sia imposta dalla Consob. Infatti, si ritiene che qualora l'offerta sia volontaria, l'offerente è disposto a riconoscere un premio più elevato poiché grazie all'acquisizione del controllo della target egli ha l'opportunità di poter ottenere elevati PB. Al contrario, laddove l'offerta è obbligatoria, l'offerente, anche se non ritiene di poter estrarre elevati PB, si trova costretto per i vincoli di legge a effettuare l'operazione, riconoscendo però un premio più limitato. Per modellizzare questo fatto si introduce la variabile dummy *Obbligo* che assume valore 1 se l'OPA è obbligatoria.

$H_{p9}: \alpha_9 < 0$ , ossia il fatto che l'offerta sia obbligatoria comporta una riduzione dei PB.

Alcune statistiche descrittive sono:

Tabella 16: Statistiche descrittive relative alla dummy *Obbligo*

Obbligo "1"	Volontà "0"
48,65%	51,35%

Inoltre, a partire dall'obbligatorietà o meno di un'OPA, è interessante studiare l'effetto congiunto di questo aspetto con l'eventuale *delisting* della target. Si analizzano due casi estremi.

- OPA obbligatoria e non finalizzata al *delisting*: qualora l'OPA sia lanciata per obbligo di legge e l'offerente è consapevole del fatto che la target rimarrà sul mercato al termine dell'operazione, egli riconoscerà un *premium* molto limitato, in quanto la possibilità di estrarre PB è molto ridotta. Per verificare ciò, si sostituisce alla dummy *Obbligo* la dummy *Obbligo-senza-ritiro* che assume valore 1 nel caso di OPA obbligatoria che non prevede *delisting*; si testa l'ipotesi:

$$H_{p10}: \alpha_{10} < 0.$$

- OPA volontaria e finalizzata al *delisting*: qualora l'OPA sia lanciata su base volontaria e con l'intento di togliere la target dal mercato, l'offerente riconoscerà un *premium* molto elevato in quanto è consapevole del fatto che potrà estrarre elevati PB al termine dell'operazione. Per verificare ciò, si sostituisce alla dummy *Obbligo* la dummy *Volontaria-con-ritiro* che assume valore 1 nel caso di OPA volontaria che prevede *delisting*; si testa l'ipotesi:

$$H_{p11}: \alpha_{11} > 0$$

### Variabili composte

Infine, si introducono nel modello di regressione alcune variabili composte con lo scopo di testare l'effetto congiunto di certi fattori sul valore del *premium*; in particolare, si

considerano le seguenti variabili con le relative ipotesi da verificare tramite modello di regressione.

- Il prodotto tra la dummy *Volontaria*<sup>18</sup> e il *LogFatt*:  
Hp<sub>12</sub>:  $\alpha_{12} > 0$ , ossia nel caso di OPA volontaria,
  - se Hp<sub>1a</sub> è verificata, allora al crescere del logaritmo del fatturato i PB aumentano ulteriormente.
  - Se Hp<sub>1b</sub> è verificata, allora al crescere del logaritmo del fatturato i PB si riducono ma con minore intensità.
- Il prodotto tra la dummy *Volontaria* e la *Leva*:  
Hp<sub>13</sub>:  $\alpha_{13} > 0$ , ossia nel caso di OPA volontaria,
  - se Hp<sub>2a</sub> è verificata, allora al crescere del *leverage* i PB aumentano ulteriormente.
  - se Hp<sub>2b</sub> è verificata, allora al crescere del *leverage* i PB diminuiscono ma con minore intensità.
- Il prodotto tra la dummy *Interno* e il *Flottante*:  
Hp<sub>14</sub>:  $\alpha_{14} > 0$ , ossia nel caso di offerente interno alla target, se Hp<sub>6</sub> è verificata, allora, al crescere del flottante i PB si riducono ma con minore intensità.

Nel successivo capitolo, sono descritti in maniera più specifica gli impatti di ciascun fattore sulla variabile dipendente alla luce dei risultati che si ottengono dalle regressioni.

---

<sup>18</sup> Tale dummy è introdotta con lo scopo di poter calcolare il valore delle variabili composte mentre per studiare l'obbligatorietà o volontarietà si utilizza la dummy *Obbligo*.

## Capitolo 5

### Analisi di regressione: individuazione delle variabili significative

In questo capitolo si implementano differenti modelli di regressione lineare basati sul metodo dei minimi quadrati ordinari (*Ordinary Least Squares*)<sup>19</sup> con lo scopo di stimare l'impatto dei fattori definiti nel precedente capitolo, attraverso lo studio dei relativi coefficienti. In questo modo è possibile verificare la correttezza o meno delle ipotesi fatte per ciascuna variabile. L'analisi viene sviluppata ricorrendo all'applicazione software Gretl (*Gnu Regression, Econometrics and Time-series Library*).

#### Modello di riferimento

In primo luogo occorre definire quali sono le variabili indipendenti principali e quali quelle di controllo poiché il modello di riferimento è costituito unicamente dalle sole variabili principali che si ritiene possano meglio spiegare l'entità del *premium*. Tali variabili sono opportunamente selezionate sulla base delle categorie precedentemente descritte; si considerano quindi:

- Il *LogFatt e Leva*, caratterizzanti la dimensione e la struttura finanziaria della target.
- Il *Flottante*, caratterizzante la struttura azionaria della target.
- La dummy *Obbligo*, caratterizzante la tipologia di offerta.

Come variabile dipendente di questo modello si ricorre al premio calcolato a un mese, ritenendo che un mese prima dell'annuncio rappresenti un buon compromesso tra la scelta di un istante di tempo troppo lontano dall'annuncio e di uno troppo vicino; infatti nel primo caso il prezzo di mercato, sulla base del quale calcolare il premio, potrebbe essere influenzato da altri eventi significativi, mentre nel secondo caso il prezzo di mercato potrebbe risentire di eventuali *rumors* relativi alla vicina OPA.

---

<sup>19</sup> Da questo momento definiti con l'acronimo OLS.

Dall'analisi di questi principali fattori si ottengono i seguenti risultati:

Figura 10: Modello di riferimento

Modello di riferimento: OLS, using observations 1-74					
Dependent variable: Premium1mese					
	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	0.511133	0.136761	3.7374	0.00038	***
LogFatt_u	-0.0370375	0.0265925	-1.3928	0.16816	
Leva_u	-0.00459208	0.00207926	-2.2085	0.03053	**
Flottante	-0.270163	0.0892243	-3.0279	0.00346	***
Obbligo	-0.112344	0.0286639	-3.9193	0.00021	***
Mean dependent var	0.176142	S.D. dependent var	0.142163		
Sum squared resid	1.065970	S.E. of regression	0.124293		
R-squared	0.277478	Adjusted R-squared	0.235593		
F(4, 69)	7.106465	P-value(F)	0.000075		
Log-likelihood	51.88522	Akaike criterion	-93.77044		
Schwarz criterion	-82.25011	Hannan-Quinn	-89.17484		

Per capire la bontà del modello si guarda al valore assunto dal coefficiente di determinazione *Adjusted R-squared*, che è pari a 23,56%, valore considerato molto soddisfacente. Si preferisce considerare tale indicatore piuttosto che l'*R-squared* in quanto quest'ultimo sovrastima la percentuale di varianza spiegata dal modello poiché tende a crescere all'aumentare del numero di osservazioni.

Con lo scopo di verificare la significatività dei coefficienti occorre guardare al valore assunto dal *t-ratio*; se esso è maggiore di 2 in valore assoluto si può concludere che, con una confidenza del 95%, l'intervallo intorno al relativo coefficiente non contiene il valore zero e quindi è statisticamente significativo. Analogamente il *p-value* deve essere inferiore a 0,05 per arrivare alla stessa conclusione. Sulla base di queste considerazioni nel modello risulta che:

- Il *LogFatt* è negativo ma non significativo.  
Le ipotesi  $H_{p1a}$  e  $H_{p1b}$  non sono, quindi, verificate.
- La *Leva* ha un impatto negativo e significativo; quindi la teoria di Jensen sembra avere riscontro, in quanto al crescere del debito, si riduce l'accesso

ai *Free Cash-flow* dell'azienda da parte dei controllanti e quindi si riducono le loro possibilità nell'estrarre i benefici privati.

L'ipotesi  $H_{p_{2b}}$  è verificata mentre  $H_{p_{2a}}$  non è verificata.

- Il *Flottante* ha un impatto negativo e significativo; quindi l'onerosità dell'OPA legata ad un flottante elevato, riduce il premio che l'offerente è disposto a riconoscere.

L'ipotesi  $H_{p_6}$  è verificata.

- La dummy *Obbligo* è negativa e significativa; quindi il fatto che l'OPA venga imposta, riduce il premio che l'offerente è disposto a riconoscere.

L'ipotesi  $H_{p_9}$  è verificata.

## Analisi di robustezza

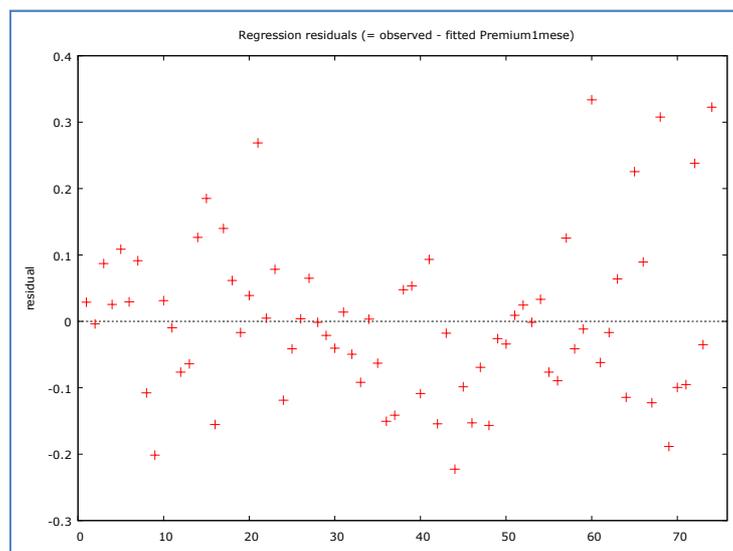
Con lo scopo di convalidare i risultati ottenuti nel precedente paragrafo, occorre compiere una serie di analisi basate su test statistici e sul confronto tra il modello di riferimento e alcune varianti del modello stesso ottenibili cambiando la modalità di calcolo di alcune variabili.

### Test statistici

È necessario realizzare una serie di test statistici che permettano di valutare la qualità e l'accuratezza interpretativa del modello.

In primo luogo bisogna verificare l'indipendenza dei residui tramite l'analisi grafica, ossia mediante il diagramma di dispersione dei residui.

Figura 11: Diagramma di dispersione dei residui



Dal momento che non compaiono andamenti regolari dei punti si può concludere che i residui sono indipendenti.

In secondo luogo bisogna verificare la normalità dei residui ricorrendo all'analisi grafica della distribuzione empirica dei residui e al relativo test, mostrati nella pagina successiva.

Figura 12: Analisi grafica sulla distribuzione e normalità dei residui

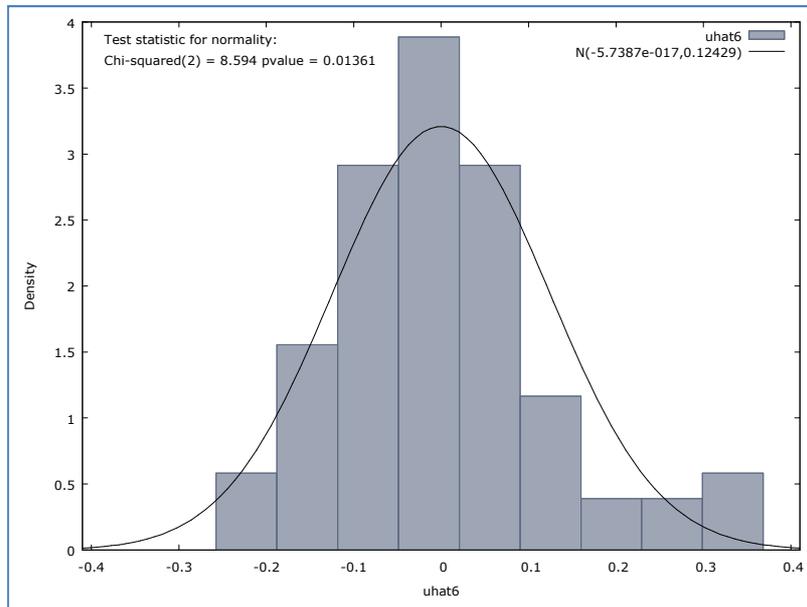


Figura 13: Test per la normalità dei residui

```

Frequency distribution for uhat6, obs 1-74
number of bins = 9, mean = -5.73865e-017, sd = 0.124293

      interval      midpt  frequency   rel.    cum.
      < -0.18786  -0.22263      3     4.05%   4.05% *
-0.18786 - -0.11832  -0.15309      8    10.81%  14.86% ***
-0.11832 - -0.048778 -0.083548     15    20.27%  35.14% *****
-0.048778 -  0.020762 -0.014008     20    27.03%  62.16% *****
 0.020762 -  0.090302  0.055532     15    20.27%  82.43% *****
 0.090302 -  0.15984   0.12507      6     8.11%  90.54% **
 0.15984 -  0.22938   0.19461      2     2.70%  93.24%
 0.22938 -  0.29892   0.26415      2     2.70%  95.95%
      >= 0.29892   0.33369      3     4.05% 100.00% *

Test for null hypothesis of normal distribution:
Chi-square(2) = 8.594 with p-value 0.01361
    
```

Si può concludere che i residui seguono approssimativamente una distribuzione normale.

Infine è necessario effettuare il test di White per verificare la presenza di omoschedasticità.

Figura 14: Test di White per l'omoschedasticità dei residui

White's test for heteroskedasticity				
OLS, using observations 1-74				
Dependent variable: uhat^2				
	coefficient	std. error	t-ratio	p-value
const	0.0402454	0.0582790	0.6906	0.4925
LogFatt_u	-0.0267059	0.0221873	-1.204	0.2334
Leva_u	0.0138956	0.0148113	0.9382	0.3519
Flottante	0.123756	0.207550	0.5963	0.5532
Obbligo	0.0533441	0.0474891	1.123	0.2658
sq_LogFatt_u	0.00455802	0.00297469	1.532	0.1307
X2_X3	-0.00181789	0.00225233	-0.8071	0.4228
X2_X4	-0.0278301	0.0389558	-0.7144	0.4777
X2_X5	-0.0125718	0.00882364	-1.425	0.1594
sq_Leva_u	-7.09098e-05	0.000186153	-0.3809	0.7046
X3_X4	-0.0129137	0.0191614	-0.6739	0.5029
X3_X5	-0.000452291	0.00373174	-0.1212	0.9039
sq_Flottante	0.00582184	0.0767027	0.07590	0.9398
X4_X5	-0.00378922	0.0499070	-0.07593	0.9397
Unadjusted R-squared = 0.214222				
Test statistic: TR^2 = 15.852403,				
with p-value = P(Chi-square(13) > 15.852403) = 0.257192				

Dal test si evince che il valore del *p-value* è maggiore del valore critico pari a 0,05 e quindi non può essere rigettata l'ipotesi di omoschedasticità dei residui.

Una successiva analisi da realizzare riguarda la verifica dell'assenza di collinearità tra le variabili indipendenti. Infatti, esse non devono essere linearmente correlate tra loro poiché in presenza di multi-collinearità la stima dei coefficienti di regressione risulta inaccurata così da compromettere la significatività complessiva del modello. Per individuare eventuali legami tra variabili indipendenti si calcola il fattore di incremento della varianza per ciascun predittore:

$$VIF_j = \frac{1}{(1 - R_j^2)}$$

Dove  $R_j^2$  è il coefficiente di determinazione per il modello di regressione che spiega la variabile  $X_j$ , considerata come risposta alle rimanenti variabili indipendenti. Valori superiori a 10 evidenziano la presenza di multi-collinearità.

Figura 15: Test di collinearità tra le variabili indipendenti del modello di riferimento

Variance Inflation Factors	
Values > 10.0 may indicate a collinearity problem	
LogFatt_u	1.179
Leva_u	1.138
Flottante	1.124
Obbligo	1.056

### Confronto con le varianti del modello principale

Con lo scopo di validare, ulteriormente, la correttezza dei risultati ottenuti nel modello di riferimento riguardanti il valore dei coefficienti stimati e quindi le ipotesi ad essi associate, si procede in primo luogo a un'analisi degli stessi coefficienti considerando come variabile dipendente il premio calcolato a due mesi:

Figura 16: Modello 1, che ha come variabile dipendente il *Premium a due mesi*

Model 1: OLS, using observations 1-74					
Dependent variable: Premium2mesi					
	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	0.567699	0.124026	4.5772	0.00002	***
LogFatt_u	-0.0267682	0.0223755	-1.1963	0.23567	
Leva_u	-0.00846857	0.00312295	-2.7117	0.00844	***
Flottante	-0.493615	0.138036	-3.5760	0.00064	***
Obbligo	-0.103603	0.0408154	-2.5383	0.01340	**
Mean dependent var	0.215550	S.D. dependent var		0.198219	
Sum squared resid	2.193339	S.E. of regression		0.178291	
R-squared	0.235298	Adjusted R-squared		0.190967	
F(4, 69)	5.867872	P-value(F)		0.000400	
Log-likelihood	25.18823	Akaike criterion		-40.37646	
Schwarz criterion	-28.85613	Hannan-Quinn		-35.78086	

I risultati confermano le precedenti stime effettuate.

In secondo luogo, si implementa un modello in cui si considerano per quanto riguarda le variabili *LogFatt* e *Leva*, la media dei valori sugli ultimi due o tre esercizi che precedono l'OPA e non più il valore relativo all'ultimo esercizio.

Figura 17: Modello 2, che utilizza i valori medi per alcune variabili indipendenti

Model 2: OLS, using observations 1-74					
Dependent variable: Premium 1 mese					
	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	0.49882	0.144471	3.4527	0.00095	***
LogFatt_m	-0.0346416	0.0280772	-1.2338	0.22146	
Leva_m	-0.0043543	0.00237403	-1.8341	0.07095	*
Flottante	-0.277014	0.091989	-3.0114	0.00363	***
Obbligo	-0.112672	0.0291101	-3.8706	0.00024	***
Mean dependent var	0.176142	S.D. dependent var	0.142163		
Sum squared resid	1.091096	S.E. of regression	0.125750		
R-squared	0.260447	Adjusted R-squared	0.217575		
F(4, 69)	6.022825	P-value(F)	0.000323		
Log-likelihood	51.02321	Akaike criterion	-92.04643		
Schwarz criterion	-80.52610	Hannan-Quinn	-87.45083		

I risultati confermano le precedenti stime effettuate.

## Modelli di controllo

A questo punto, si aggiungono nel modello di riferimento le variabili di controllo per verificare ulteriormente quanto sostenuto finora e nello stesso tempo per valutare le ipotesi rimanenti.

### Modello con tutte le variabili

A partire dal modello di riferimento si aggiungono le variabili di controllo *ROA*, *Leva al quadrato* e le dummy *Ritiro*, *Interno* e *Patto*:

Figura 18: Modello 3, che contiene tutte le variabili

Model 3: OLS, using observations 1-74					
Dependent variable: Premium 1 mese					
	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	0.543622	0.152935	3.5546	0.00072	***
LogFatt_u	-0.0400286	0.0288641	-1.3868	0.17032	
Leva_u	-0.0019011	0.00817052	-0.2327	0.81675	
Levaalquadrato_	-8.68793e-05	0.000249336	-0.3484	0.72865	
ROA_u	-0.0707975	0.214782	-0.3296	0.74276	
Flottante	-0.285973	0.102848	-2.7806	0.00712	***
Obbligo	-0.117522	0.0293918	-3.9985	0.00017	***
Ritiro	0.0293148	0.02921	1.0036	0.31936	
Interno	-0.042938	0.0297464	-1.4435	0.15377	
Patto	-0.0194547	0.0445529	-0.4367	0.66382	
Mean dependent var	0.176142	S.D. dependent var	0.142163		
Sum squared resid	1.018984	S.E. of regression	0.126181		
R-squared	0.309325	Adjusted R-squared	0.212199		
F(9, 64)	4.846708	P-value(F)	0.000060		
Log-likelihood	53.55312	Akaike criterion	-87.10624		
Schwarz criterion	-64.06559	Hannan-Quinn	-77.91505		

Dall'analisi dei coefficienti stimati, risulta che nessuno di questi nuovi fattori ha un impatto significativo sui PB; in particolare si evince che, non essendo significativo il coefficiente della variabile *Leva al quadrato*, al crescere del rapporto di leva il *premium* si riduce secondo una relazione lineare e non quadratica. Le stesse considerazioni si ottengono utilizzando come variabile dipendente il premio a due mesi o utilizzando, per quanto

riguarda le variabili che caratterizzano l'azienda, la media degli ultimi due o tre esercizi che precedono l'OPA.

Quindi è possibile concludere che le ipotesi  $H_{p3}$ ,  $H_{p4}$ ,  $H_{p5}$ ,  $H_{p7}$  e  $H_{p8}$  non sono verificate.

### Modelli che specificano la dummy *Obbligo*

È interessante studiare come varia il premio in funzione della presenza o meno di *delisting*, distinguendo tra OPA obbligatorie e OPA volontarie. Per questo motivo, nel modello di riferimento si sostituisce alla dummy *Obbligo* la dummy *Obbligo-senza-ritiro* o la dummy *Volontaria-con-ritiro*, al fine di avere due variabili più specifiche che tengano conto di questi aspetti. Si implementano, quindi, i seguenti due modelli:

Figura 19: Modello 4, che specifica la dummy *Obbligo* attraverso la dummy *Obbligo-senza-ritiro*

Model 4: OLS, using observations 1-74					
Dependent variable: Premium 1 mese					
	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	0.502742	0.136356	3.6870	0.00045	***
LogFatt_u	-0.0433355	0.0264091	-1.6409	0.10536	
Leva_u	-0.00376903	0.00211153	-1.7850	0.07866	*
Flottante	-0.246673	0.0937874	-2.6301	0.01052	**
Obbligosenzarit	-0.0827804	0.0272681	-3.0358	0.00338	***
Mean dependent var	0.176142	S.D. dependent var	0.142163		
Sum squared resid	1.200267	S.E. of regression	0.131891		
R-squared	0.186450	Adjusted R-squared	0.139288		
F(4, 69)	4.957206	P-value(F)	0.001428		
Log-likelihood	47.49482	Akaike criterion	-84.98965		
Schwarz criterion	-73.46932	Hannan-Quinn	-80.39405		

Figura 20: Modello 5, che specifica la dummy *Obbligo* attraverso la dummy *Volontaria-con-ritiro*

Model 5: OLS, using observations 1-74					
Dependent variable: Premium 1 mese					
	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	0.419295	0.134791	3.1107	0.00271	***
LogFatt_u	-0.0421471	0.0261284	-1.6131	0.11129	
Leva_u	-0.00463213	0.00205863	-2.2501	0.02763	**
Flottante	-0.183055	0.0896327	-2.0423	0.04495	**
Volontconritiro	0.102099	0.0328406	3.1089	0.00273	***
Mean dependent var	0.176142	S.D. dependent var	0.142163		
Sum squared resid	1.118679	S.E. of regression	0.127329		
R-squared	0.241751	Adjusted R-squared	0.197795		
F(4, 69)	5.905801	P-value(F)	0.000380		
Log-likelihood	50.09947	Akaike criterion	-90.19894		
Schwarz criterion	-78.67862	Hannan-Quinn	-85.60334		

Dai risultati si evince che l'offerente, nel caso in cui è obbligato a lanciare l'OPA e quest'ultima non è finalizzata al ritiro dal mercato, tende a riconoscere un *premium* più limitato; mentre laddove l'offerente decide di effettuare un'OPA di sua volontà con lo scopo di ritirare l'azienda dal mercato, allora egli tende a riconoscere un premio più elevato; infatti il coefficiente della dummy *Obbligo-senza-ritiro* è negativo e significativo, mentre il coefficiente della dummy *Volontaria-con-ritiro* è positivo e significativo.

Quindi le ipotesi  $H_{p10}$  e  $H_{p11}$  sono verificate.

### Modelli incentrati sullo studio della volontarietà dell'OPA

Focalizzando l'attenzione sulla volontarietà di un'OPA, si vuole indagare se il valore del *premium* cresce o diminuisce in funzione della dimensione dell'azienda e del rapporto di leva. A tal proposito, vengono introdotte, singolarmente, nel modello di riferimento le variabili composte precedentemente descritte.

In un primo modello si inserisce il prodotto tra le variabili *Volontaria* e *LogFatt*; si cerca di dimostrare che, in funzione del fatturato, il premio risente di due componenti di segno opposto:

- Una prima componente negativa, secondo cui al crescere del fatturato si riducono i PB per via di un maggior monitoraggio da parte del mercato ( $H_{p1b}$ ).
- Una seconda componente positiva, secondo cui al crescere del fatturato, l'offerente che effettua l'OPA su base volontaria è indotto a riconoscere un premio più elevato in quanto al crescere della dimensione dell'impresa si attende di poter estrarre maggiori PB.

$$H_{p12}: \alpha_{12} > 0$$

Quindi, complessivamente, nel caso di OPA volontaria, al crescere del fatturato i PB si riducono ma ad un tasso minore rispetto al caso di OPA obbligatoria.

Figura 21: Modello 6, che studia l'impatto congiunto tra la volontarietà di un'OPA e il Fatturato

Model 6: OLS, using observations 1-74					
Dependent variable: Premium1 mese					
	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	0.222704	0.222216	1.0022	0.31980	
LogFatt_u	-0.0543501	0.02406	-2.2589	0.02710	**
Leva_u	-0.00660486	0.00244161	-2.7051	0.00862	***
Flottante	-0.280916	0.087868	-3.1970	0.00211	***
Obbligo	0.268659	0.254716	1.0547	0.29528	
Logfatt_Vol	0.0534653	0.0268515	1.7138	0.08725	*
Mean dependent var	0.176142	S.D. dependent var	0.142163		
Sum squared resid	1.012202	S.E. of regression	0.122005		
R-squared	0.313922	Adjusted R-squared	0.263475		
F(5, 68)	6.253887	P-value(F)	0.000079		
Log-likelihood	53.80023	Akaike criterion	-95.60045		
Schwarz criterion	-81.77606	Hannan-Quinn	-90.08573		

Dall'analisi risulta un coefficiente positivo e significativo. Si conclude che l'ipotesi  $H_{p12}$  è verificata.

Si evidenzia tuttavia un problema: la variabile *Obbligo* perde di significatività. La causa potrebbe essere giustificata dalla presenza di collinearità tra le variabili indipendenti *Obbligo* e la variabile composta *LogFatt\_Vol* come mostrato dal test nella pagina seguente.

Figura 22: Test di collinearità tra le variabili del modello 6

Variance Inflation Factors	
Values > 10.0 may indicate a collinearity problem	
LogFatt_u	1.485
Leva_u	1.223
Flottante	1.128
Obbligo	50.966
Logfatt_Vol	53.110

In un secondo modello, invece, si inserisce il prodotto tra le variabili *Volontaria* e *Leva*; si cerca di dimostrare che, in funzione del rapporto di leva, il premio risente di due componenti di segno opposto:

- Una prima componente negativa, secondo cui al crescere della leva si riducono i PB come sostenuto dalla teoria di Jensen ( $H_{p2b}$ ).
- Una seconda componente positiva, secondo cui al crescere della leva, l'offerente che effettua l'OPA su base volontaria è indotto a riconoscere un premio maggiore in quanto si aspetta di poter estrarre maggiori PB grazie alle maggiori opportunità di investimento.

$$H_{p13}: \alpha_{13} > 0$$

Quindi, complessivamente, nel caso di OPA volontaria, al crescere del rapporto di leva, i PB si riducono ma a un tasso minore rispetto al caso di OPA obbligatoria.

Figura 23: Modello 7, che studia l'impatto congiunto tra la volontarietà di un'OPA e la Leva

Model 7: OLS, using observations 1-74					
Dependent variable: Premium1 mese					
	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	0.509846	0.139154	3.6639	0.00049	***
LogFatt_u	-0.0368165	0.0269973	-1.3637	0.17716	
Leva_u	-0.00530303	0.00574052	-0.9238	0.35886	
Flottante	-0.270376	0.0898623	-3.0088	0.00368	***
Leva_Vol	0.000803373	0.00552047	0.1455	0.88473	
Obbligo	-0.11111	0.0312912	-3.5508	0.00070	***
Mean dependent var	0.176142	S.D. dependent var		0.142163	
Sum squared resid	1.065889	S.E. of regression		0.125199	
R-squared	0.277533	Adjusted R-squared		0.224410	
F(5, 68)	5.627060	P-value(F)		0.000213	
Log-likelihood	51.88802	Akaike criterion		-91.77604	
Schwarz criterion	-77.95165	Hannan-Quinn		-86.26132	

Dall'analisi risulta un coefficiente positivo ma non significativo. Inoltre si perde la significatività anche della variabile *Leva*. Anche in questo caso si verifica se la presenza della non significatività è legata a problemi di collinearità tra le variabili.

Figura 24: Test di collinearità tra le variabili del modello 7

Variance Inflation Factors	
Values > 10.0 may indicate a collinearity problem	
LogFatt_u	1.212
Leva_u	8.166
Flottante	1.125
Obbligo	1.405
Leva_Vol	8.360

Si conclude che non vi è collinearità; l'ipotesi  $H_{p13}$  non è verificata.

### Modello incentrato sullo studio della dummy *Interno*

È interessante analizzare l'impatto congiunto dato dal prodotto tra le variabili *Interno* e *Flottante*. Lo scopo è vedere se l'offerente, nel caso in cui è già azionista della target, tende a riconoscere un *premium* differente in relazione all'entità del flottante rispetto ad un investitore esterno che non detiene alcuna partecipazione nella target. Infatti, si ritiene che nel caso di offerente interno alla target, il premio, in funzione del flottante, risente di due componenti di segno opposto:

- Una prima componente negativa, secondo cui al crescere del flottante si riducono i PB poiché l'OPA diventa più onerosa (Hp<sub>6</sub>).
- Una seconda componente positiva, secondo cui al crescere del flottante, l'offerente, se già azionista di rilevanza, è indotto a riconoscere un premio maggiore rispetto ad un investitore esterno in quanto si aspetta di poter estrarre maggiori PB ottenibili da un più probabile esito positivo dell'OPA.

$$Hp_{14}: \alpha_{14} > 0$$

Quindi, nel caso di offerente interno alla target, al crescere del flottante, i PB si riducono ma ad un tasso minore rispetto al caso di OPA lanciata da un investitore esterno.

Figura 25: Modello 8, che studia l'impatto congiunto tra il Flottante e la dummy Interno

Model 8: OLS, using observations 1-74					
Dependent variable: Premium1 mese					
	Coefficient	Std. Error	t-ratio	p-value	
const	0.518786	0.136652	3.7964	0.00032	***
LogFatt_u	-0.0371129	0.0264814	-1.4015	0.16562	
Leva_u	-0.00439372	0.00207165	-2.1209	0.03758	**
Flottante	-0.240537	0.0859871	-2.7974	0.00670	***
Obbligo	-0.118441	0.0281096	-4.2135	0.00008	***
Flott_Int	-0.0831568	0.0738166	-1.1265	0.26390	
Mean dependent var	0.176142	S.D. dependent var	0.142163		
Sum squared resid	1.051922	S.E. of regression	0.124376		
R-squared	0.287000	Adjusted R-squared	0.234573		
F(5, 68)	5.962624	P-value(F)	0.000125		
Log-likelihood	52.37607	Akaike criterion	-92.75213		
Schwarz criterion	-78.92774	Hannan-Quinn	-87.23741		

Dall'analisi si ottiene un coefficiente non significativo. Anche in questo caso si verificasse la presenza della non significatività è legata a problemi di collinearità tra le variabili.

Figura 26: Test di collinearità tra le variabili del modello 8

Variance Inflation Factors	
Values > 10.0 may indicate a collinearity problem	
LogFatt_u	1.179
Leva_u	1.141
Flottante	1.245
Obbligo	1.105
Flott_Int	1.198

Si conclude che non vi è collinearità; l'ipotesi Hp<sub>14</sub> non è verificata.

## Conclusione

Dallo studio condotto è stato possibile rispondere alla seguente domanda: “È possibile ottenere dei benefici privati tramite il controllo su una società? E se sì, come si possono valutare?”. Infatti, dalla separazione tra proprietà e controllo, hanno origine particolari benefici che sono posseduti solo da un numero ristretto di azionisti; tali benefici sono difficilmente osservabili, proprio perché privati, e quindi non misurabili in maniera diretta. Tuttavia, grazie al modello sviluppato nella presente tesi, è stato possibile quantificare tali *Private Benefit*, ricorrendo ad un’analisi del *premium* riconosciuto nel corrispettivo offerto durante un’OPA. Esso, infatti, è ritenuto un ottimo indicatore per due motivi: in primo luogo permette di valutare i potenziali vantaggi ottenibili da chi detiene il controllo; in secondo luogo riconosce che gli azionisti di minoranza svolgono un ruolo importante nel determinare l’ampiezza dei benefici privati in mano agli azionisti di rilevanza, in quanto la normativa italiana prevede, in caso di OPA finalizzate ad ottenere il controllo di una società, di estendere l’offerta a tutti coloro che intendono aderire.

Allo scopo di testare l’entità di tale *premium* e di individuare i principali fattori che impattano su di esso, si è effettuata un’analisi basata su un campione di 74 offerte pubbliche di acquisto avvenute in Italia dal 2000 al 2010. La variabile usata come proxy dei PB è rappresentata dalla differenza percentuale tra il prezzo del corrispettivo offerto durante un’OPA e il prezzo di mercato registrato nell’istante di tempo in cui la componente legata al controllo risulta minima o nulla. Dall’analisi del campione di riferimento, si è ottenuto un premio pari a circa il 20% del valore di mercato delle azioni.

Inoltre è stata effettuata un’analisi di regressione lineare al fine di testare l’impatto di alcuni fattori, quali le caratteristiche dell’azienda target, dell’offerente e della tipologia di offerta, sull’entità del premio che l’offerente è disposto a riconoscere. In questo modo si è giunti alle seguenti conclusioni:

- Il fatturato, buona proxy della dimensione dell’impresa, risulta avere un impatto negativo sul valore dei PB in quanto al crescere di questo,

aumentano i controlli da parte del mercato sull'azienda e quindi diviene più difficile per i controllanti estrarre benefici privati; tuttavia, nel caso in cui l'OPA sia volontaria, l'impatto negativo è in parte ridotto dal fatto che crescono le attese da parte del controllante di ottenere maggiori vantaggi personali.

- Il rapporto di leva, caratterizzante la struttura finanziaria dell'impresa, ha un effetto negativo in quanto, in linea con le teorie di Jensen, maggiore è il capitale di debito, minore è la possibilità di accesso ai *Free Cash-flow* dell'azienda da parte dei controllanti.
- Il flottante, rappresentante la struttura azionaria dell'azienda, mostra un impatto negativo sui PB in quanto al crescere di tale valore, maggiore è l'esborso che deve sostenere chi intende ottenere il controllo e quindi minore è il premio che è disposto a riconoscere.
- Il fatto che l'OPA avvenga su base obbligatoria comporta un premio inferiore rispetto ad una volontaria poiché l'offerente, anche se non ritiene di poter estrarre elevati PB, si trova costretto per i vincoli di legge ad effettuare l'operazione. Inoltre, qualora l'offerta sia obbligatoria e non finalizzata al *delisting*, l'offerente riconosce un premio ridotto; al contrario, se l'OPA è volontaria e finalizzata al *delisting* egli riconosce un premio più elevato in quanto è consapevole del fatto che può estrarre una grande quantità di PB dal momento che l'azienda, al termine dell'operazione, non sarà più quotata sul mercato e quindi meno soggetta a monitoraggi.

Il lavoro effettuato ben si presta all'analisi del contesto italiano, mentre rimane ancora aperto l'interrogativo posto per quei Paesi caratterizzati dallo scenario definito *Market Rule* in cui non è prevista la tutela degli azionisti di minoranza e non esiste alcun tipo di regolamentazione sulla cessione dei pacchetti di controllo.

---

## Bibliografia

BARCA F.,

- [1994] “Imprese in cerca di padrone. Proprietà e controllo nel capitalismo italiano”, ed. Laterza, Bari.

BARCLAY M.J., HOLDERNESS C.G.,

- [1989] “Private benefits from control of public corporations”, in *Journal of Financial Economics*, num.25.
- [1991] “Negotiated block trades and corporate control”, in *Journal of Finance*, vol.46, num.3.

BEBCHUCK L.,

- [1994] “Efficient and Inefficient Sales of Control”, in *Quarterly Journal of Economics*, num. 109.

BEBCHUCK L., KRAAKMAN R., TRIANTIS G.,

- [1999] “Stocks pyramids, cross-ownership and dual class equity”, in *Harvard law school, discussion paper*, num.249.
- [2000] “Stocks pyramids, cross-ownership and dual class equity: the mechanism and agency costs of separating Control from Cash Flow Rights”, in *Concentrated Corporate Ownership*, R.Mork.

BIGELLI M.,

- [2003] “Le azioni di risparmio: un’analisi economica e gli effetti sulla governance dell’impresa”, in *Manuale di finanza aziendale*, M.Cattaneo, ed.Il Mulino, Bologna.

BIGELLI M., CAPRIO L.,

- [1996] “Equity rights issues and differential returns between the voting and non-voting classes of shares: evidence from Italy”, in *Biblioteca Walter Bigiavi*, num. 81

BIGELLI M., CROCI E.,

- [2011] “Am I right or am I right?”, working paper, ECGI, Università degli studi di Bologna, num. 312.

- BIGELLI M., MENGOLI S.,  
[1999] “Acquisizioni di imprese e benefici private del controllo: alcune evidenze empiriche per il mercato italiano”, in *Finanza, Marketing e Produzione*, num. 1.
- BIGELLI M., MEHROTRA V., RAGHAVENDRA RAU P.,  
[2011] “Why are shareholders not paid to give up their voting privileges? Unique evidence from Italy”, in *Journal of Corporate Finance*, vol.17.
- BIGELLI M., SAPIENZA E.,  
[2003] “Le azioni di risparmio e gli errori di misurazione del premio per il diritto di voto”, in *Intermediazione Finanziaria e Mercato delle Imprese*, R. Corigliano, Clueb Bologna.
- BRESCIA MORRA C., SALLEO C.,  
[2002] “Trasferimento del controllo societario e OPA obbligatoria: profili di efficienza ed equità”, in *Banca Impresa e Società*, num.3.
- BRIOSCHI F., BUZZACCHI L., COLOMBO M.G.,  
[1990] “Gruppi di imprese e mercato finanziario: la struttura di potere nell’industria italiana”, in *La Nuova Italia Scientifica*, Roma.
- BRIOSCHI F., GIUDICI G.,  
[1997] “Il valore del controllo nel settore bancario italiano”, in *Rivista AIAF*, num.23.
- BURKART M., GROMB D.,  
[1998] “Block premia in transfers of corporate control”, working paper, London School of Economics.
- BURKART M., GROMB D., PANUNZI F.,  
[1998] “Why higher takeover premia protect minority shareholder”, in *Journal of Political Economy*, vol.106, num.01.
- BUZZACCHI L., MOSCONI R.,  
[1993] “Azioni di risparmio e valore del controllo: alcune evidenze empiriche e spunti di ricerca”, working paper num. 73, Università Bocconi, Milano.
- CASTELLINO O.,  
[1989] “Sui prezzi delle azioni di diversa categoria”, in *Moneta e Credito*, n.165.

CAPRIO L.,

[1992] “Valore dell’impresa, modalità di trasferimento del controllo e offerte pubbliche d’acquisto: un’analisi economica”, in *Finanza, Imprese e Mercati*, num.1.

[2000] “La struttura proprietaria delle società quotate italiane: quali evoluzioni recenti?”, in *Banca, Impresa e Società*, num.2.

CAPRIO L., CROCI E.,

[2006] “The determinants of the voting premium in Italy: The evidence from 1974 to 2003”, *Journal of Banking and Finance*, num.32.

CAPRIO L., FLOREANI A., RADAELLI L.,

[1994] “I trasferimenti del controllo di società quotate in Italia: un’analisi empirica dei prezzi e dei risultati per gli azionisti di minoranza”, in *Finanza e Mercati*, num.3.

COFFEE J.C.,

[2001] “The rise of dispersed ownership: The roles of Law and the State in the separation of ownership and control”, in *The Yale law Journal*, Vol.111.

DE LORENZO M., FABRIZIO S.,

[2001] “Azioni di risparmio e voting premium: recenti tendenze”, in *Rapporto Ref. Irs syl mercato azionario*, Il Sole 24 Ore Libri, Milano.

DICK A., ZINGALES L.

[2002] “Private benefits of control: an international comparison”, working paper, National Bureau of Economic Research, num.8711.

DITTMANN I.,

[2003] “Measuring private benefits of control from the returns of voting and non-voting shares”, working paper, School of Business and Economics, Berlin.

DLUGOSZ F.,

[2006] “Large blocks of stock: prevalence, size, and measurement”, in *Journal of Corporate Finance*, num.8.

EHRHARDT O., NOWAK E.,

[2003] Private benefits and minority shareholder expropriation (or What exactly are private benefits of control?)”, EFA 2003, annual conference paper, num.809.

FELSENTHAL DS., MACHOVER M.,

[1998] "The measurement of voting power: Theory and practice, problems and paradoxes", ed. Edward Elgar ,Cheltenham, England.

GALASSO G., GRAZIANO C.,

[2004] "Trasferimenti dei pacchetti di controllo delle società quotate in Italia", working paper, Dipartimento di Scienze Economiche dell'Università degli Studi di Udine.

GOLINELLI G.M.,

[2000] "L'approccio sistemico al governo dell'impresa", in *L'Impresa Sistema Vitale*, Vol. 1, Cedam, Padova.

GROSSMAN S.J., HART O.D.,

[1988] "One share-One vote and the market for corporate control", working paper Department of Economics, Massachusetts Institute of Technology, num 440.

JENSEN M.C.,

[1986] "Agency costs of free cash-flow, corporate finance and takeovers", in *American Economic Review*, num.76.

JENSEN M.C., MECKLING W.H.,

[1976] "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", in *Journal of Financial Economics*, num.3.

KEE CHUNG H., JEONG-KUK K.,

[1998] "Corporate ownership and the value of a vote in an emerging market", in *Journal of Corporate Finance*, num.5.

LEASE R., McCONNEL J., MIKKELSON W.,

[1981] "The market value of control in publicly-traded corporations", in *Journal of Financial Economics*, num.11.

LEECH D.,

[2001] "Shareholder voting power and corporate governance: A study of Large British Companies", in *Nordic Journal of Political Economy*, vol.27.

[2002] "An empirical comparison of the performance of classical power indices", in *Warwick Economic Research Papers*, num.563.

LINCIANO N.,

- [2002] “Non-voting shares and the value of control: the impact of corporate regulation in Italy”, in *Quaderni di finanza*, Consob , num.53.

MASSARI M., MONGE V., ZANETTI L.,

- [2004] “Control premium in the presence of rules imposing mandatory tender offers: can it be measured?”, working paper, IAFC Università Bocconi.

NENOVA T.,

- [2000] “The value of corporate votes and control benefits: A cross section analysis”, working paper, Harvard University.
- [2002] “The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis”, in *Journal of Financial Economics*, num.68.

NICODANO G.,

- [1996] “Shareholders’ voting power and block transaction premia: An empirical analysis of Italian listed companies”, working paper num.17, Ceris-CNR.
- [1998] “Corporate groups, dual class shares and the value of voting rights”, in *Journal of Banking and Finance*, num.22.

NICODANO G., SEMBENELLI A.,

- [2004] “Private benefits, block transaction premiums and ownership structure”, in *International Review of Financial Analysis*, num.13.

POULSEN T.,

- [2010] “Private benefits in corporate control transactions”, in *International Review of Financial Analysis*, num.20.

RYDQVIST K.,

- [1996] “Takeover bids and the relative prices of shares that differ in their voting rights”, in *Journal of Banking and Finance*, num.7.

SHAPLEY L.S., SHUBIK M.,

- [1954] “A method for evaluating the distribution of power in a committee system”, in *American Political Science Review*.

SMITH A.,

- [1937] “La ricchezza delle Nazioni”, ISEDI, Milano.

STULZ R.M.,

- [1988] “Managerial control of voting rights: financing policies and the market for corporate control”, in *Journal of Financial Economics*, num.19.

ZINGALES L.,

- [1991] “L’analisi economica delle azioni di risparmio”, in *Il rischio azionario e la Borsa*, Penati A., Egea, Milano.
- [1994] “The value of voting right: a study of the Milan Stock Exchange experience”, in *Review of Financial Studies*, vol.7, num.1.
- [1995] “What determines the value of corporate votes?”, in *Quarterly Journal of Economics*, num.110.

ZWIEBEL J.,

- [1995] “Block investment and partial benefits of corporate control”, in *Review of Economic Studies*, num.62.

## Descrizione Allegati

### Allegato 1

Nel primo allegato è riportato un elenco riguardante le informazioni sulle offerte pubbliche avvenute tra il 2000 e il 2010 in Italia e contenute in “Indici e dati” di Mediobanca. Per ciascuna operazione si riporta il periodo d’offerta, i nomi dell’offerente e della target, la tipologia d’offerta e la presenza di eventuale ritiro del titolo dal mercato immediatamente a chiusura dell’OPA.

### Allegato 2

In questo allegato vengono riportate le 74 OPA che costituiscono il campione di riferimento a partire dal quale si effettua l’analisi; queste offerte sono state scelte a partire dall’elenco riportato nell’allegato 1, escludendo quelle che non hanno registrato consensi, che hanno portato il titolo fuori listino e in cui la target si trova in una situazione di forte stress finanziario. Inoltre, per ognuna osservazione, è riportata una breve descrizione riassuntiva delle ragioni per cui è lanciata l’offerta e le caratteristiche più rilevanti di questa.

### Allegato 3

In questo allegato vengono riportati, per ciascuna osservazione, il corrispettivo a cui è avvenuta l’offerta, i prezzi di mercato ufficiali medi mensili un mese e due mesi precedenti l’annuncio e, per le OPA che non prevedono un’OPA residuale, il prezzo di mercato ufficiale a chiusura dell’OPA in esame. Questi prezzi sono quindi corretti dall’andamento di mercato al fine di renderli comparibile con il corrispettivo all’annuncio. Infine è calcolato il premium a un mese e a due mesi.

### Allegato 4

Per ciascuna azienda target oggetto delle OPA prese in esame, vengono riportati alcuni dati di bilancio (espressi in migliaia di euro), riferibili all’ultimo esercizio contabile e

agli ultimi due o tre esercizi precedenti l'OPA. In particolare si riportano il valore di fatturato, l'utile, il debito e l'equity, così da calcolare i valori delle variabili indipendenti *Logfatt*, *Leva* e *ROA*.

## Allegato 5

Con lo scopo di determinare il flottante di ciascuna azienda target nell'istante immediatamente prima dell'OPA, si riportano le quote degli azionisti di rilevanza di ciascuna azienda e per differenza si calcola il flottante. Inoltre vengono segnalati, con colore celeste, quei casi in cui l'offerente è già azionista di rilevanza della target.

## Allegato 6

Si riportano l'elenco delle variabili indipendenti e dipendenti che vengono utilizzate per creare i modelli di regressione lineare con lo scopo di testare le ipotesi definite al capitolo 4.

## Allegato 1

Periodo d'offerta	Titoli richiesti azienda target	Acquirente	Tipologia	Se a fine OPA, il titolo viene delistato
12-1/4-2-2000	Comau	FIAT S.p.a.	Residuale	Fuori listino
28-02/24-03-2000	Assitalia	INA S.p.A.	Volontaria	Fuori listino
13-03/7-04-2000	FIAR	Finmeccanica S.p.A	Residuale	Fuori listino
06-03/10-05-2000	Gildemeister	Holding Macchine Utensili Spa	Preventiva	
31-3/20-04-2000	Unim	Milano Centrale S.p.A	Residuale	Fuori listino
3-04/28-04-2000	Castelgarden	Cinquendi S.p.A.	Residuale	Fuori listino
28-04/17-05-2000	Acquedotto Nicolay	Acqua Italia S.p.A.	Preventiva	
9-05/29-05-2000	Deroma Holding	Nuova Strategia S.p.A	Residuale	Fuori listino
25-09/27-10-2000	Aeroporti di Roma	Leonardo S.p.A	Obbligatoria	
2-10/20-10-2000	Sondel	Compart S.p.A	Obbligatoria	
2-11/22-11-2000	Sirti	Wiretel S.p.A	Volontaria	
8-11/28-11-2000	Banco di Napoli	Sanpaolo IMI S.p.A	Obbligatoria	
9-1/29-1-2001	Bayerische Vita	Ergo Versicherungsgruppe	Obbligatoria	
19-02/9-03-2001	Credito Fondiario e Industriale	MS Fonspa Holding B.V.	Residuale	Fuori listino
5-03/23-03-2001	Aeroporti di Roma	Leonardo S.p.a	Residuale	Fuori listino
10-04/4-05-2001	Gruppo Buffetti	SEAT S.p.A	Residuale	Fuori listino
24-04/24-05-2001	Italfondario	IEFFE Acquisitions S.p.A	Obbligatoria	Fuori listino
8-05/28-05-2001	Banco di Napoli	Sanpaolo IMI S.p.A	Residuale	Fuori listino
11-06/2-07-2001	Simint	Gruppo Giorgio Armani	Preventiva	Fuori listino
13-06/4-07-2001	Sondel	Montedison S.p.A	Residuale	Fuori listino
25-06/20-07-2001	Italiana assicurazioni	Reale Mutua di assicurazioni	Volontaria	Fuori listino
2-07/20-07-2001	Safilo	Programma 2002 S.p.A	Obbligatoria	
16-07/20-08-2001	Banca di Legnano	Banca Popolare di Milano S.c.r.l	Obbligatoria	Fuori listino
26-07/21-08-2001	Montedison	Italenergia S.p.A	Obbligatoria	Ricost.Flottante
26-07/21-08-2001	Edison	Italenergia S.p.A	Obbligatoria	Ricost.Flottante
9-10/29-10-2001	Immobiliare Metanopoli	Asio S.r.l	Obbligatoria	Fuori listino
26-10/23-11-2001	Simint	Gruppo Giorgio Armani	Residuale	Fuori listino
19-11/10-12-2001	Banca Popolare di Crema	Banca Popolare di Lodi S.c.r.l	Residuale	Fuori listino
20-11/11-12-2001	Safilo	Programma 2002	Residuale	Fuori listino
10-12-2001/11-01-2002	Idra Presse	Idra Partecipazioni S.p.A.	Volontaria	
10-12-2001/18-01-2002	Rotondi Evolution	Finos-Finanziaria Operazioni Societarie S.p.A	Volontaria	
17-12-2001/25-01-2002	Lottomatica	Tyche S.p.A	Preventiva	
21-12-2001/1-02-2002	Negri Bossi	H.P.S.-Holding Partecipazioni Sacmi S.p.A	Preventiva	
18-04/10-05-2002	CMI	Fintad International S.A	Obbligatoria	
10-06/28-06-2002	Investimenti Immobiliari Lombardi	Banca Popolare di Lodi S.c.a.r.l	Obbligatoria	
12-06/16-07-2002	Marangoni	FINMA S.p.A e MAGIMA S.r.l	Volontaria	
25-06/15-07-2002	Rotondi Evolution	Finos-Finanziaria Operazioni Societarie S.p.A	Volontaria	Fuori listino
25-06/15-07-2002	Gildemeister Italiana	Holding Macchine Utensili S.p.A	Residuale	Fuori listino
5-08/13-10-2002	Ferretti	Impe Lux S.à r.l e Coci S.p.A	Preventiva	
19-08/20-10-2002	Idra Presse	Idra Partecipazioni S.p.A	Residuale	Fuori listino
23-08/27-09-2002	Freedomland-ITN	Content S.r.l	Preventiva	
26-08/20-09-2002	Banca di Credito Popolare	Banca Antoniana Popolare Veneta S.p.A	Volontaria	
2-09/4-10-2002	Esaote	Bracco Biomed S.p.A	Preventiva	
11-09/11-10-2002	CALP	Selfin S.p.A	Volontaria	
4-11/6-12-2002	On Banca	UniCredito Italiano S.p.A	Preventiva	
6-11/26-11-2002	Marangoni	FINMA S.p.A e MAGIMA S.r.l	Residuale	Fuori listino
9-12-2002/3-01-2003	Ferretti	Impe Lux S.à r.l e Coci S.p.A	Residuale	Fuori listino
9-12-2002/15-01-2003	CALP	Selfin S.p.A	Residuale	Fuori listino
16-12-2002/13-01-2003	Immsi	Omnipartecipazioni S.p.A	Obbligatoria	
16-07-2002/27-01-2003	Italgas	Eni S.p.A	Preventiva	Fuori listino
27-07-2002/21-01-2003	Borgosesia	Gabbiano S.p.a	Obbligatoria	
20-01/21-02-2003	Autostrade	Newco28 S.p.A	Preventiva	
21-02/13-03-2003	Esaote	Bracco Biomed S.p.A.	Residuale	Fuori listino

17-03/4-04-2003	Banco di Chiavari e della Riviera Ligure	Bipielle Retail S.p.A	Obbligatoria	Ricost.Flottante
18-03/23-04-2003	Savino Del Bene	Palio S.p.A	Preventiva	
14-04/8-05-2003	Alerion Industries	IBI Holding B.V	Obbligatoria	
5-05/23-05-2003	IPI	Risanamento S.p.A	Obbligatoria	
26-05/27-06-2003	Air Dolomiti	Deutsche Lufthansa A.G.	Obbligatoria	Fuori listino
28-05/18-06-2003	Banca Popolare dell'Adriatico	Sanpaolo IMI S.p.A.	Volontaria	Fuori listino
16-06/11-07-2003	Savino Del Bene	Palio S.p.A	Residuale	Fuori listino
23-06/11-07-2003	Dalmine	Tenaris S.A.	Residuale	Fuori listino
1-07/25-07-2003	MRI	FINM S.p.A	Volontaria	
4-07/24-07-2003	Sirti	Wiretel 2 S.p.A	Volontaria	
7-07/5-08-2003	Locat	UniCredito Italiano S.p.A	Volontaria	
1-09/19-09-2003	SEAT PG	Silver S.p.A	Obbligatoria	
29-09/24-10-2003	Italdesign Giugiaro	Wide Design S.p.A	Residuale	Fuori listino
30-09/29-10-2003	Roland Europe	Roland Corporation	Volontaria	
13-10/31-10-2003	Roncadin	Arena Holding S.p.A	Obbligatoria	
30-12-2003/23-1-2004	MRI	FINM S.p.A	Residuale	Fuori listino
2-02/5-03-2004	Locat	UniCredito Italiano S.p.A	Residuale	Fuori listino
22-03/13-04-2004	Banca Popolare di Cremona	Banca Popolare di Lodi	Residuale	Fuori listino
28-04/1-06-2004	Euphon	Lupo S.p.A	Obbligatoria	
10-5/4-06-2004	Saeco International	Giro Investimenti 1 S.p.A	Obbligatoria	
24-5/18-06-2004	Ericsson	Dina Italia S.p.A	Volontaria	
30-06/20-07-2004	NTS	Eutelia S.p.A	Obbligatoria	
19-07/20-08-2004	Saeco International Group	Giro Investimenti 1 S.p.A	Residuale	Fuori listino
29-07/18-08-2004	Bastogi	Sintesi S.p.A	Obbligatoria	
29-07/18-08-2004	Brioschi Finanziaria	Sintesi S.p.A	Obbligatoria	
2-08/20-08-2004	Roncadin	Arena Holding S.p.a	Obbligatoria	
11-08/31-08-2004	Dmail Group	Sirefid S.p.A	Obbligatoria	
13-09/1-10-2004	Saes Getters	S.G.G Holding S.p.A	Obbligatoria	
5-10/8-11-2004	Perlier	Seconcar S.r.l	Volontaria	
25-10/18-11-2004	Beni Stabili	La Leonardo Finanziaria S.r.l	Obbligatoria	
2-11/ 26-11-2004	Grandi Navi veloci	Vento S.p.a	Obbligatoria	
9-11/9-12-2004	Acqua Pia Antica marcia	Acqua Marcia Holding S.A	Volontaria	
26-11/20-12-2004	Roland Europe	Roland Europe S.p.A	Volontaria	
24-01/11-02-2005	Marcolin	ADV partecipazioni s.r.l. et alia	Obbligatoria	
3/23-02-2005	Sirti azioni	Sistemi Tecnologici S.p.A	Obbligatoria	
14-02/11-03-2005	Procomac	Nicri S.r.l.	Volontaria	Fuori listino
9-03/7-04-2005	Ericsson	Dina Italia S.p.a	Residuale	Fuori listino
10-03/1-04-2005	IPI	Finpaco Properties S.p.A	Obbligatoria	
16-05/6-06-2005	Grandi Navi veloci	Vento S.p.A	Residuale	Fuori listino
16-05/17-06-2005	Condotta Acque Potabili	Nuova SAP S.p.A	Obbligatoria	Ricost.Flottante
24-05/24-06-2005	Roland Europe	Roland Europe S.p.A	Residuale	Fuori listino
20-06/8-07-2005	Gruppo Coin	Bellini Investimenti S.p.A	Obbligatoria	
8-08/12-09-2005	Industrie Zignago S. Margherita	Zi.Fi S.r.l	Obbligatoria	
16-08/5-09-2005	Garboli	Impresa Pizzarotti & C. S.p.A	Obbligatoria	Ricost.Flottante
20-09/24-10-2005	Perlier (ora Uni Land)	CemLux S.A.	Volontaria	
5-10/28-10-2005	TAS Tecnologia Avanzata dei Sistemi	NCH Network Computer House S.p.A	Obbligatoria	
28-10/18-11-2005	Industrie Zignago S.Margherita	Zi.Fi S.r.l	Residuale	Fuori listino
31-10/22-11-2005	META	Hera S.p.A.	Volontaria	
21-11/12-12-2005	Acquedotto De Ferrari Galliera	Genova Acque Società di Servizi Idrici	Obbligatoria	Ricost.Flottante
23-11/28-12-2005	Datamat	Finmeccanica S.p.A	Obbligatoria	
27-12-2005/20-1-2006	Dada	RCS MediaGroup S.p.A.	Obbligatoria	
5-01/26-01-2006	Jolly Hotels	Joker Partecipazioni S.r.l e Andrea Donà dale Rose & C. S.r.l	Obbligatoria	
27-2/30-3-2006	FullSix	Blugroup Holding S.p.A.	Obbligatoria	
27-02/31-03-2006	Banca Antonveneta	ABN AMRO Bank N.V.	Obbligatoria	Fuori listino
3-04/28-04-2006	Acqua Pia Antica Marcia	Acqua Marcia Holding S.A.	Residuale	Fuori listino
8-05/9-06-2006	Ciccolella	Gruoqi Ciccolella S.r.l	Obbligatoria	
30-06/20-07-2006	Banca Nazionale del Lavoro	BNP Paribas S.A.	Residuale	Fuori listino
21-08/22-09-2006	Aeroporto di Firenze	Aeroporti Holding S.r.l	Obbligatoria	
21-08/22-09-2006	Investimenti e Sviluppo	Investimenti e Sviluppo Holding S.r.l	Volontaria	
21-08/25-10-2006	Banca Fideuram	Eurizon Financial Group	Volontaria	

2-10/20-10-2006	Partecipazioni Italiane	Glass Italy B.V.	Residuale	Fuori listino
13-11/12-12-2006	Toro Assicurazioni	Assicurazioni Generali	Obbligatoria	Fuori listino
27-11-2006/3-01-2007	Datamat	Finmeccanica	Residuale	Fuori listino
4-12/27-12-2006	EnerTAD	ERG	Obbligatoria	
12-12-2006/18-01-2007	Banca Fideuram	Eurizon Financial Group	Residuale	Fuori listino
19-07-2006/16-01-2007	Iride	Finanziaria Sviluppo Utilities S.r.l	Obbligatoria	
27-12-2006/31-01-2007	S.S. Lazio	Lazio Events S.r.l.	Obbligatoria	
8-02/21-03-2007	Banca Popolare di Intra S.c.p.a	Veneto Banca S.c.p.a.	Preventiva	
27-02/19-03-2007	Dea Capital	De Agostini	Obbligatoria	
12-03/17-04-2007	I.NET	British Telecommunication Plc	Volontaria	
13-03/18-04-2007	Jolly Hotels	Grande Jolly S.r.l	Obbligatoria	
10-04/15-05-2007	Fastweb	SWISSCOM Italia S.r.l	Volontaria	
18-04/15-05-2007	Maffei	Gruppo Minerali	Obbligatoria	
7-05/25-05-2007	Garboli	Impresa Pizzarotti & C	Residuale	Fuori listino
20-06/10-07-2007	Data Service	Data Holding 2007 S.r.l	Obbligatoria	
2-07/20-07-2007	SAVE	Sviluppo 78	Obbligatoria	
23-07/7-09-2007	Valentino Fashion Group	Red & Black Lux S.à.r.l.	Volontaria	
22-10/16-11-2007	Targetti Sankey	Consulting 2 S.r.l	Obbligatoria totalitaria + Residuale	Fuori listino
23-10/14-11-2007	Valentino Fashion Group	Red & Black Lux S.à.r.l.	residuale	Fuori listino
12-11/14-12-2007	Linificio e Canapificio Nazionale	Manifattura Lane Gaetano Marzotto & Figli	Obbligatoria totalitaria	
19-11/10-12-2007	Nova Re	Nova Re Holding S.r.l	Obbligatoria totalitaria	Ricost.Flottante
7-01/8-02-2008	Sirti	VIIT Veicolo Italiano Investimenti Tecnologici	Obbligatoria totalitaria	
21-01/08-11-2008	Jolly Hotels	Grande Jolly S.r.l.	residuale	Fuori listino
21-01/08-11-2008	TAS	Taschn Holding S.r.l.	Obbligatoria totalitaria	
04-11/22-11-2008	Linificio e Canapificio Nazionale	Manifattura Lane Gaetano & Figli	residuale	Fuori listino
10-03/01-04-2008	Banca CR Firenze	Intesa Sanpaolo	obbligatoria	Fuori listino
17-03/18-04-2008	Sirti	VIIT Veicolo Italiano Investimenti Tecnologici	Volontaria totalitaria	Fuori listino
17-03/22-04-2008	Polyint	Polimri Speciali	Volontaria totalitaria	Fuori listino
05-05/06-06-2008	Ducati Motor Holding	Performance Motorcycles	Volontaria totalitaria	
12-05/13-06-2008	Cremonini	Luigi Cremonini Cremonini S.r.l.	Volontaria Totalitaria	Fuori listino
26-05/27-06-2008	Lavorwash	Zenith e Luigi Migliari	Volontaria totalitaria	
26-06/18-07-2008	Marazzi Group	Fintiles S.rl.	Volontaria totalitaria	Fuori listino
14-07/01-08-2008	Nova Re	Aedes	Obbligatoria totalitaria	
14-07/01-08-2008	Premuda	Investimenti Marittimi	Obbligatoria totalitaria	
28-07/29-09-2008	Immobiliare Lombarda	Fondiaria SAI	Residuale	Fuori listino
06-08/19-09-2008	Guala Closures	GCL Holding S.c.p.a.	Volontaria totalitaria	Fuori listino
11-08/12-09-2008	Banca popolare di Intra	Veneto Banca Holding S.p.a.	OPAS	Fuori listino
18-08/05-09-2008	Smurfit Sisa	Smurfit Kappa Holdings S.p.a. Italia	Volontaria totalitaria	Fuori listino
28-08/23-09-2008	Navigazione Montanari	Finamar Italia S.r.l.	Volontaria totalitaria	Fuori listino
18-09/27-10-2008	Mariella Burani Fashion Group	Mariella Burani Family Holding	Volontaria parziale	
04-11/05-12-2008	Ergo Previdenza	Ergo Italia	Volontaria totalitaria	
24-09-/12-12-2008	Ducati Motor Holding	Performance Motorcycles	Residuale	Fuori listino
15-12-2008/23-01-2009	Anima SGR	Banca Popolare di Milano S.r.l.	Volontaria	
21-01/24-02-2009	Meliorbanca	Banca Popolare dell'Emilia- Romagna società cooperativa	Volontaria	Fuori listino
02-02/20-02-2009	Anima SGR	Banca Popolare di Milano S.r.l.	Obbligo	Fuori listino

12-03/01-04-2009	Ergo Previdenza	Ergo Italia	d'acquisto Obbligo d'acquisto	Fuori listino
15-04/16-05-2009	Negri Bossi	H.P.S Holding Partecipazioni Sacmi	Obbligo d'acquisto	Fuori listino
14-05/15-07-2009	Banca Italease	Banco Popolare società cooperativa	Volontaria	
18-05/16-06-2009	IPI	Banca Interbancaria di Investimenti e Gestioni	Obbligatoria totalitaria	
18-05/19-06-2009	FMR-Art'è	Codex S.r.l.	Volontaria	
03-07/06-08-2009	RGI	Newco Diana	Volontaria totalitaria	Fuori listino
03-08/15-09-2009	IPI	IPI Domani	Obbligatoria totalitaria	
07-09/09-10-2009	Mirato	Benefit	Volontaria totalitaria	
21-09/09-10-2009	IPI	IPI Domani	Obbligo d'acquisto	
05-09/18-12-2009	Realty Vailong	Industria e Innovazione	Volontaria totalitaria	
30-09/18-12-2009	Mirato	Benefit	Obbligo d'acquisto	Fuori listino
14-12-2009/21-01-2010	Permasteelisa	Terre Alte	Obbligatoria	
22-12-2009/22-01-2010	Sorin	BH Holding	Obbligatoria totalitaria	
07-01/10-02-2010	Bouty Helthcare	IBSA Farmaceutici Italia S.r.l.	Obbligatoria	Fuori listino
29-01/18-02-2010	Permasteelisa	Terre Alte	Residuale	Fuori listino
08-03/26-03-2010	Banca Italease	Banco Popolare società cooperativa	Residuale	Fuori listino
24-05/11-06-2010	Everel Group	Hopa	Residuale	Fuori listino
21-06/23-07-2010	Gewiss	Unifind	Volontaria	
05-07/06-08-2010	Mediterranea delle Acque	San Giacomo	Volontaria	
11-10/12-11-2010	Fastweb	SwISSCOM Italia S.r.l	Volontaria	

## Allegato 2

Titoli richiesti azienda target	Acquirente	Tipologia OPA	L'OPA è fatta per un prox ritiro	Chi lancia l'OPA è unico azionista della target	Tipologia acquirente (az. di controllo, inv. esterno, az. di minoranza)	Commento all'operazione	P pacch. di contr. acquist.
Gildemeister Italiana S.p.a.	Holding Macchine utensili spa	Preventiva	si	no	Azionista di minoranza	OPA in risposta a quella concorrenziale; l'interesse è della capogruppo Gildemeister AG che vuole ritirare la target dal mercato; Gildemeister Ag detiene il 2,849% di G.It. La prima offerta era a 4,13166 euro poi GI HOLDING lancia un'OPA concorrenziale e in seguito HMI rilancia ad un prezzo di 4,519 euro.	
Acquedotto Nicolay	Acqua Italia S.p.A.	Preventiva	no	no	Azionista di controllo	Acqua Italia è azionista di controllo con una quota del 23,9% nel 2006 a seguito della fusione con Acqua Italia e Acquedotto De Ferrari prenderà il nome di "Mediterranea delle Acque" che verrà ritirata dal mercato nell'agosto del 2010 da OPA di San Giacomo.	
Aeroporti di Roma	Leonardo S.p.A (Gemina, Falck, Italtrelli, Impregilo)	Obbligatoria	si	no	Azionista di controllo dopo l'acquisto del pacchetto	Scatta a seguito dell'acquisto di una partecipazione di controllo del 51,16%, precedentemente era detenuta da IRI.	10.799
Sondel	Compart S.p.A	Obbligatoria	si	no	Azionista di controllo dopo l'acquisto di Falck	OPA a cascata; scatta a seguito dell'acquisto di Falck che possiede a sua volta Sondel; a ciò si aggiunge la quota posseduta dagli azionisti di Falck che fanno un patto con Compart: 3,71% di partecipazione diretta + 22,89% indiretta tramite Falck + 15,65% da patto con azionisti di Falck per un totale di 42,25%.	
Banco di Napoli	San Paolo IMI S.p.A.	Obbligatoria	si	no	Azionista di controllo dopo la scissione della controllante	San Paolo IMI ottiene, a seguito di scissione, il 100% della Holding Gruppo Banco di Napoli che detiene una partecipazione del 56.1% in Banco di Napoli. Quindi, B.N. detiene una partecipazione del 56,1%.	
Montedison	Italenergia S.p.A	Obbligatoria	no	no	Azionista di controllo dopo l'acquisto del pacchetto	Scatta a seguito dell'acquisto da parte di Italenergia di una partecipazione del 52.09%.	3.22
Edison	Italenergia S.p.A	Obbligatoria	no	no	Azionista di controllo dopo l'acquisto di Edison	OPA a cascata a seguito dell'acquisto di Montedison che possiede il 61.4% di Edison.	
Idra Presse	Idra Partecipazioni S.p.A.	Volontaria	si	no	Azionista di controllo	Idra Partecipazioni possiede il 51.64% ed effettua l'operazione per ritirare la sua partecipata dal mercato.	
Rotondi Evolution	Finos-Finanziaria Operazioni Societarie S.p.A	Volontaria	si	no	Azionista di controllo tramite Sosir spa	Finos detiene una partecipazione dello 79,05% , di cui 22,74% di part.diretta + restante indiretta tramite Sosir.	
Lottomatica	Tyche S.p.A	Preventiva	no	no	Invest. Esterno	0% posseduto inizialmente.	

Negri Bossi	H.P.S.-Holding Partecipazioni Sacmi S.p.A	Preventiva	no	no	Invest. Esterno	0% posseduto inizialmente; nel 2009 ci sarà nuova OPA volontaria di HPS che porterà ad avere il 96,14% di NB e seguirà delisting.	
Investimenti Immobiliari Lombardi	Banca Popolare di Lodi S.c.a.r.l	Obbligatoria	no	no	Azionisti di controllo	Scatta a seguito del patto parasociale tra Hopa, FIN-Ber, Magiste, Frabboni e BPL che porta ad avere il 50,1% di cui il 19,93% è posseduto da BPL.	
Marangoni	FINMA S.p.A e MAGIMA S.r.l	Volontaria	si	si	Azionisti di controllo	Scatta a seguito di patto: 25% di FINMA e 18,56% di MAGIMA + parti sindacate per un totale di 86,19%.	
Ferretti	Impe Lux S.à.r.l.e Coci S.p.A	Preventiva	si	no	Invest. Esterno	0% posseduto inizialmente.	
Freedomland-ITN	Content S.r.l	Preventiva	no	no	invest. Esterno	OPA concorrenziale in risposta all'OPA di Interactive Group Spa.	
Banca di Credito Popolare	Banca Antoniana Popolare Veneta S.p.A	Volontaria	no	si	Azionista di controllo	BAPV possiede il 65,71% ottenuto dalla precedente OPA nel 1999; l'OPA è finalizzata alla fusione di BCP in BAPV.	
Esaote	Bracco Biomed S.p.A	Volontaria	si	si	Azionista di controllo tramite Bracco Holding	Prima dell'OPA Bracco Holding, che possiede l'81,75% di Bracco Biomed, possiede anche il 60% di Esaote.	
CALP	Selfin S.p.A	Volontaria	si	no	Azionista di controllo	Selfin è azionista di controllo con una partecipazione del 53,12%.	
On Banca	UniCredito Italiano S.p.A	Volontaria	no	no	Invest. Esterno	0% di partecipazione; l'operazione ha come obiettivo la fusione.	
Immsi	Omnipartecipazioni S.p.A	Obbligatoria	no	si	Azionista di controllo dopo l'acquisto del pacchetto	Scatta a seguito dell'acquisto di una partecipazione di Telecom Italia del 45,296%.	0,69
Borgosesia	Gabbiano S.p.a	Obbligatoria	no	no	Azionista di controllo dopo l'acquisto del pacchetto	Scatta a seguito dell'acquisto di una partecipazione di Iniziativa SA del 70,99%.	4,74
Autostrade	Newco28 S.p.A	Volontaria	no	no	Azionista di controllo tramite Schema 28	Prima dell'OPA Schema 28, che detiene il 100% di Newco28, possiede il 29% di Autostrade.	
Savino Del Bene	Palio S.p.A	Preventiva	si	no	Azionisti di controllo	Il 29% di Savino del Bene è posseduto dai due azionisti Brandani e Nocentini che controllano Palio al 66,66%.	
Alerion Industries (ex FinCasa 44)	IBI Holding B.V	Obbligatoria	no	si	Azionisti di controllo	Scatta a seguito di patto parasociale che vede una partecipazione del 59,6%.	

IPI	Risanamento S.p.A	Obbligatoria	no	si	Azionista di controllo dopo l'acquisto del pacchetto	L'obbligo scatta quando Risanamento acquista il 55,95%, posseduto precedentemente da Investimenti e Gestioni.	4.70
MRI Manuli Rubber Industries	FINM S.p.A	Volontaria	si	si	Azionisti di controllo	Scatta a seguito del patto tra i componenti della famiglia Manuli che arriva a detenere il 74,16%.	
Sirti	Wiretel 2 S.p.A	Volontaria	no	si	Azionista di controllo tramite Hilux	Il 50,134% di Sirti è posseduto dalla controllante di Wiretel2 Hilux.	
Locat	UniCredito Italiano S.p.A	Volontaria	si	si	Azionista di controllo	Unicredit possiede l'88.083% di Locat Leasing.	
Roland Europe	Roland Corporation	Volontaria	si, ma senza successo	no	Azionista di controllo	Roland Corporation possiede il 56,57% della target.	
Saeco International	Giro Investimenti 1 S.p.A	Obbligatoria	si	si	Azionista di controllo dopo l'acquisto del pacchetto	L'obbligo scatta in seguito all'acquisto di un pacchetto del 66,85% da parte di Financière Mirage che controlla al 100% Giro Investimenti.	3.59
Ericsson	Dina Italia S.p.A	Volontaria	si	no	Azionista di controllo	Prima dell'OPA LM Ericsson, che controlla al 100% Dina Italia, possiede il 71,564% di Ericsson.	
NTS	Eutelja S.p.A	Obbligatoria	no	si	Azionista di controllo dopo l'acquisto del pacchetto	Scatta a seguito dell'acquisto di una partecipazione del 79,95%, acquistato da Content.	9.29
Bastogi	Raggio di Luca tramite la neocontrollata	Obbligatoria	no	si	Azionista di controllo dopo l'acquisto di Sintesi	Opa a cascata a seguito dell'acquisto di Sintesi che possiede il 53.81% di Bastogi.	
Roncadin	Arena Holding S.p.a	Obbligatoria	no	no	Azionista di controllo	Il 31,74% è stato ottenuto dalla precedente Opa + 16,15% acquistato per un totale di 47,89%.	0.34
Grandi Navi veloci	Vento S.p.a	Obbligatoria	si	no	Azionista di controllo dopo l'acquisto del pacchetto	Scatta a seguito dell'acquisto di una partecipazione del 70,89% , acquistata da Grimaldi e Aernavi.	2,9
Acqua Pia Antica marcia	Acqua Marcia Holding S.A	Volontaria	ci sarà OPA residuale e ci sarà	no	Azionista di controllo	Il 67,06% è posseduto da Acqua Marcia Hold. + 21,02% posseduto dalla controllante Gedeam Investments Group per un totale di 88.08%	
Roland Europe S.p.A.	Roland Europe S.p.A	Volontaria	si	si	Azionista di controllo su azioni proprie	L'85,402% è posseduto dalla controllante Roland Corporation, che controlla al 100% Roland Europe.	
Marcolin	ADV Partecipazioni S.r.l., DDV Partecipazioni S.r.l.	Obbligatoria	no	no	Azionisti di controllo	Scatta a seguito di patto: 53,615% posseduto dai paciscenti (famiglia Marcolin e fratelli Della Valle).	

IPI	Finpaco Properties S.p.A	Obbligatoria	no	no	no	Azionista di controllo dopo l'acquisto del pacchetto	Scatta a seguito dell'acquisto del 65%, posseduto precedentemente da Risanamento.	7.00
Condotto Acque Potabili	Nuova SAP S.p.A	Obbligatoria	no	no	no	Azionista di controllo dopo l'acquisto del pacchetto	Scatta a seguito dell'acquisto del 67,05%, precedentemente detenuto da Italgas.	15.57
Gruppo Coin	Bellini Investimenti S.p.A	Obbligatoria	si, ma senza successo	no	no	Azionista di controllo dopo l'acquisto del pacchetto	Scatta a seguito dell'acquisto del 62,916%, detenuto precedentemente da Finanziaria Coin. Il gruppo Coin verrà ritirato dal listino solo a seguito dell'OPA di Giorgioni Investimenti nel settembre 2011.	2.17
Industrie Zignago S. Margherita	Zi.Fi S.r.l	Obbligatoria	si, seguirà OPA residuale	no	no	Azionisti di controllo	Il 14,56% è posseduto da Zi.Fi. + pattisti famiglia Marzotto e Donà dalle Rose per un totale di 48,3%.	
TAS Tecnologia Avanzata dei Sistemi META	NCH Network Computer House S.p.A Hera S.p.A.	Obbligatoria Volontaria	no	no	no	Azionista di controllo dopo l'acquisto del pacchetto Invest. Esterno	Scatta a seguito dell'acquisto del 57%, precedentemente detenuto da sig. Busnello.	24.75
Acquedotto De Ferrari Galliera	Genova Acque Società di Servizi Idrici	Obbligatoria	no	no	no	Azionista di controllo	OPA a cascata a seguito di acquisto del 66,67% di Acqua Italia che detiene il 67% di Acq.de F. + 27,624% posseduto da Genova A. per un totale di 72,284%.	
Datamat	Finmeccanica S.p.A	Obbligatoria	si	no	no	Azionista di controllo dopo l'acquisto del pacchetto	Scatta a seguito dell'acquisto di una partecipazione del 52.7%.	10.75
FullSix	Blugroup Holding S.p.A.	Obbligatoria	no	no	no	Azionista di controllo	L'obbligo scatta in seguito ad un acquisto che porta ad avere il 42,87%; prima si deteneva il 33,4%	9.73
Banca Fideuram	Eurizon Financial Group	Volontaria	si	si	si	Azionista di controllo	Il 73,4% di partecipazione diretta è stato conferito dalla controllante San Paolo IMI + 1,3% di part.indiret. per un totale di 74,6%	
S.S. Lazio	Lazio Events S.r.l. controllata al 100% da Claudio Lotito	Obbligatoria	si, ma senza successo	si	si	Azionista di controllo sig. Lotito Claudio	Scatta a seguito dell'acquisto di un pacchetto di 14,609%, che sommato alla quota già posseduta si arriva al 50.52%	0.40
Iride	Finanziaria Sviluppo Utilities S.r.l	Obbligatoria	no	no	no	Azionista di controllo	Finanziaria Sviluppo Utilities possiede il 51.54%; nel 2010 ci sarà fusione con Enia S.p.a. e prenderà il nome di Iren.	
Banca Popolare di Intra S.c.p.a	Veneto Banca S.c.p.a.	Preventiva	no	no	no	Azionista di minoranza	Veneto Banca possiede lo 0.43% ed effettua l'operazione con l'obiettivo di una fusione	

Jolly Hotels	Grande Jolly S.r.l	Obbligatoria	si	no	Azionisti di controllo	Scatta a seguito del patto di Grande Jolly con Joker, Nh e Intesa San Paolo per un totale di 74,47%.	
Fastweb	SWISSCOM Italia S.r.l	Volontaria	si, ma senza successo	no	Azionista di minoranza	Swisscom AG, controllante di Swisscom Italia, detiene prima dell'OPA l'1,74%. Ci sarà nuova OPA nel Novembre 2010 che porterà Swisscom ad avere il 94,8%, nel febbraio 2011 seguirà OPA residuale e delisting.	
Maffei	Gruppo Minerali	Obbligatoria	no	no	Azionista di controllo dopo l'acquisto del pacchetto	Scatta a seguito dell'acquisto del 50,29% acquistato da Iris Ceramica spa.	3.02
Valentino Fashion Group	Red & Black Lux S.à.r.l.	Volontaria	si, seguirà OPA residuale	no	Azionista di controllo dopo l'acquisto del pacchetto	Il 29,62% viene acquistato da International Capital Growth, sotto la soglia per cui scatterebbe l'obbligo.	
Linficio e Canapificio Nazionale	Manifattura Lane Gaetano Marzotto & Figli	Obbligatoria	si	si	Azionista di controllo	L'obbligo scatta a seguito dell'acquisto del 34,363%, detenuto precedentemente dall'ex azionista Zignago Holding + 33,444% che già aveva per un totale di 67,807%.	2.75
Nova Re	Nova Re Holding S.r.l	Obbligatoria	no	si	Azionisti di controllo	L'obbligo scatta a seguito di patto parasociale: 88,07% di cui 78,58% derivanti dal patto + 9,49% acquistato da Sicc2.	
Sirti	VIT Veicolo Italiano Investimenti Tecnologici	Obbligatoria	si, seguirà OPA residuale e delisting	si	Azionista di controllo dopo l'acquisto di sist. tecn.	OPA a cascata in quanto VIT ha acquistato il 100% di Sistemi Tecnologici che detiene il 69,77% derivante da precedente OPA.	
TAS	Tasnch Holding S.r.l.	Obbligatoria	si	si	Azionista di controllo	Il 67,276% era stato ottenuto tramite una precedente OPA di NCH e poi ceduto a Tasnch.	18.704
Ducati Motor Holding	Performance Motorcycles	Volontaria	si, ma senza successo	no	Azionisti di controllo	Scatta a seguito di patto: 29,5% detenuto da World Motors, WM red e WM white.	
Lavorwash	Zenith e Luigi Migliari	Volontaria	si, ma senza successo	si	Azionisti di controllo	Il 59,066% detenuto da Zenith e il 16,124% da Migliari per un totale di 75,19%.	
Nova Re	Aedes	Obbligatoria	no	no	Azionista di controllo dopo l'acquisto del blocco	Scatta a seguito dell'acquisto del 78% precedentemente detenuto da Nova Re Holding.	1.78
Premuda	Investimenti Marittimi (Navigazione)	Obbligatoria	si, ma senza successo	no	Azionista di controllo	L'obbligo scatta quando Navigazione Italiana, che controlla il 100% di Investimenti Marittimi, arriva a detenere il 50,176% di Premuda.	
Mariella Burani Fashion Group	Mariella Burani Family Holding	Volontaria	si	no	Azionisti di controllo: Walter e Andrea Burani	Il 60,88% è detenuto da Walter e Andrea Burani facenti parte di MBFG.	

Ergo Previdenza	Ergo Italia	Volontaria	si, seguirà OPA residuale	si	Azionista di controllo	Ergo Italia detiene il 79,591% (70,354% di Ergo Italia + 9,237% acquistate sul mercato).	4.35
Anima SGR	Banca Popolare di Milano S.r.l.	Volontaria	si, seguirà OPA residuale	no	Azionista di controllo dopo l'acquisto del pacchetto	Il 29,9% viene acquistato da BPM, soglia sotto l'obbligo di OPA.	4.63
FMR-Art'è	Codex S.r.l.	Volontaria	si, seguirà delisting	no	Azionisti di controllo	Scatta a seguito di patto parasociale: 40,335% Bolognesi, Lazzari e Ferrari.	
IPI	IPI Domani	Obbligatoria	si, seguirà OPA residuale	no	Azionista di controllo dopo l'acquisto del pacchetto	Scatta a seguito dei seguenti acquisti: 50,8% acquistato da BIM+25,08% acquistato da Mimose per un totale di 75,87%.	1.3 (1° bloc) 1.9 (2° bloc)
Mirato	Benefit	Volontaria	si	no	Azionista di controllo	Patto di sindacato: 54,847% fam. Ravanelli e Flamà.	
Realty Vailong	Industria e Innovazione	Volontaria	no	no	Azionista di controllo	Il 24,65% è posseduto da Industria e innovazione, che mira ad una fusione con Realty Vailong	
Permasteelisa	Terre Alte	Obbligatoria	si, seguirà OPA residuale	no	Azionista di controllo dopo l'acquisto del pacchetto	Scatta a seguito dell'acquisto del 61,523% + pattisti per un totale di 66,294%.	13.00
Gewiss	Unifind	Volontaria	si, ma senza successo	no	Azionista di controllo (Unifind e la controllante Polifin)	Il 66,119% è posseduto da Unifind + 10% posseduto da Polifin controllante di Unifind per un totale di 76,119%. Ci sarà nel 2011 nuova OPA volontaria a 5,1 euro.	
Mediterranea delle Acque	San Giacomo	Volontaria	si, seguirà delisting	no	Azionista di controllo	L'85,413% è detenuto da San Giacomo.	
Fastweb	SwissCOM Italia S.r.l.	Volontaria	si	si	Azionista di controllo	L'82,08% è detenuto da SwissCOM Italia attraverso una precedente OPA.	

## Allegato 3

Periodo offerta	Titoli richiesti azienda target	Acquirente	Prezzo OPA	P 2 mesi prima annuncio	P 1 mese prima annuncio	P chiusura OPA	P corretto o a 2 mesi	P dopo corretto	min (P corretto o a 1m; P dopo corretto o)	min (P corretto o a 2m; P dopo corretto o)	Premio a 1 mese	Premio a 2 mesi
06-03/10-05-2000	Gildemeister Italiana S.p.a.	Holding Macchine utensili spa	4.519	3.45	3.70		3.93		3.63	3.93	24.65%	15.08%
28-04/17-05-2000	Acquedotto Nicolay	Acqua Italia S.p.A.	2.85	2.59	2.38	2.44	2.95	2.20	2.20	2.20	29.36%	29.36%
25-09/27-10-2000	Aeroporti di Roma	Leonardo S.p.A (Gemina, Falck, Italtipetrol, Impregilo)	9.13	7.41	7.96		7.54		8.00	7.54	14.15%	21.04%
2-10/20-10-2000	Sondel	Compart S.p.A	3.85	3.43	3.36		3.45		3.36	3.45	14.72%	11.68%
8-11/28-11-2000	Banco di Napoli	Sanpaolo IMI S.p.A	1.533	1.16	1.27		1.18		1.28	1.18	20.11%	29.46%
26-07/21-08-2001	Montedison	Italenergia S.p.A	3.16	2.64	3.14	2.78	2.42	2.96	2.96	2.42	6.71%	30.51%
26-07/21-08-2001	Edison	Italenergia S.p.A	11.6	11.08	10.59	10.82	10.15	11.53	10.12	10.15	14.60%	14.28%
10-12-2001/11-01-2002	Idra Presse	Idra Partecipazioni S.p.A.	2.3	2.25	2.03		1.96		2.12	1.96	8.52%	17.24%
10-12-2001/18-01-2002	Rotondi Evolution	Finos-Finanziaria Operazioni Societarie S.p.A	2.4	2.43	2.11		2.12		2.21	2.12	8.68%	13.12%
17-12-2001/25-01-2002	Lottomatica	Tyche S.p.A	6.55	4.44	5.01	6.85	4.87	6.73	5.26	4.87	24.61%	34.61%
21-12-2001/1-02-2002	Negri Bossi	H.P.S.-Holding Partecipazioni Sacmi S.p.A	3.1	nd	nd	2.66	nd	2.61	2.61	2.61	18.67%	18.67%
10-06/28-06-2002	Investimenti Immobiliari Lombardi	Banca Popolare di Lodi S.c.a.r.l	4.38	3.05	3.97	4.13	3.14	4.78	3.87	3.14	13.32%	39.38%
12-06/16-07-2002	Marangoni	FINMA S.p.A e MAGIMA S.r.l	2.7	2.28	2.31		2.35		2.25	2.35	20.21%	14.98%
5-08/13-10-2002	Ferretti	Impe Lux S.à r.l e Coci S.p.A	4.35	3.76	3.65		3.20		3.39	3.20	28.34%	35.93%

23-08/27-09-2002	Freedomland-ITN	Content S.r.l	13.2	9.15	9.75	8.40	7.79	9.77	9.77	9.05	7.79	45.80%	69.50%
26-08/20-09-2002	Banca di Credito Popolare	Banca Antoniana Popolare Veneta S.p.A	20.26	20.50	20.50	16.77	17.71	21.00	21.00	18.79	17.71	7.82%	14.43%
2-09/4-10-2002	Esaoite	Bracco Biomed S.p.A	5.165	4.24	4.16		3.61			3.86	3.61	33.71%	43.12%
11-09/11-10-2002	CALP	Selfin S.p.A	3.22	2.73	2.74		2.36			2.51	2.36	28.21%	36.56%
4-11/6-12-2002	On Banca	UniCredito Italiano S.p.A	32	27.50	26.84	33.80	23.41	33.24	33.24	24.92	23.41	28.40%	36.72%
16-12-2002/13-01-2003	Immsi	Omniapartecipazioni S.p.A	0.723	0.68	0.59	0.78	0.81	0.89	0.89	0.64	0.81	12.97%	-10.48%
27-11-2002/21-01-2003	Borgosesia	Gabbiano S.p.a	5	3.87	3.57	3.78	3.33	3.65	3.65	3.06	3.33	63.35%	50.33%
20-01/21-02-2003	Autostrade	Newco28 S.p.A	10	8.47	8.40	10.44	7.89	10.71	10.71	9.11	7.89	9.76%	26.77%
18-03/23-04-2003	Savino Del Bene	Palio S.p.A	2.5	2.20	2.08		1.92			1.99	1.92	25.78%	30.16%
14-04/8-05-2003	Alerion Industries (ex FinCasa 44)	IBI Holding B.V	0.386	0.38	0.37	0.39	0.35	0.38	0.38	0.38	0.35	1.20%	8.81%
5-05/23-05-2003	IPI	Risanamento S.p.A	4.315	3.70	4.21	4.26	3.62	3.93	3.93	3.93	3.62	9.90%	19.35%
1-07/25-07-2003	IRI Manuli Rubber Industries	FINM S.p.A	1.9	1.49	1.48		1.71			1.54	1.71	23.59%	11.44%
4-07/24-07-2003	Sirti	Wiretel 2 S.p.A	1.2	1.00	0.95	1.07	1.14	1.07	1.07	0.99	1.07	21.10%	12.58%
7-07/5-08-2003	Locat	UniCredito Italiano S.p.A	0.9	0.79	0.79		0.90			0.82	0.90	9.26%	-0.33%
30-09/29-10-2003	Roland Europe	Roland Corporation	1.4	0.92	1.13		0.94			1.15	0.94	22.03%	49.43%
10-5/4-06-2004	Saeco International	Giro Investimenti 1 S.p.A	3.59	3.59	3.43		3.72			3.40	3.72	5.71%	-3.40%
24-5/18-06-2004	Ericsson	Dina Italia S.p.A	32	26.06	25.17		26.12			25.98	26.12	23.18%	22.52%
30-06/20-07-2004	NTS	Eutelia S.p.A	11.12	9.70	9.25	11.05	9.72	11.24	11.24	9.55	9.72	16.46%	14.37%

29-07/18-08-2004	Bastogi	Raggio di Luca tramite la neocontrollata Sintesi S.p.A	0.133	0.14	0.14	0.13	0.14	0.13	0.14	0.13	0.13	0.13	0.13	1.91%	1.91%	0.13	0.13	1.91%
2-08/20-08-2004	Roncadin	Arena Holding S.p.a	0.486	0.42	0.44	0.45	0.42	0.47	0.42	0.47	0.47	0.47	0.47	7.80%	7.80%	0.42	0.42	7.80%
2-11/ 26-11-2004	Grandi Navi veloci	Vento S.p.a	2.505	1.88	2.30		1.89							6.15%	6.15%	2.36	1.89	6.15%
9-11/9-12-2004	Acqua Pia Antica marcia	Acqua Marcia Holding S.A	0.33	0.27	0.28		0.29							13.00%	13.00%	0.29	0.29	13.00%
26-11/20-12-2004	Roland Europe S.p.A.	Roland Europe S.p.A	1.6	1.18	1.34		1.19							15.62%	15.62%	1.38	1.19	15.62%
24-01/11-02-2005	Marcolin	ADV Partecipazioni S.r.l., DDV Partecipazioni S.r.l., Coffen Marcolin	1.4	1.00	1.09	1.51	1.07	1.46	1.46	1.46	1.46	1.46	1.46	23.65%	23.65%	1.13	1.07	23.65%
10-03/1-04-2005	IPI	Finpaco Properties S.p.A	5.6	3.65	4.45	5.54	3.89	5.08	5.08	5.08	5.08	5.08	5.08	21.87%	21.87%	4.59	3.89	21.87%
16-05/17-06-2005	Condotta Acque Potabili	Nuova SAP S.p.A	17.88	20.35	19.85	17.77	21.68	16.27	16.27	16.27	16.27	16.27	16.27	9.89%	9.89%	16.27	16.27	9.89%
20-06/8-07-2005	Gruppo Coin	Bellini Investimenti S.p.A	2.42	2.51	2.40		2.10							20.00%	20.00%	2.02	2.10	20.00%
8-08/12-09-2005	Industrie Zignago S. Margherita	Zi.Fi S.r.l	18.6	18.76	18.97		19.63							-3.78%	-3.78%	19.33	19.63	-3.78%
5-10/28-10-2005	TAS Tecnologia Avanzata del	NCH Network Computer House S.p.A	22.82	18.84	20.27	22.58	19.53	23.09	23.09	23.09	23.09	23.09	23.09	13.14%	13.14%	20.17	19.53	13.14%
31-10/22-11-2005	META	Hera S.p.A.	2.825	2.87	2.99	2.84	2.97	2.79	2.79	2.79	2.79	2.79	2.79	1.16%	1.16%	2.79	2.79	1.16%
21-11/12-12-2005	Acquedotto De Ferrari Galliera	Genova Acque Società di Servizi Idrici	6.342	6.41	6.57	6.26	6.71	5.67	5.67	5.67	5.67	5.67	5.67	11.93%	11.93%	5.67	5.67	11.93%
23-11/28-12-2005	Datamat	Finmeccanica S.p.A	9.65	9.35	9.80		9.93							-2.78%	-2.78%	10.21	9.93	-2.78%
27-2/30-3-2006	FullSix	Blugroup Holding S.p.A.	8.14	6.53	7.52	8.56	7.02	8.27	8.27	8.27	8.27	8.27	8.27	5.44%	5.44%	7.72	7.02	5.44%
21-08/25-10-2006	Banca Fideuram	Eurizon Financial Group	5	4.76	4.58		4.59							8.87%	8.87%	4.58	4.59	8.87%
27-12-2006/31-01-2007	S.S. Lazio	Lazio Events S.r.l. controllata al 100% da Claudio Lotito	0.4	0.38	0.37		0.40							0.95%	0.95%	0.38	0.40	0.95%
19-12-2006/16-01-2007	Iride	Finanziaria Sviluppo Utilities S.r.l	2.125	2.24	2.36	2.17	2.35	2.07	2.07	2.07	2.07	2.07	2.07	2.60%	2.60%	2.07	2.07	2.60%

8-02/21-03-2007	Banca Popolare di Intra S.c.p.a	Veneto Banca S.c.p.a.	15	13.93	13.80	14.30	14.59	14.44	14.44	14.06	14.44	6.71%	3.86%
13-03/18-04-2007	Jolly Hotels	Grande Jolly S.r.l	25	18.69	21.11		19.56			21.48	19.56	16.36%	27.80%
10-04/15-05-2007	Fastweb	SWISSCOM Italia S.r.l	47	42.36	42.03		41.93			42.66	41.93	10.18%	12.09%
18-04/15-05-2007	Maffei	Gruppo Minerali	3.016	2.52	2.63	3.06	2.50	2.92	2.92	2.57	2.50	17.53%	20.67%
23-07/7-09-2007	Valentino Fashion Group	Red & Black Lux S.à.r.l.	35	30.74	31.59		31.70			31.10	31.70	12.53%	10.40%
12-11/14-12-2007	Linificio e Canapificio	Manifattura Lane Gaetano Marzotto & Figli	2.933	3.12	2.94		2.91			2.82	2.91	3.93%	0.79%
19-11/10-12-2007	Nova Re	Nova Re Holding S.r.l	1.2	1.01	0.95	1.20	0.94	1.25	1.25	0.91	0.94	31.76%	27.25%
7-01/8-02-2008	Sirti	VIIT Veicolo Italiano Investimenti Tecnologici	2.65	2.65	2.63		2.47			2.52	2.47	5.06%	7.15%
21-01/08-02-2008	TAS	Tasnch Holding S.r.l.	21.16	19.38	20.85	16.34	18.56	19.55	19.55	19.55	18.56	8.25%	14.03%
05-05/06-06-2008	Ducati Motor Holding	Performance Motorcycles	1.7	1.58	1.16		1.37			1.14	1.37	49.23%	23.90%
26-05/27-06-2008	Lavorwash	Zenith e Luigi Migliari	1.83	1.55	1.42		1.57			1.53	1.57	20.00%	16.79%
14-07/01-08-2008	Nova Re	Aedes	1.778	1.00	1.68	1.70	0.86	1.76	1.76	1.48	0.86	19.81%	105.70%
14-07/01-08-2008	Premuda	Investimenti Marittimi	1.433	1.25	1.27		1.31			1.24	1.31	15.13%	9.44%
18-09/22-10-2008	Mariella Burani Fashion Group	Mariella Burani Family Holding	17.5	16.21	15.80		15.90			16.06	15.90	9.00%	10.05%
04-11/05-12-2008	Ergo Previdenza	Ergo Italia	4.4	3.30	3.38		2.97			3.00	2.97	46.80%	47.96%
15-12-2008/23-01-2009	Anima SGR	Banca Popolare di Milano S.r.l.	1.45	1.21	1.23		1.09			1.09	1.09	33.48%	33.31%
18-05/19-06-2009	FMR-Art'è	Codex S.r.l.	5	4.01	3.83		5.03			4.63	5.03	8.09%	-0.66%
03-08/15-09-2009	IPI	IPI Domani	1.9	1.30	1.33		1.29			1.27	1.29	49.23%	47.03%

07-09/09-10-2009	Mirato	Benefit	5.4	4.24	4.73		4.99		5.15	4.99	4.77%	8.29%
05-11/11-12-2009	Realty Vailong	Industria e Innovazione	2.508	1.91	2.18	2.50	2.18	2.52	2.29	2.18	9.75%	15.24%
14-12-2009/21-01-2010	Permasteelisa	Terre Alte	13	12.01	11.47		14.79		13.09	14.79	-0.65%	-12.09%
21-06/23-07-2010	Gewiss	Unifind	4.2	2.87	3.05		2.45		2.76	2.45	51.93%	71.08%
05-07/06-08-2010	Mediterranea delle Acque	San Giacomo	3	2.56	2.62		2.19		2.37	2.19	26.33%	37.00%
11-10/12-11-2010	Fastweb	SWISSCOM Italia S.r.l	18	12.16	11.24		11.86		11.68	11.86	54.12%	51.75%
											<b>17.61%</b>	<b>21.55%</b>

## Allegato 4

Titoli richiesti target	Fatturato				Utile				Debito				Equity				Ultimo anno				Ultimi 2 o 3 anni			
	Log Fat	D/E	ROA	ROAm	Log Fat	D/E	ROA	ROAm	Log Fat	D/E	ROA	ROAm	Log Fat	D/E	ROA	ROAm	Log Fat	D/E	ROA	ROAm	Log Fat	D/E	ROA	ROAm
Gildemeister Italiana S.p.a.	71160	107619	110619	6851	7061	3054	51088	27660	47463	57762	54512	54829	5.0	1.1	2.3%	5.0	0.9	4.8%						
Acquedotto Nicolay	6850	7241	7442	981	1369	1343	1837	281	14166	801	14727	15172	3.9	0.1	6.9%	3.9	0.1	6.6%						
Aeroporti di Roma	605352	562438	588731	46307	59884	41703	180787	174431	138387	258714	156993	176028	5.8	1.5	6.2%	5.8	1.3	8.3%						
Sondel	162976	263738	356283	30936	46684	70192	561164	421228	229126	640545	262021	304815	5.6	2.1	7.4%	5.4	2.0	6.1%						
Banco di Napoli	2738895	2160090	1582872	73324	119664	130703	3672798	3848017	1100642	3765399	1204431	1675074	6.2	2.2	5.6%	6.3	2.8	5.8%						
Montedison	13207869	12296000	13974000	548477	195000	418000	8057000	8035038	1340721	13350000	1894000	1894000	7.1	7.0	2.0%	7.1	6.4	2.0%						
Edison	1301373	1433430	2306865	289127	314775	353043	943375	926008	1627631	1744948	1776116	1966569	6.4	0.9	7.8%	6.2	0.7	8.7%						
Idra Presse	89716	101109	129448	1895	2350	-1619	96267	102869	23569	210604	24623	28627	5.1	7.4	-0.6%	5.0	5.3	0.5%						
Rotondi Evolution	53265	54585	62769	5274	3697	4692	17492	18294	23271	14349	26457	31356	4.8	0.5	9.3%	4.8	0.6	9.4%						
Lottomatica	354117	406420	402699	70534	80036	48149	142650	139249	84945	221765	132734	127458	5.6	1.7	12.3%	5.6	1.5	20.9%						
Negri Bossi	92392	109748	96806	3150	3114	654	73000	61387	23351	56841	26470	45807	5.0	1.2	0.6%	5.0	2.0	2.1%						
Investimenti Immobiliari Lombardi	0	7075	65334	27	4	3146	420	28	23009	321236	23013	152106	4.8	2.1	0.6%	4.4	1.6	0.6%						
Marangoni	219225	240468	250062	6766	1592	-3345	164692	131026	93201	161777	98032	94690	5.4	1.7	-1.1%	5.4	1.6	0.6%						
Ferretti	123296	195636	267175	10853	12862	15043	158391	86475	20165	170592	28828	43529	5.4	3.9	6.1%	5.3	4.5	6.6%						
Freedomland-ITN		31562	6964		-31083	-110558	33022	22704		22704	341152	230406	3.8	0.1	-42.58%	4.3	0.1	-22.17%						
Banca di Credito Popolare	61395	81746	96014	-5927	6251	7039	18752	9867	1462381	29445	1501747	1537423	5.0	0.0	0.4%	4.9	0.0	0.2%						
Esaote	198273	216811	237600	5678	6633	9528	113434	114465	68528	120693	73696	82602	5.4	1.5	3.6%	5.3	1.6	3.0%						
CALP	98053	87993	94066	7567	5643	5399	27211	26921	67930	23903	68741	69647	5.0	0.3	4.6%	5.0	0.4	5.3%						

On Banca	517	5369	11033	-9378	-30352	-45530	3698	14916	15188	11218	121241	75711	4.0	0.2	18.95%	3.8	0.2	-17.05%
Immsi		12491	21065		1212	1591		1565	1866		137524	139114	4.3	0.0	1.1%	4.2	0.0	1.0%
Borgosesia	25	9	6	-222	218	504	1466	257	137	1247	1465	2659	0.8	0.1	17.9%	1.1	0.3	6.8%
Autostrade	2037810	2198862	2321616	338623	389003	503706	2177297	1914111	2752969	2213621	2E+06	2680392	6.4	1.0	6.5%	6.3	0.9	6.0%
Savino Del Bene	393302	483828	484012	15301	8065	1383	78871	103864	115341	57536	60939	57578	5.7	2.0	0.7%	5.7	1.7	4.2%
Alerion Industries	6691	41358	17565	-5680	-7820	-2233	63633	27276	22504	75100	65610	62803	4.2	0.4	-2.2%	4.3	0.6	-4.0%
IPI	24868	28134	30447	11890	12186	19975	3006	4245	6809	148024	152256	164874	4.5	0.0	10.4%	4.4	0.0	7.6%
MRI	359133	344077	347908	550	2440	14104	160615	141459	114343	127421	125547	135203	5.5	0.8	4.8%	5.5	1.1	1.8%
Sirti	1051363	909468	759168	-46290	16289	7010	591072	533751	547417	266032	282649	201554	5.9	2.7	0.6%	6.0	2.2	-0.7%
Locat	2360586	2629840	2952583	40316	37424	42552	6509764	7970046	9760246	264094	283947	308923	6.5	31.6	0.2%	6.4	8	0.2%
Roland Europe	52291	54368	53210	-168	194	902	10809	8934	11123	27517	27919	28838	4.7	0.4	2.0%	4.7	0.4	0.7%
Saeco International	348055	411054	419790	7359	47546	22033	174784	187651	202499	262889	305348	310879	5.6	0.7	3.8%	5.6	0.6	4.7%
Ericsson	1708506	1255303	978127	65016	38831	-4682	677957	488412	408031	712451	748411	736560	6.0	0.6	-0.3%	6.1	0.7	2.1%
NTS	6964	6153	3173	-110558	-11952	-58840	22704	16023	12994	230406	219090	159800	3.5	0.1	-33.29%	3.7	0.1	-26.86%
Bastogi	18910	53329	22735	1873	6403	1978	50600	57593	42058	125337	128474	128808	4.4	0.3	0.8%	4.5	0.4	1.3%
Roncadin	224400	208543	227511	-35358	-5429	2894	136453	91145	94675	13892	37623	40354	5.4	2.3	1.8%	5.3	3.5	-7.8%
Grandi Navi veloci	180883	195951	215004	12660	3873	7112	48842	389677	472923	136971	137372	142587	5.3	3.3	1.1%	5.3	2.2	1.4%
Acqua Pia Antica marcia	63218	96156	88551	716	1241	-6915	181357	245342	315638	101146	102915	96759	4.9	3.3	-1.5%	4.9	2.5	-0.4%
Roland Europe	54368	53210	44623	194	902	-838	8934	11123	9343	27919	28838	27582	4.6	0.3	-2.0%	4.7	0.3	0.2%
Marcolin	166830	157294	173202	1922	-4152	1159	77154	92812	84398	62255	52582	52637	5.2	1.6	0.7%	5.2	1.5	-0.2%
IPI	30447	44865	133436	19975	15043	10100	6809	80796	110004	164873	172209	174625	5.1	0.6	3.2%	4.8	0.4	5.8%
Condotta Acque Potabili	66180	54292	55252	3523	1832	2170	49189	44354	53160	106944	107879	108581	4.7	0.5	1.2%	4.8	0.5	1.4%
Gruppo Coin	1446579	1255648	1072925	-52201	-196396	-26460	558888	601926	526894	26704	-88850	-115205	6.0	-4.6	-4.5%	6.1	-9.5	-12.44%

Industrie Zignago S. Margherita	258113	278831	284370	24312	26668	25990	127627	122636	169978	228514	187043	193359	5.5	0.9	6.0%	5.4	0.7	6.2%
TAS Tecnologia Avanzata dei Sistemi	7549	13818	11974	-866	627	920	346	362	339	21449	18834	19373	4.1	0.0	3.7%	4.0	0.0	0.9%
META	252385	283285	263898	12660	17959	20246	164164	139636	75807	262021	294073	341377	5.4	0.2	4.1%	5.4	0.4	3.4%
Acquedotto De Ferrari Galliera	29386	30524	28919	5448	6097	4353	7375	4891	6406	53452	54351	53459	4.5	0.1	3.2%	4.5	0.1	5.2%
Datamat	159088	180200	168956	-28587	5046	26363	87331	88074	75249	61945	66656	96123	5.2	0.8	11.3%	5.2	1.1	0.4%
FullSix	46048	44612	54409	-14631	1202	2036	21269	16625	25204	6812	8053	10606	4.7	2.4	4.4%	4.7	2.5	-9.1%
Banca Fideuram	129011	101836	123162	174436	233914	190836	850160	571685	763434	1012266	697605	692734	5.1	1.1	2.6%	5.1	0.9	3.2%
S.S. Lazio	78038	80284	63084	-121860	-86254	23771	151466	82922	57800	-49627	-21926	27559	4.8	2.1	8.8%	4.9	-6.6	-17.57%
Irìde	877857	1148746	2450746	44214	64090	82875	975483	1171711	1923427	679167	723636	1218956	6.4	1.6	2.2%	6.2	1.6	2.4%
Banca Popolare di Intra S.c.p.a	225208	211781	207162	27706	-122856	-102720	134933	184303	221006	405800	244614	229999	5.3	1.0	-2.4%	5.3	0.6	-1.5%
Jolly Hotels	231945	236006	261506	-8031	3180	5339	300844	292402	275344	57532	63889	68047	5.4	4.0	1.3%	5.4	4.6	0.0%
Fastweb	719610	955031	1259996	-98686	-124833	-123575	1251336	1083457	1610556	1102881	2E+06	1329176	6.1	1.2	-3.9%	6.0	0.9	-4.0%
Maffei	49229	48016	45085	2243	3804	3772	10229	11278	9806	70269	73180	76316	4.7	0.1	4.0%	4.7	0.1	3.6%
Valentino Fashion Group		914514	1963276		96879	157213		613111	643881		380165	421176	6.3	1.5	9.7%	6.2	1.6	8.2%
Linificio e Canapificio Nazionale	95883	81024	78235	7163	9200	1914	24319	20601	20962	63369	65826	60040	4.9	0.3	1.9%	4.9	0.3	5.6%
Nova Re		31930	29743		-310	-731		29657	29984		15289	15458	4.5	1.9	-1.4%	4.5	2.2	-0.9%
Sirti		723491	769198		24409	42289		330818	313422		175867	208360	5.9	1.5	7.3%	5.9	1.7	5.1%
TAS	14283	37792	71402	3864	-14913	9389	6264	142445	113725	23246	7955	14301	4.9	8.0	6.3%	4.6	5.8	-0.5%
Ducati Motor Holding	308518	304794	397676	-41463	-8526	13252	275180	220388	245618	118742	190390	207317	5.6	1.2	2.6%	5.5	1.4	-2.5%
Lavorwash	92915	88469	79292	1002	-969	-896	28122	24767	22231	37185	36161	35275	4.9	0.6	-1.3%	4.9	0.7	-0.4%

Lavorwash	92915	88469	79292	1002	-969	-896	28122	24767	22231	37185	36161	35275	4.9	0.6	-1.3%	4.9	0.7	-0.4%
Nova Re	31930	29743	24053	-310	-731	-291	29657	29984	108	15289	15458	9918	4.4	0.0	-1.4%	4.5	1.5	-1.1%
Premuda	150958	142427	133050	27508	27993	35231	144354	186817	193308	167292	185208	207438	5.1	0.9	8.4%	5.2	0.9	7.9%
Mariella Burani Fashion Group	461065	550324	557667	22319	63264	16848	393631	447968	531719	172987	168910	175020	5.7	3.0	1.7%	5.7	2.7	3.7%
Ergo Previdenza	603249	540550	466870	25792	39733	43243	404689	365528	247023	322506	335214	320488	5.7	0.8	0.9%	5.7	1.0	0.7%
Anima SGR	96970	124245	114844	14728	25786	16965	17645	27901	49958	37314	50360	51685	5.1	1.0	16.5%	5.0	0.7	24.2%
FMR-Art'è	36655	41799	48445	709	74	1882	8942	8594	16284	50323	50397	51424	4.7	0.3	2.6%	4.6	0.2	1.3%
IPi	49455	56229	50475	-46644	-19108	10118	330854	323046	255049	143201	124079	134196	4.7	1.9	2.4%	4.7	2.3	-4.0%
Mirato	123572	128719	134497	9286	10723	8908	37087	39691	47287	64315	69363	65224	5.1	0.7	7.4%	5.1	0.6	8.2%
Realty Vailong	658	92010	98177	1652	5013	-1878	22297	66787	88636	79044	89263	87299	5.0	1.0	-0.9%	4.8	0.7	0.9%
Permasteelisa	1084552	1131846	1128025	837	9109	44852	439494	418220	496555	175029	170100	186298	6.1	2.7	5.7%	6.0	2.5	2.5%
Gewiss	330782	338074	275939	25591	28792	18265	61293	55101	52610	269348	285711	291983	5.4	0.2	4.8%	5.5	0.2	6.4%
Mediterranea delle Acque	99812	104135	102830	20021	8212	7768	102078	107437	102490	325618	329259	332306	5.0	0.3	1.5%	5.0	0.3	2.3%
Fastweb	1433239	1706711	1852532	-1E+05	1082	-34393	1919916	2E+06	2221563	904766	883323	849710	6.3	2.6	-1.0%	6.2	2.4	-1.5%
													5.1	1.8	2.0%	5.1	1.5	1.4%

## Allegato 5

Gildemeister Italiana S.p.a.		Acquedotto Nicolay		Aeroporti di Roma		Sondel		Banco di Napoli		Montedison	
nome azionista	quota%	nome azionista	quota%	nome azionista	quota%	nome azionista	quota%	nome azionista	quota%	nome azionista	quota%
MACUTIL HOLDING SARL	26.99	ACQUA ITALIA SPA	23.94	COFIRI COMPAGNIA FINANZIAMENTI E RIFINANZIAMENTI SPA	0.01	FALCK SPA	77.21	MINISTERO DEL TESORO DEL BILANCIO E DELLA PROGRAMMAZIONE ECONOMICA	17.43	INTESABCI SPA	2.99
GILDEMEISTER ITALIANA SPA	2.02	VIVENDI SA	24.59	IRI ISTITUTO PER LA RICOSTRUZIONE INDUSTRIALE	54.20	<b>Somma Principali azionisti</b>	77.21	GRUPPO BANCARIO BANCO DI NAPOLI SPA	56.50	CARLO TASSARA SOCIETA' PER AZIONI	10.26
ARCA MERCHANT ABK SPA	7.82	IMMOBILIARE DELLE FABBRICHE SPA	1.74	<b>Somma Principali azionisti</b>	54.21	<b>FLOTTANTE</b>	22.79	INA - ISTITUTO NAZIONALE DELLE ASSICURAZIONI SPA	1.57	ELECTRICITE' DE FRANCE SERVICE NATIONAL	20.10
INTERBANCA - BANCA PER FINANZIAMENTI A MEDIO E LUNGO TERMINE	11.58	ACQUEDOTTO DE FERRARI GALLERA SPA	23.98	<b>FLOTTANTE</b>	45.79			<b>Somma Principali azionisti</b>	75.50	DEUTSCHE BANK AG	3.14
ARCA IMPRESA GESTIONI SPA	5.00	<b>Somma Principali azionisti</b>	74.25					<b>FLOTTANTE</b>	24.50	NHS - NUOVA HOLDING SANPAOLO IMI SPA	4.39
ARNHOLD AND S. BLEICHROEDER INC	4.25	<b>FLOTTANTE</b>	25.75							BANCA D'INTERMEDIAZIONE MOBILIARE IMI SPA	0.02
LGT BANK IN LIECHTENSTEIN AKTIENGESELLSCHAFT	4.73									BANCO DI NAPOLI SPA	0.00
<b>Somma Principali azionisti</b>	62.39									SAN PAOLO IMI SPA	0.03
<b>FLOTTANTE</b>	37.61									BANCO DI SICILIA SPA	0.01
										BANCA DI ROMA SPA	5.37
										SERFIS SPA	4.80
										GENERALI VITA SPA	3.43
										SAI SPA - SOCIETA' ASSICURATRICE INDUSTRIALE	2.00
										ITALMOBILIARE SPA	3.38
										MEDIOBANCA SPA	14.53
										<b>Somma Principali azionisti</b>	76.31
										<b>FLOTTANTE</b>	23.69

Edison		Idra Presse		Rotondi Evolution		Lottomatica		Negri Bossi		Investimenti Immobiliari Lombardi	
nome azionista	quota%	nome azionista	quota%	nome azionista	quota%	nome azionista	quota%	nome azionista	quota%	nome azionista	quota%
MILANO ASSICURAZIONI SPA	0.05	CABOTO SIM SPA	0.02	SOSIR SPA	56.19	CONSORZIO NAZIONALE PER L'INFORMATICA SPA	4.90	BANCA POPOLARE DI MILANO SCRL	2.34	MAGISTE INTERNATIONAL S.A.	5.00
LA FONDIARIA ASSICURAZIONI SPA	0.05	BANCA DI TRENTO E BOLZANO SPA	0.07	FINOS SPA FINANZIARIA OPERAZIONI SOCIETARIE	22.74	ALMA VIVA GAMING SRL	1.82	CHASE MITTEL CAPITAL HOLDINGS II NV	39.55	HOPA SPA	42.14
MONTEDISON SPA	61.33	INTESABCI SPA	8.40	SAN PAOLO IMI SPA	2.64	ISI GAMING SRL	0.12	MONTE PASCHI ASSET MANAGEMENT SGR SPA	2.73	FIN-BER SPA	10.02
<b>Somma Principali azionisti</b>	61.43	<b>IDRA PARTECIPAZIONI SPA</b>	50.95	DOMINION TRUST CORPORATION ITALIA SPA	2.52	I.S.I. ITAL SISTEMI PER L'INFORMATICA SPA	0.19	BIPIEMME GESTIONI SGR SOCIETA' DI GESTIONE DEL RISPARMIO SPA	2.45	<b>BANCA POPOLARE DI LODI SCRL</b>	20.00
<b>FLOTTANTE</b>	38.57	IDRA PRESSE SPA	2.00	<b>Somma Principali azionisti</b>	84.09	BANCA NAZIONALE DEL LAVORO SPA	19.12	COLOMBO MASSIMO	3.24	ERNESTO FRABBONI IMPRESA DI COSTRUZIONI	20.00
		FONDO PER LE PENSIONI AL PERSONALE DELLA CASSA DI RISPARMIO	3.33	<b>FLOTTANTE</b>	15.91	FINSIEL CONSULENZA E APPLICAZIONI INFORMATICHE SPA	19.12	BALDINELLI FRANCESCO	3.58	C.I.S. COMPAGNIA INVESTIMENTI SVILUPPO SPA	2.48
		<b>Somma Principali azionisti</b>	64.78			OLIVETTI INTERNATIONAL SA	1.20	<b>Somma Principali azionisti</b>	53.89	<b>Somma Principali azionisti</b>	99.63
		<b>FLOTTANTE</b>	35.22			OLIVETTI SPA - ING. C. OLIVETTI & C. MARCONI MOBILE SPA	14.62	<b>FLOTTANTE</b>	46.11	<b>FLOTTANTE</b>	0.37
						MP&S GAMING SRL	2.54				
						<b>Somma Principali azionisti</b>	70.17				
						<b>FLOTTANTE</b>	29.83				

Marangoni		Ferretti		Freedomland-ITN		Banca di Credito Popolare		Esaote		CALP	
nome azionista	quota%	nome azionista	quota%	nome azionista	quota%	nome azionista	quota%	nome azionista	quota%	nome azionista	quota%
CARINI SOCIETA' FIDUCIARIA AMMINISTRAZIONE E REVISIONE SRL	14.61	FIDUCIARY TRUST COMPANY INTERNATIONAL	2.01	DEGIOVANNI VIRGLIO MAURIZIO	58.17	BANCA ANTONIANA POPOLARE VENETA SPA	65.61	JP MORGAN FLEMING ASSET MANAGEMENT (UK) LTD	2.04	OYSTER SICAV	2.56
FINMA SPA	25.00	NEXTRA INVESTMENT MANAGEMENT SGR SPA	2.45	EUROPEAN WEB SA	4.63	<b>Somma Principali azionisti</b>	65.61	BRACCO HOLDING BV	50.16	TWEEDY BROWNE COMPANY LLC	5.63
MTH SPA	1.91	MYRIAM SA	3.35	MOLO UBERTO	1.92	<b>FLOTTANTE</b>	34.39	<b>Somma Principali azionisti</b>	52.20	BANCOFIN SRL	2.95
MARANGONI SPA	1.57	SCUDDER KEMPER INVESTMENTS INC	5.09	<b>Somma Principali azionisti</b>	64.72			<b>FLOTTANTE</b>	47.80	SELFIN SPA	50.10
MAGIMA SRL	16.47	AMVESCAP PLC	5.15	<b>FLOTTANTE</b>	35.28					<b>Somma Principali azionisti</b>	61.24
ROIM SRL	8.81	GALEONE GIANCARLO	4.00							<b>FLOTTANTE</b>	38.76
CARAN SRL	13.96	FERRETTI NORBERTO	28.00								
<b>Somma Principali azionisti</b>	82.32	<b>Somma Principali azionisti</b>	50.05								
<b>FLOTTANTE</b>	17.68	<b>FLOTTANTE</b>	49.95								

On Banca		Immsi		Borghesia		Autostrade		Savino Del Bene		Alerion Industries	
nome azionista	quota%	nome azionista	quota%	nome azionista	quota%	nome azionista	quota%	nome azionista	quota%	nome azionista	quota%
SEFIM SPA	3.20	TELECOM ITALIA SPA	49.10	BANCA CASSA DI RISPARMIO DI TORINO SPA	27.19	EGERTON CAPITAL LIMITED PARTNERSHIP	2.19	BANCO POPOLARE DI VERONA E NOVARA SCRL	2.80	BONATI FABIO	4.57
AXA ASSICURAZIONI SPA	4.00	<b>Somma Principali azionisti</b>	49.10	INIZIATIVA SA	70.99	DEUTSCHE BANK AG	2.07	BRANDANI SILVANO	13.98	CAPITALIA SPA	13.04
BANCA POPOLARE DI LUINO E DI VARESE SPA	4.00	<b>FLOTTANTE</b>	50.91	<b>Somma Principali azionisti</b>	98.18	SCHEMAVENTOTTO SPA	30.00	EREDI VITALI	13.54	ITALIAN EQUITY HOLDING COMPANY (ITEQ)	14.30
BANCA POPOLARE COMMERCIO E INDUSTRIA SCRL	50.00			<b>FLOTTANTE</b>	1.82	<b>Somma Principali azionisti</b>	34.26	MACUCCI GIULIANO	13.74	BRUNELLO AMEDEO	2.44
CONSORS INTERNATIONAL HOLDING GMBH	16.80					<b>FLOTTANTE</b>	65.74	NOCENTINI PAOLO	14.64	BANCA ANTONIANA POPOLARE VENETA SPA	3.26
<b>Somma Principali azionisti</b>	78.00							<b>Somma Principali azionisti</b>	58.70	BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA SPA	19.81
<b>FLOTTANTE</b>	22.00							<b>FLOTTANTE</b>	41.30	BANCO DI SARDEGNA SPA	6.00
										<b>Somma Principali azionisti</b>	63.41
										<b>FLOTTANTE</b>	36.59

IPI		MRI		Sirti		Locat		Roland Europe		Saeco International	
nome azionista	quota%	nome azionista	quota%								
FIAT GE.VA. SPA	15.10	MANULI MARIO	17.03	WIRETEL SPA	50.13	UNICREDIT BANCA SPA	0.00	ROLAND CORPORATION	56.57	SPINWELF	29.76
INVESTIMENTI E GESTIONI SPA	50.85	MANULI ANTONELLA	4.86	<b>Somma Principali azionisti</b>	50.13	UNICREDITO ITALIANO SPA	88.24	MARZI ANGELA	2.90	ZAPPELLA SERGIO	0.63
<b>Somma Principali azionisti</b>	65.95	MANULI ANTONELLO	14.17	<b>FLOTTANTE</b>	49.87	<b>Somma Principali azionisti</b>	88.24	LUCARELLI CARLO	6.16	SAVE & PROSPER GROUP LIMITED	0.27
<b>FLOTTANTE</b>	34.05	MANULI GIOIA ELISABETTA	3.98			<b>FLOTTANTE</b>	11.76	<b>Somma Principali azionisti</b>	65.63	FLEMING UNIT TRUST MANAGEMENT LIMITED	0.03
		MANULI MARCO	3.98					<b>FLOTTANTE</b>	34.37	J.P. MORGAN FLEMING ASSET MANAGEMENT (UK) LIMITED	2.13
		MANULI DARDANIO	8.11							ZACCANTI GIOVANNI	6.64
		MANULI SANDRO	22.04							ESCADOTE GESTAO E INVESTIMENTOS	16.13
		<b>Somma Principali azionisti</b>	74.16							MARINONI ROMEO	6.09
		<b>FLOTTANTE</b>	25.84							<b>Somma Principali azionisti</b>	61.67
										<b>FLOTTANTE</b>	38.33

Ericsson		NTS		Bastogi		Roncadin		Grandi Navi veloci		Acqua Pia Antica marcia	
nome azionista	quota%	nome azionista	quota%	nome azionista	quota%	nome azionista	quota%	nome azionista	quota%	nome azionista	quota%
INIZIATIVE MOBILIARI IMMOBILIARI SPA	3.34	BANCA POPOLARE DI BERGAMO SPA	0.02	RADA SPA	3.51	ARENA HOLDING SPA	40.94	AERNAVI SRL	0.07	ACQUA MARCIA HOLDING SA	67.06
TELEFONAKTIEBOL AGET LM ERICSSON	71.19	BANCA POPOLARE DI ANCONA SPA	0.01	SINTESI SPA	50.30	DI DARIO DANTE	6.95	GRIMALDI HOLDING SPA	67.32	GEDEAM INVESTMENTS GROUP INC. SA	21.02
<b>Somma Principali azionisti</b>	<b>74.53</b>	CONTENT SPA IN LIQUIDAZIONE	79.95	<b>Somma Principali azionisti</b>	<b>53.81</b>	CIBUS NV	8.83	GRIMALDI ALDO	1.96	<b>Somma Principali azionisti</b>	<b>88.08</b>
<b>FLOTTANTE</b>	<b>25.47</b>	<b>Somma Principali azionisti</b>	<b>79.98</b>	<b>FLOTTANTE</b>	<b>46.19</b>	FRATELLI RONCADIN SRL	0.75	GRANDI NAVI VELOCI SPA	7.81	<b>FLOTTANTE</b>	<b>11.92</b>
		<b>FLOTTANTE</b>	<b>20.02</b>			<b>Somma Principali azionisti</b>	<b>57.47</b>	<b>Somma Principali azionisti</b>	<b>77.16</b>		
						<b>FLOTTANTE</b>	<b>42.53</b>	<b>FLOTTANTE</b>	<b>22.84</b>		

Roland Europe		Marcolin		IPI		Condotta Acque Potabili		Gruppo Coin		Industrie Zignago S. Margherita	
nome azionista	quota%	nome azionista	quota%	nome azionista	quota%	nome azionista	quota%	nome azionista	quota%	nome azionista	quota%
ROLAND CORPORATION	80.59	ZANDEGIACOMO MARIA GIOVANNA	2.05	FIAT PARTECIPAZIONI SPA	10.00	ACEA SPA	13.78	CREDIT SUISSE FIRST BOSTON (EUROPE) LIMITED	2.08	M.D.D.R. SRL	2.94
TRAFALGAR ASSET MANAGERS LTD	4.40	COFFEN MARCOLIN CIRILLO	3.25	RISANAMENTO SPA	74.88	ACEA SPA	14.36	CENTAURUS ALPHA MASTER FUND LIMITED	2.96	DONA' DALLE ROSE MARCO	3.85
<b>Somma Principali azionisti</b>	<b>85.00</b>	COFFEN MARCOLIN MAURIZIO	3.25	<b>Somma Principali azionisti</b>	<b>84.88</b>	ITALGAS SPA - SOCIETA' ITALIANA PER IL GAS	67.05	FINANZIARIA COIN SRL	61.82	LUMAR SRL	6.78
<b>FLOTTANTE</b>	<b>15.01</b>	COFFEN MONICA	5.53	<b>FLOTTANTE</b>	<b>15.12</b>	<b>Somma Principali azionisti</b>	<b>95.19</b>	<b>Somma Principali azionisti</b>	<b>66.86</b>	MARZOTTO LUCA	0.42
		SIREFID SPA SOCIETA' ITALIANA DI REVISIONE E FIDUCIARIA	29.25			<b>FLOTTANTE</b>	<b>4.81</b>	<b>FLOTTANTE</b>		GA.MA. SRL	5.17
		ADV PARTECIPAZIONI SRL	12.18							LIBRA SRL	6.39
		DDV PARTECIPAZIONI SRL	12.18							MARZOTTO NICOLO'	0.58
		INMAR INTERNATIONAL SA	14.08							MARVIT SRL	5.50
		COFFEN GIOVANNI MARCOLIN	15.17							ACCI SS	0.30
		<b>Somma Principali azionisti</b>	<b>96.94</b>							MARZOTTO STEFANO	0.84
		<b>FLOTTANTE</b>	<b>3.06</b>							ROSDO SRL	6.35
										CONTINENTALE SRL	6.21
										CAETANA DIECI SRL	6.14
										TRENORA SAPA DI U	6.68
										MARZOTTO UMBER	3.19
										INTRAPRESA SRL SO	7.78
										MARZOTTO PIETRO	2.74
										<b>Somma Principali azionisti</b>	<b>71.86</b>
										<b>FLOTTANTE</b>	<b>28.14</b>

TAS Tecnologia Avanzata dei Sistemi		META		Acquedotto De Ferrari Galliera		Datamat		FullSix		Banca Fideuram	
nome azionista	quota%	nome azionista	quota%	nome azionista	quota%	nome azionista	quota%	nome azionista	quota%	nome azionista	quota%
BUSNELLO POMPEO	34.68	FINENERGIE INTERNATIONAL SA	2.04	GENOVA ACQUE SPA	27.62	MITTEL SPA	5.08	TINELLI MARCO	3.11	EURIZON FINANCIAL GROUP SPA	73.38
E-CLASS SPA	2.12	COMUNE DI CASTELFRANCO EMILIA	4.20	ACQUA ITALIA SPA	66.57	DATAMAT SPA	4.20	GASPERINI ENRICO	4.61	CASSA DI RISPARMIO DI PADOVA E ROVIGO SPA	0.00
BUSNELLO BARBARA	13.41	COMUNE DI PAVULLO NEL FRIGNANO	2.33	ACQUEDOTTO DE FERRARI GALLIERA SPA	0.36	GIGLIO	52.40	FIORAVANTI ALBERTO	4.55	BANCA D'INTERMEDIAZIONE MOBILIARE IMI SPA	0.00
BUSNELLO LUCIA	13.41	COMUNE DI MODENA	63.60	<b>Somma Principali azionisti</b>	94.55	<b>Somma Principali azionisti</b>	61.68	ONETONE BV	0.21	SANPAOLO BANCO DI NAPOLI SPA	0.00
<b>Somma Principali azionisti</b>	63.62	<b>Somma Principali azionisti</b>	72.16	<b>FLOTTANTE</b>	5.45	<b>FLOTTANTE</b>	38.32	BLUGROUP HOLDING SPA	33.05	SANPAOLO IMI SPA	0.04
<b>FLOTTANTE</b>	36.38	<b>FLOTTANTE</b>	27.84					BENATTI MARCO	0.00	BANCA FIDEURAM SPA	1.45
								WPP DOTCOM HOLDINGS FOURTEEN LLC	21.54	<b>Somma Principali azionisti</b>	74.86
								<b>Somma Principali azionisti</b>	67.08	<b>FLOTTANTE</b>	25.14
								<b>FLOTTANTE</b>	32.92		

S.S. Lazio		Iride		Banca Popolare di Intra S.c.p.a		Jolly Hotels		Fastweb		Maffei	
nome azionista	quota%	nome azionista	quota%	nome azionista	quota%	nome azionista	quota%	nome azionista	quota%	nome azionista	quota%
Lotito Claudio	50.52	FONDAZIONE CASSA DI RISPARMIO DI	4.07	EMRO FINANCE IRELAND LTD	0.50	BANCA INTESA SPA	4.44	GOLDMAN SACHS ASSET MANAGEMENT	2.94	TWEEDY BROWNE COMPANY LLC	3.84
<b>Somma Principali azionisti</b>	50.52	AMBER CAPITAL LP	2.67	BANCA POPOLARE DELL'EMILIA ROMAGNA -	0.50	JOKER PARTECIPAZIONI SRL	49.98	FMR CORP.	4.68	FINMINERARIA SPA	4.97
<b>FLOTTANTE</b>	49.48	FINANZIARIA SVILUPPO UTILITIES SRL	51.54	EM.RO. POPOLARE - SOCIETA'	0.50	SCHRODER INVESTMENT MANAGEMENT LTD	9.80	PIONEER ASSET MANAGEMENT SA	2.19	L.P. HEDGE FUND LTD - GLOBAL	3.00
		SANPAOLO IMI SPA	4.72	CASSA DI RISPARMIO DELLA	0.01	N.H. ITALIA SRL	20.75	SMS FINANCE SA	25.02	PALLADIO FINANZIARIA SPA	2.00
		ASSICURAZIONI GENERALI SPA	2.00	BANCA POPOLARE DI RAVENNA SPA	0.01	<b>Somma Principali azionisti</b>	84.97	<b>Somma Principali azionisti</b>	34.82	SPARTA FINANZIARIA SPA	0.13
		<b>Somma Principali azionisti</b>	65.00	BANCA POPOLARE DELL'EMILIA	0.50	<b>FLOTTANTE</b>	15.03	<b>FLOTTANTE</b>	65.18	IRIS CERAMICA SPA	50.29
		<b>FLOTTANTE</b>	35.00	BANCA POPOLARE DI VICENZA SOCIETA'	4.89					MAFFEI SPA	4.87
				<b>Somma Principali azionisti</b>	6.89					<b>Somma Principali azionisti</b>	69.10
				<b>FLOTTANTE</b>	93.11					<b>FLOTTANTE</b>	30.90

Valentino Fashion Group		Linificio e Canapificio Nazionale		Nova Re		Sirti		TAS		Ducati Motor Holding	
nome azionista	quota%	nome azionista	quota%	nome azionista	quota%	nome azionista	quota%	nome azionista	quota%	nome azionista	quota%
PFC SRL	10.02	ZIGNAGO HOLDING SPA	34.36	GLUCINI RITA	3.33	SISTEMI TECNOLOGICI HOLDING SPA	69.77	TASNCH HOLDING SRL	67.28	WORLD MOTOR SA	15.58
Internationa Capital Growth	29.62	MARZOTTO SPA - MANIFATTURA LANE GAETANO	33.44	LATINI GIANLUCA	3.33	<b>Somma Principali azionisti</b>	69.77	<b>Somma Principali azionisti</b>	67.28	REACH CAPITAL MANAGEMENT LLC	4.67
INSIGHT INVESTMENT MANAGEMENT	2.61	<b>Somma Principali azionisti</b>	67.81	LATINI ALFIERO	76.48	FLOTTANTE	30.23	FLOTTANTE	32.72	LEMANIK SICAV	2.05
TIDUS SPA	12.43	FLOTTANTE	32.19	BANCA DELLE MARCHE SPA	2.96					KING SPA	3.07
CANOVA INVESTIMENTI SRL	19.76			LATINI FRANCESCA	2.96					OPPENHEIMERFUN DS INC.	2.10
<b>Somma Principali azionisti</b>	74.44			<b>Somma Principali azionisti</b>	89.06					WORLD MOTOR RED SCA	6.99
FLOTTANTE	25.56			FLOTTANTE	10.94					WORLD MOTORS WHITE SCA	7.43
										COLUMBIA WANGER ASSET	6.45
										<b>Somma Principali azionisti</b>	48.34
										FLOTTANTE	51.66

Lavorwash		Nova Re		Premuda		Mariella Burani Fashion Group		Ergo Previdenza		Anima SGR	
nome azionista	quota%	nome azionista	quota%	nome azionista	quota%	nome azionista	quota%	nome azionista	quota%	nome azionista	quota%
ZENITH SPA	59.51	BOFFOLA EGLE	2.08	INVESTIMENTI MARITTIMI SPA	50.18	NATIXIS SA	2.12	ERGO ITALIA SPA	70.35	ROYCE & ASSOCIATES LLC	2.00
MIGLIARI LUIGI	16.50	NOVA RE HOLDING SRL	11.89	ODIN FORVALTNING AS	2.13	LEHMAN BROTHERS INTERNATIONAL (EUROPE)	2.91	<b>Somma Principali azionisti</b>	70.35	KOINE' SPA	26.71
<b>Somma Principali azionisti</b>	76.01	AEDES SPA	78.00	BANK MORGAN STANLEY AG	2.19	BURANI DESIGNER HOLDING NV	60.09	FLOTTANTE	29.65	BANCO DI DESIO E DELLA BRIANZA SPA	44.09
FLOTTANTE	23.99	<b>Somma Principali azionisti</b>	91.97	AVALON HOLDINGS INC LLC	2.19	BURANI WALTER	0.02			BRIANZA UNIONE DI LUIGI GAVAZZI	0.73
		FLOTTANTE	8.03	<b>Somma Principali azionisti</b>	56.70	MARIELLA BURANI FASHION GROUP SPA	0.07			<b>Somma Principali azionisti</b>	73.53
				FLOTTANTE	43.31	TAMBURI INVESTMENT	3.19			FLOTTANTE	26.47
						POWE CAPITAL MANAGEMENT LLP	2.06				
						<b>Somma Principali azionisti</b>	70.45				
						FLOTTANTE	29.55				

FMR-Art'è		IPI		Mirato		Realty Vailong		Permasteelisa		Gewiss	
nome azionista	quota%	nome azionista	quota%	nome azionista	quota%	nome azionista	quota%	nome azionista	quota%	nome azionista	quota%
INIZIATIVE FINANZIARIE ATESE SRL	5.32	COMPAGNIA FINANZIARIA TORINESE SPA	7.22	FLAMA' GIOVANNA	5.88	BONATI FABIO	2.12	TERRE ALTE SPA	66.29	FIRST EAGLE INVESTMENT MANAGEMENT LLC	7.67
BOLOGNESI DAVIDE	3.49	SEGRE MASSIMO	75.87	RAVANELLI CORRADO	12.43	INDUSTRIA E INNOVAZIONE SPA	24.65	ALLIANZ LEBENSVERSICHERUNGS AG	2.26	KOSTER COMERCIO SERVICIOS DE CONSULTORIA E INVESTIMENTOS LDA	6.00
LAZZARI FABIO	7.33	COPPOLA DANILO	5.40	MIRATO SPA	2.00	BERTOLA FABRIZIO	10.51	CAPITAL RESEARCH AND MANAGEMENT COMPANY	2.17	UNIFIND SPA	66.12
FERRARI MARILENA	30.35	<b>Somma Principali azionisti</b>	88.49	EURIZON CAPITAL SGR SPA	3.50	PIOVESANA EUGENIO	16.73	BANCA D'ITALIA	2.02	POLIFIN SPA	10.00
FMR - ART'E' SPA - SOCIETA' INTERNAZIONALE	4.55	<b>FLOTTANTE</b>	11.51	LAXEY PARTNERS LTD	9.69	<b>Somma Principali azionisti</b>	54.01	<b>Somma Principali azionisti</b>	72.74	<b>Somma Principali azionisti</b>	89.79
<b>Somma Principali azionisti</b>	51.04			RAVANELLI FABIO	19.50	<b>FLOTTANTE</b>	45.99	<b>FLOTTANTE</b>	27.26	<b>FLOTTANTE</b>	10.21
<b>FLOTTANTE</b>	48.96			RAVANELLI SUSANNA	16.76						
				<b>Somma Principali azionisti</b>	69.76						
				<b>FLOTTANTE</b>	30.24						

Mediterranea delle acque		Fastweb	
nome azionista	quota%	nome azionista	quota%
SAN GIACOMO SRL	85.41	SWISSCOM ITALIA SRL	82.08
IMPREGILO INTERNATIONAL INFRASTRUCTURES NV	5.11	<b>Somma Principali azionisti</b>	82.08
<b>Somma Principali azionisti</b>	90.52	<b>FLOTTANTE</b>	17.92
<b>FLOTTANTE</b>	9.48		

## Allegato 6

Titoli richiesti azienda target	Ultimo esercizio contabile				Ultimi 2 o 3 esercizi contabili				Dummy						Var Composite			
	Premio a 1 mese	Premio a 2 mesi	Log fat	ROA	D/E	(D/E)^2	Log fat	ROA	D/E	(D/E)^2	Rit	Flot	Int	Patto	Obb senza rit	Vol Flot-Int	Vol-Logf at	Leva
Gildemeister Italiana S.p.a.	24.7%	15.1%	5.0	2.3%	1.1	1.1	5.0	4.8%	0.9	0.8	1	37.6%	0	0	0	1	5.0	1.1
Acquedotto Nicolay	29.4%	29.4%	3.9	6.9%	0.1	0.0	3.9	6.6%	0.1	0.0	0	25.8%	1	0	0	0	3.9	0.1
Aeroporti di Roma	14.1%	21.0%	5.8	6.2%	1.5	2.2	5.8	8.3%	1.3	1.7	1	45.8%	0	0	1	0	0.0	0.0
Sondel	14.7%	11.7%	5.6	7.4%	2.1	4.4	5.4	6.1%	2.0	4.2	1	22.8%	0	1	0	0	0.0	0.0
Banco di Napoli	20.1%	29.5%	6.2	5.6%	2.2	5.1	6.3	5.8%	2.8	8.0	1	24.5%	0	0	1	0	0.0	0.0
Montedison	6.7%	30.5%	7.1	2.0%	7.0	49.7	7.1	2.0%	6.4	41.5	0	23.7%	0	0	1	0	0.0	0.0
Edison	14.6%	14.3%	6.4	7.8%	0.9	0.8	6.2	8.7%	0.7	0.5	0	38.6%	0	0	1	0	0.0	0.0
Idra Presse	8.5%	17.2%	5.1	-0.6%	7.4	54.1	5.0	0.5%	5.3	28.4	1	35.2%	1	0	0	1	5.1	7.4
Rotondi Evolution	8.7%	13.1%	4.8	9.3%	0.5	0.2	4.8	9.4%	0.6	0.4	1	15.9%	1	0	0	1	4.8	0.5
Lottomatica	24.6%	34.6%	5.6	12.3%	1.7	3.0	5.6	20.9%	1.5	2.1	0	29.8%	0	0	0	0	5.6	1.7
Negri Bossi	18.7%	18.7%	5.0	0.6%	1.2	1.5	5.0	2.1%	2.0	4.0	0	46.1%	0	0	0	0	5.0	1.2
Investimenti Immobiliari Lombardi	13.3%	39.4%	4.8	0.6%	2.1	4.5	4.4	0.6%	1.6	2.6	0	0.4%	1	1	1	0	0.0	0.0
Marangoni	20.2%	15.0%	5.4	-1.1%	1.7	2.9	5.4	0.6%	1.6	2.6	1	13.8%	1	0	0	1	5.4	1.7
Ferretti	28.3%	35.9%	5.4	6.1%	3.9	15.4	5.3	6.6%	4.5	20.2	1	50.0%	0	0	0	1	5.4	3.9
Freedomland-ITN	45.8%	69.5%	3.8	-42.6%	0.1	0.0	4.3	-22.2%	0.1	0.0	0	35.3%	0	0	0	0	3.8	0.1
Banca di Credito Popolare	7.8%	14.4%	5.0	0.4%	0.0	0.0	4.9	0.2%	0.0	0.0	0	34.3%	1	0	0	0	5.0	0.0
Esaote	33.7%	43.1%	5.4	3.6%	1.5	2.1	5.3	3.0%	1.6	2.4	1	40.0%	1	0	0	1	5.4	1.5
CALP	28.2%	36.6%	5.0	4.6%	0.3	0.1	5.0	5.3%	0.4	0.1	1	38.8%	1	0	0	1	5.0	0.3
On Banca	28.4%	36.7%	4.0	-19.0%	0.2	0.0	3.8	-17.0%	0.2	0.0	0	22.0%	0	0	0	0	4.0	0.2
Immsi	13.0%	-10.5%	4.3	1.1%	0.0	0.0	4.2	1.0%	0.0	0.0	0	54.7%	0	0	1	0	0.0	0.0

Borgosesia	63.3%	50.3%	0.8	17.9%	0.1	0.0	1.1	6.8%	0.3	0.1	0	1.8%	0	0	1	1	0	0.0%	0.0	0.0
Autostrade	9.8%	26.8%	6.4	6.5%	1.0	1.1	6.3	6.0%	0.9	0.9	0	65.7%	1	0	0	0	0	65.7%	6.4	1.0
Savino Del Bene	25.8%	30.2%	5.7	0.7%	2.0	4.0	5.7	4.2%	1.7	2.9	1	41.3%	1	1	0	0	1	41.3%	5.7	2.0
Alerion Industries (ex FinCasa 44)	1.2%	8.8%	4.2	-2.2%	0.4	0.1	4.3	-4.0%	0.6	0.3	0	40.4%	1	1	1	1	0	40.4%	0.0	0.0
IPI	9.9%	19.4%	4.5	10.4%	0.0	0.0	4.4	7.6%	0.0	0.0	0	34.1%	0	0	1	1	0	0.0%	0.0	0.0
MRI Manuli Rubber Industries	23.6%	11.4%	5.5	4.8%	0.8	0.7	5.5	1.8%	1.1	1.2	1	25.8%	1	1	0	0	1	25.8%	5.5	0.8
Sirti	21.1%	12.6%	5.9	0.6%	2.7	7.4	6.0	-0.7%	2.2	5.0	0	49.9%	1	0	0	0	0	49.9%	5.9	2.7
Locat	9.3%	-0.3%	6.5	0.2%	31.6	998.2	6.4	0.2%	28.3	800.1	1	12.0%	1	0	0	0	1	12.0%	6.5	31.6
Roland Europe	22.0%	49.4%	4.7	2.0%	0.4	0.1	4.7	0.7%	0.4	0.1	1	34.4%	1	0	0	0	1	34.4%	4.7	0.4
Saeco International	5.7%	-3.4%	5.6	3.8%	0.7	0.4	5.6	4.7%	0.6	0.4	1	33.2%	0	0	1	0	0	0.0%	0.0	0.0
Ericsson	23.2%	22.5%	6.0	-0.3%	0.6	0.3	6.1	2.1%	0.7	0.5	1	25.5%	1	0	0	0	1	25.5%	6.0	0.6
NTS	16.5%	14.4%	3.5	-33.3%	0.1	0.0	3.7	-26.9%	0.1	0.0	0	20.1%	0	0	1	1	0	0.0%	0.0	0.0
Bastogi	1.9%	1.9%	4.4	0.8%	0.3	0.1	4.5	1.3%	0.4	0.2	0	46.2%	0	0	1	1	0	0.0%	0.0	0.0
Roncadin	7.8%	15.1%	5.4	1.8%	2.3	5.5	5.3	-7.8%	3.5	12.3	0	42.5%	1	0	1	1	0	42.5%	0.0	0.0
Grandi Navi veloci	6.1%	32.7%	5.3	1.1%	3.3	11.0	5.3	1.4%	2.2	4.8	1	22.8%	0	0	1	0	0	0.0%	0.0	0.0
Acqua Pia Antica marcia	13.0%	15.1%	4.9	-1.5%	3.3	10.6	4.9	-0.4%	2.5	6.1	1	11.9%	1	0	0	0	1	11.9%	4.9	3.3
Roland Europe S.p.A.	15.6%	34.3%	4.6	-2.0%	0.3	0.1	4.7	0.2%	0.3	0.1	1	14.6%	1	0	0	0	1	14.6%	4.6	0.3
Marcolin	23.7%	30.5%	5.2	0.7%	1.6	2.6	5.2	-0.2%	1.5	2.3	0	3.1%	1	1	1	1	0	3.1%	0.0	0.0
IPI	21.9%	44.0%	5.1	3.2%	0.6	0.4	4.8	5.8%	0.4	0.1	0	15.1%	0	0	1	1	0	0.0%	0.0	0.0
Condotta Acque Potabili	9.9%	9.9%	4.7	1.2%	0.5	0.2	4.8	1.4%	0.5	0.2	0	4.8%	0	0	1	1	0	0.0%	0.0	0.0
Gruppo Coin	20.0%	15.2%	6.0	-4.5%	-4.6	20.9	6.1	-12.4%	-9.5	90.6	1	33.1%	0	0	1	0	0	0.0%	0.0	0.0
Industrie Zignago S. Margherita	-3.8%	-5.2%	5.5	6.0%	0.9	0.8	5.4	6.2%	0.7	0.5	1	28.1%	1	1	1	0	0	28.1%	0.0	0.0

TAS Tecnologia Avanzata dei Sistemi	13.1%	16.8%	4.1	3.7%	0.0	0.0	4.0	0.9%	0.0	0.0	0	36.4%	0	0	1	1	0	0.0%	0.0	0.0
META	1.2%	1.2%	5.4	4.1%	0.2	0.0	5.4	3.4%	0.4	0.2	0	27.8%	0	0	0	0	0	0.0%	5.4	0.2
Acquedotto De Ferrari Galliera	11.9%	11.9%	4.5	3.2%	0.1	0.0	4.5	5.2%	0.1	0.0	0	5.5%	1	0	1	1	0	5.5%	0.0	0.0
Datamat	-5.5%	-2.8%	5.2	11.3%	0.8	0.6	5.2	0.4%	1.1	1.2	1	38.3%	0	0	1	0	0	0.0%	0.0	0.0
FullSix	5.4%	15.9%	4.7	4.4%	2.4	5.6	4.7	-9.1%	2.5	6.1	0	32.9%	1	0	1	1	0	32.9%	0.0	0.0
Banca Fideuram	9.2%	8.9%	5.1	2.6%	1.1	1.2	5.1	3.2%	0.9	0.8	1	25.4%	1	0	0	0	1	25.4%	5.1	1.1
S.S. Lazio	5.1%	1.0%	4.8	8.8%	2.1	4.4	4.9	-17.6%	-6.6	44.1	1	49.5%	1	0	1	0	0	49.5%	0.0	0.0
Iride	2.6%	2.6%	6.4	2.2%	1.6	2.5	6.2	2.4%	1.6	2.4	0	35.0%	1	0	1	1	0	35.0%	0.0	0.0
Banca Popolare di Intra S.c.p.a	6.7%	3.9%	5.3	-2.4%	1.0	0.9	5.3	-1.5%	0.6	0.4	0	93.1%	0	0	0	0	0	0.0%	5.3	1.0
Jolly Hotels	16.4%	27.8%	5.4	1.3%	4.0	16.4	5.4	0.0%	4.6	21.0	1	15.0%	1	1	1	0	0	15.0%	0.0	0.0
Fastweb	10.2%	12.1%	6.1	-3.9%	1.2	1.5	6.0	-4.0%	0.9	0.9	1	65.2%	0	0	0	0	1	0.0%	6.1	1.2
Maffei	17.5%	20.7%	4.7	4.0%	0.1	0.0	4.7	3.6%	0.1	0.0	0	30.9%	0	0	1	1	0	0.0%	0.0	0.0
Valentino Fashion Group	12.5%	10.4%	6.3	9.7%	1.5	2.3	6.2	8.2%	1.6	2.5	1	25.6%	0	0	0	0	1	0.0%	6.3	1.5
Linificio e Canapificio Nazionale	3.9%	0.8%	4.9	1.9%	0.3	0.1	4.9	5.6%	0.3	0.1	1	32.2%	1	0	1	0	0	32.2%	0.0	0.0
Nova Re	31.8%	27.3%	4.5	-1.4%	1.9	3.8	4.5	-0.9%	2.2	4.8	0	11.9%	1	1	1	1	0	11.9%	0.0	0.0
Sirti	5.1%	7.1%	5.9	7.3%	1.5	2.3	5.9	5.1%	1.7	2.8	1	30.2%	0	0	1	0	0	0.0%	0.0	0.0
TAS	8.3%	14.0%	4.9	6.3%	8.0	63.2	4.6	-0.5%	5.8	33.3	1	32.7%	1	0	1	0	0	32.7%	0.0	0.0
Ducati Motor Holding	49.2%	23.9%	5.6	2.6%	1.2	1.4	5.5	-2.5%	1.4	2.1	1	51.7%	1	1	0	0	1	51.7%	5.6	1.2
Lavorwash	20.0%	16.8%	4.9	-1.3%	0.6	0.4	4.9	-0.4%	0.7	0.5	1	24.0%	1	1	0	0	1	24.0%	4.9	0.6
Nova Re	19.8%	105.7%	4.4	-1.4%	0.0	0.0	4.5	-1.1%	1.5	2.2	0	8.0%	0	0	1	1	0	0.0%	0.0	0.0
Premuda	15.1%	9.4%	5.1	8.4%	0.9	0.9	5.2	7.9%	0.9	0.9	1	43.4%	1	0	1	0	0	43.4%	0.0	0.0
Mariella Burani Fashion Group	9.0%	10.0%	5.7	1.7%	3.0	9.2	5.7	3.7%	2.7	7.1	1	29.6%	1	1	0	0	1	29.6%	5.7	3.0

Ergo Previdenza	46.8%	48.0%	5.7	0.9%	0.8	0.6	5.7	0.7%	1.0	1.1	1	20.4%	1	0	0	0	0	1	20.4%	5.7	0.8
Anima SGR	33.5%	33.3%	5.1	16.5%	1.0	0.9	5.0	24.2%	0.7	0.5	1	27.3%	0	0	0	0	0	1	0.0%	5.1	1.0
FMR-Art'è	8.1%	-0.7%	4.7	2.6%	0.3	0.1	4.6	1.3%	0.2	0.0	1	49.0%	1	0	0	0	0	1	49.0%	4.7	0.3
IPI	49.2%	47.0%	4.7	2.4%	1.9	3.6	4.7	-4.0%	2.3	5.1	1	11.5%	0	0	1	0	0	0	0.0%	0.0	0.0
Mirato	4.8%	8.3%	5.1	7.4%	0.7	0.5	5.1	8.2%	0.6	0.4	1	30.2%	1	0	0	0	0	1	30.2%	5.1	0.7
Realty Vailong	9.7%	15.2%	5.0	-0.9%	1.0	1.0	4.8	0.9%	0.7	0.5	0	46.0%	1	0	0	0	0	0	46.0%	5.0	1.0
Permasteelisa	-0.7%	-12.1%	6.1	5.7%	2.7	7.1	6.0	2.5%	2.5	6.5	1	27.3%	0	1	1	0	0	0	0.0%	0.0	0.0
Gewiss	51.9%	71.1%	5.4	4.8%	0.2	0.0	5.5	6.4%	0.2	0.0	1	10.2%	1	0	0	0	0	1	10.2%	5.4	0.2
Mediterranea delle Acque	26.3%	37.0%	5.0	1.5%	0.3	0.1	5.0	2.3%	0.3	0.1	1	9.5%	1	0	0	0	0	1	9.5%	5.0	0.3
Fastweb	54.1%	51.8%	6.3	-1.0%	2.6	6.8	6.2	-1.5%	2.4	5.7	1	17.9%	1	0	0	0	0	1	17.9%	6.3	2.6