

ANALISI La semplificazione del sistema holding del gruppo De Benedetti non è all'ordine del giorno, ma creerebbe valore per tutti i soci. Specie se preceduta da un'ops tra azioni e obbligazioni Cofide di nuova emissione

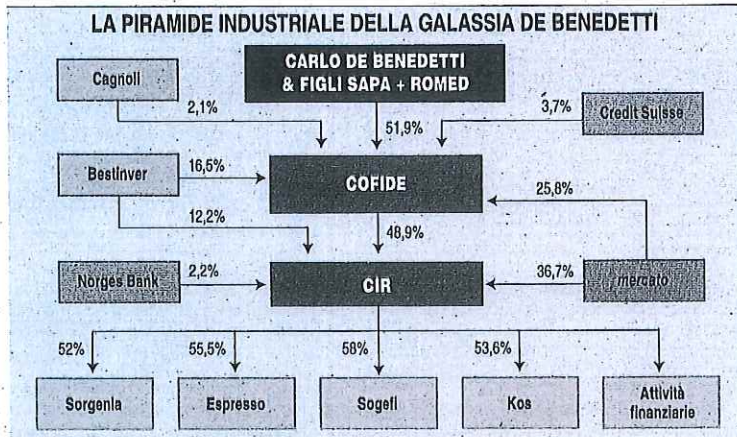
di Marco Colacicco

La semplificazione della catena di controllo del gruppo De Benedetti, con la fusione tra le due holding Cofide e Cir, è un'ipotesi che torna in maniera ricorrente sul mercato ma che si scontra con problemi di controllo dal momento che, hic stantibus rebus, l'interessenza della famiglia nella società risultante dalla fusione sarebbe ridotto al 25% circa. In realtà, con un'operazione di finanza straordinaria ad hoc, l'accorciamento del sistema holding sarebbe una soluzione in grado di creare valore, sia per l'azionista di riferimento sia per i piccoli soci, considerando:

- 1) i prezzi di borsa: la sottovalutazione delle azioni Cofide e, parzialmente, per effetto dell'apprezzamento delle ultime sedute, Cir rispetto al nav (doppio sconto holding);
- 2) la struttura del sistema holding: l'effetto leva su cui si fonda il controllo fa sì che l'interessenza effettiva della famiglia negli asset Cir è di fatto pari al 25%, mentre ben il 75% della valorizzazione complessiva è di fatto di competenza di azionisti terzi;
- 3) il probabile imminente incasso definitivo del risarcimento legato al Lodo Mondadori dopo la sentenza della Cassazione. Cir ha provvisoriamente incassato 564 milioni (importo ben superiore all'attuale capitalizzazione di Cofide); ipotizzando un possibile beneficio netto per Cir pari a circa 387 milioni (al netto dell'effetto fiscale), l'effettivo importo di competenza della famiglia De Benedetti sarebbe di poco superiore a 99 milioni, mentre alle minoritarie di Cofide e Cir andrebbero invece 288 milioni (90 milioni per i soci di minoranza di Cofide e 198 milioni per quelli di Cir).

Lo strumento tecnico ideale per conseguire vantaggi per tutti, a livello della capogruppo Cofide, potrebbe essere un'offerta pubblica di scambio (ops) tra azioni Cofide e obbligazioni Cofide di nuova emissione (sostanzialmente uno swap tra equity acquistato a sconto e debito facoltativamente sottoscritto dai titolari delle azioni). Del resto una simile operatività incomincia ad avere i primi concreti riscontri sul mercato con operazioni molto simili e positivamente concluse da parte di Intek-Kme e Mittel. L'ops dovrebbe essere strutturata in maniera tale da massimizzare le adesioni all'offerta volontaria e quindi deve

Catena appesa a un Lodo



GRAFICA MILANO FINANZA

avere caratteristiche di interesse sia per il mercato che per l'azionista di controllo. In particolare:

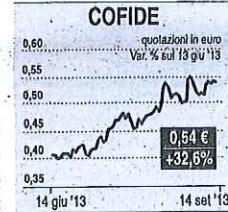
- 1) valore nominale delle obbligazioni: è il tema decisivo per il successo dell'operazione. Dovrebbe essere attentamente bilanciato il premio adeguato rispetto al prezzo di mercato delle azioni Cofide che consenta la massimizzazione della consegna di titoli in ops lasciando il più possibile inalterato il beneficio economico dell'operazione per l'azionista di controllo;
- 2) controvalore dell'operazione: i due parametri di riferimento per valutare la sostenibilità dell'operazione sono rappresentati dall'attuale capitalizzazione di Cofide (circa 370 milioni, cui si deve aggiungere il premio) e

dalla quota di partecipazione di Cofide detenuta da terzi diversi dalla famiglia De Benedetti (48% circa).

L'impatto del debito aggiuntivo (con caratteristiche di durata e struttura facilmente gestibili, grazie allo strumento obbligazionario sottostante) sarebbe pienamente adeguato all'attuale struttura patrimoniale di Cir (già caratterizzata da una posizione finanziaria positiva a livello di sistema holding) in caso di esito positivo della sentenza della Cassazione sul risarcimento del Lodo Mondadori;

- 3) il tasso di interesse delle ob-

bligazioni: potrebbe essere ragionevolmente fissato in un intorno del 6-7%, in linea con



le operazioni di questa specie recentemente finalizzate;

- 4) durata delle obbligazioni: la scadenza a cinque anni sembra idonea a completare nel tempo ulteriori operazioni di finanza straordinaria funzionali a una futura efficiente fusione tra Cofide e Cir;

- 5) il rischio rimborso: nel caso in cui venisse definitivamente confermato il risarcimento del Lodo Mondadori emergerebbe una solida struttura finanziaria a livello della controllata Cir, cancellando di fatto la componente di rischio;
- 6) le garanzie: la solidità della Cir, sopra ricordata, non rende necessarie garanzie particolari;
- 7) la clausola di subordinazione: ancora una volta la solida struttura patrimoniale di Cofide non la dovrebbe rendere necessaria.

Il beneficio economico dell'operazione sarebbe rappresentato dall'arbitraggio tra il nav odierno (che attribuisce un limitato valore a Sorgenia e soprattutto alla possibile cristallizzazione del risarcimento sul Lodo Mondadori) e dalla razionale semplificazione della catena di controllo del gruppo De Benedetti. Dall'operazione conseguirebbe l'acquisto a sconto sul nav di Cir in trasparenza - senza investimento finanziario immediato e senza ricorso al debito bancario - della maggior quota possibile del capitale di terzi di Cofide (pari al 48% del capitale complessivo).

Una fusione tra Cofide e Cir potrebbe poi essere pianificata in un momento futuro, solo dopo una adeguata ripresa di valore degli asset di Cir (a partire da Sorgenia), che limiterebbe l'effetto diluitivo della posizione finanziaria netta negativa in capo a Cofide. Prima della fusione, e in maniera graduale nel tempo, sarebbe opportuno che Cir utilizzasse parte della liquidità (attuale e prospettica) per acquisire a forte sconto azioni proprie, con beneficio per l'azionista di controllo Cofide che vedrebbe incrementare la propria quota di partecipazione in Cir e registrerebbe un ulteriore proporzionale miglioramento del nav.

Ma quali sarebbero i vantaggi per l'azionista di riferimento?

a) Significativo incremento di interessenza in Cofide (e, in ultima analisi, sugli asset di Cir): la quota di possesso della famiglia De Benedetti nel capitale effettivo di Cofide (oggi pari al 52% circa) crescerebbe proporzio-



Rodolfo e Carlo De Benedetti

EMISSIONI Record nel 2013 per questi bond a lunghissima scadenza che stanno diventando i preferiti delle utility. A settembre superata quota 16 miliardi di euro. E presto arriverà il bis dell'Enel, in dollari

La rincorsa degli ibridi

di Angela Zoppo

nalmente all'incremento del numero di adesioni allo swap azioni-bond. Nello stesso tempo la quota di possesso di Cir da parte di Cofide si incrementerebbe dall'attuale 48,9% per effetto dell'acquisto di azioni proprie da parte di Cir.

b) Incremento del valore del pacchetto azionario detenuto: la quota azionaria di controllo di Cofide detenuta dalla famiglia De Benedetti registrerebbe una forte crescita di valore. Si incrementerebbe prima di tutto in maniera significativa il Nav delle azioni Cofide, che crescerebbe per effetto della differenza tra il Nav per azione e il valore nominale delle obbligazioni che verrebbero emesse in scambio delle azioni consegnate. In secondo luogo le azioni Cofide beneficerebbero della crescita del Nav per azione della controllata Cir, conseguente all'acquisto di azioni proprie (a sconto rispetto al Nav) progressivamente effettuato da parte di Cir stessa. Questo nuovo contesto strutturale (maggiore partecipazione percentuale acquistata a sostanziale sconto in Cofide grazie allo swap azioni-bond e crescita del Nav per azione di Cir per effetto dell'acquisto di azioni proprie) consentirebbe infine alla famiglia De Benedetti di beneficiare di un'interessante significativamente superiore a quella attuale (come detto nella sostanza limitata al 25% circa) nell'eventuale beneficio economico netto derivante in caso di esito positivo della sentenza della Cassazione sul Lodo Mondadori.

c) Nessun ricorso a finanziamenti bancari: a differenza di un progetto che prevedesse il lancio di un'opa, i due rilevanti benefici in precedenza evidenziati (rafforzamento sostanziale del controllo e apprezzamento del nav delle azioni Cofide) verrebbero conseguiti senza nessun investimento finanziario da parte della holding di famiglia Carlo De Benedetti & figli sapa o della famiglia De Benedetti; senza utilizzo delle risorse finanziarie di gruppo (se non limitatamente all'acquisto di azioni proprie da parte di Cir) e senza alcun ricorso al debito bancario. Le rilevanti risorse finanziarie di Cir (quelle attuali più quelle eventualmente derivanti da un positivo esito finale della vertenza sul Lodo Mondadori) così idoneamente conservate rappresenterebbero nei confronti del mercato una fondamentale garanzia a tutela della solidità finanziaria del bond da emettersi nell'ambito dello swap azioni-bond Cofide. (riproduzione riservata)

Abreve a monopolizzare la scena potrebbe essere di nuovo Enel. Secondo quanto risulta a *MF-Milano Finanza*, già nei prossimi giorni potrebbe arrivare sul mercato una nuova emissione ibrida da parte del gruppo guidato da Fulvio Conti, stavolta in dollari, dopo quella multitrancha in euro e sterline lanciata all'inizio di settembre per un controvalore di 1,7 miliardi di euro (ma le richieste hanno superato i 6,5 miliardi di euro). Gli uomini della finanza Enel sono appena tornati dagli Usa, ricavandone l'impressione che i tempi potrebbero essere finalmente maturi per provarci anche con un bond in valuta statunitense. Insomma, a meno di eventi eclatanti come un intervento armato in Siria o di interventi a sorpresa da parte della Fed, *the hybrid issuance* dell'utility italiana è pronta ad oltrepassare l'Atlantico.

Pensare che ci sono voluti sette anni per scaldare la platea finanziaria e portarla un po' per volta a familiarizzare con queste emissioni estremamente flessibili ma dall'identità confusa, a cavallo tra debito puro e capitale di rischio. Ora è boom: dall'inizio dell'anno, solo sul mercato europeo, otto grandi gruppi (soprattutto utility) hanno varato queste obbligazioni a lunghissima scadenza, per un controvalore complessivo di oltre 16 miliardi di euro. A cimentarsi con l'ibrido sono stati, uno dopo l'altro, Veolia, Edf, Iberdrola, National Grid, Dong Energy, Gdf-Suez, e, in questa prima metà di settembre, Volkswagen, Enel e Telefonica. Ora scaldano i motori anche ThyssenKrupp, seppure scoraggiato dalla fredda accoglienza che il mercato ha riservato alla notizia.

Già, perché i bond ibridi staranno anche conoscendo un gradimento senza precedenti da parte delle società, complice anche la pressione sempre più pesante sui rating del settore, ma l'entusiasmo degli emittenti non trova sempre analoga reazione da parte di investitori e banche d'affari. Il fatto è che, come riassume efficacemente un report appena pubblicato da Moody's (*European utilities, hybrid issuance*) i bond ibridi sono positivi ma non rappresentano una panacea, perché da soli non possono risolvere la debolezza del credito sottostante. Nella disamina di Moody's, che trova riscontro nei commenti degli analisti a ridosso di queste ultime operazioni, «un'emissione ibrida è positiva perché migliora la flessibilità finanziaria delle società, ne aumenta la liquidità e in condizioni di mercato favorevoli può an-

che contribuire ad abbassare il costo del capitale». Ancora, è uno strumento efficace di sostegno al credito, ma se inserito in una serie di misure complementari, che a detta degli analisti di Moody's devono includere tagli dei costi, dismissioni di asset e qualche volta emissioni equity per difendere il rating. Sembra esattamente il caso di Enel, tanto per restare nel campo delle utility. Guardando alle operazioni andate in scena da gennaio, la prima cosa che salta all'occhio è che il mercato si è preso una pausa per poi rifarsi abbondantemente nel 2013. Negli ultimi due anni, infatti, a parte Enbw e Rwe, con due emissioni rispetti-

so, ragiona Moody', molte delle utility che hanno emesso bond ibridi in questa prima parte dell'anno sono condizionate da outlook negativi, come Gdf Suez, Iberdrola e la stessa Edf. Non che le altre se la passino meglio. National Grid, Veolia Environment, pur freghiandosi di outlook stabili, devono infatti vedersela con il peso crescente degli investimenti in conto capitale o con impegni piani di ristrutturazione.

A spingere per i bond ibridi è anche la necessità del rafforzamento patrimoniale e della riduzione dell'indebitamento. Secondo Moody's, in aggiunta, dispiangono effetti positivi anche su altri fattori, che non siano solamente la riduzione del leverage e la difesa del rating. Molte di queste emissioni, infatti, vengono considerate alla stregua di equity in base ai parametri Ifrs (international financial reporting standards), e come tali il loro impatto sul leverage dipende da termini e condizioni, a cominciare dalla scadenza. Ce ne sono addirittura di perpetue, come quelle emesse da Gdf-Suez, Iberdrola, Edf e Veolia, e in questo caso vengono equiparate ad azioni. Quanto al costo dell'indebitamento, sono molti i casi in cui gli emittenti ricorrono alle emissioni a lunghissima scadenza per rimpiazzarne di più brevi e onerose. Il gruppo Gdf-Suez, per esempio, è riuscito a portarsi a un costo medio del 5%, anche per effetto del suo bond ibrido da 1,7 miliardi di euro.

Sempre secondo Moody's la corsa al bond ibrido non si arresterà, perché le utility di Europa, Medio Oriente e Africa continueranno a ricorrere a questi strumenti come una fonte difensiva di finanziamento. Quanto all'accoglienza da parte del mercato, gli analisti hanno pochi dubbi: l'unico limite all'appetito degli investitori è la volatilità del mercato, opinione condivisa anche da Jp Morgan. Basta azzeccare la finestra giusta, insomma, e il gradimento del bond è assicurato, proprio come avviene anche per quelli tradizionali. Non bisognerà aspettare molto per averne la conferma. Lasciando da parte le comprensibili esitazioni di ThyssenKrupp, alle prese con un forte calo del titolo, la prossima mossa starà all'Enel, che costerà anche incontro alle richieste delle banche d'affari, che già hanno preso a incalzare il gruppo di Conti chiedendogli di aumentare la taglia della sua prima emissione ibrida, per arrivare a 3 miliardi di euro. (riproduzione riservata)

LE EMISSIONI IBRIDE DEL 2013

	Data	Importo €	Tranche	Scadenza	Cedola
Enel	settembre	1,7 mld	2	2074/2075	6,50-7,75%
Telefonica	settembre	1,75 mld	2	Perpetua	7,62%
Gdf-suez	luglio	1,69 mld	3	Perpetua	3,88-4,75%
Dong	giugno	700 mln	1	3013	6,25%
National grid	marzo	2,4 mld	2	2073/76	4,25-5,63%
Iberdrola	febbraio	525 mln	1	Perpetua	5,75%
Edf	gennaio	6,2 mld	4	Perpetua	da 4,25 a 6%
Veolia	gennaio	1,46 mld	2	Perpetua	4,45-4,85%

Fonte: elaborazione MF-Milano Finanza/Moody's

GRAFICHE MILANO FINANZA

vamente da un miliardo e 3,7 miliardi di euro, c'è stato poco movimento sul fronte hybrid issuance. Ma poi Edf (Aa3 negative) ha inaugurato il 2013 frantumando ogni record in un colpo solo, con una colossale emissione da ben 6,3 miliardi di euro. Per gli investitori è stato il segnale che le condizioni di mercato stavano tornando favorevoli, ma molte banche d'affari vi hanno letto piuttosto la determinazione delle utility di reagire al declassamento dei meriti di credito, perché alla fine è la difesa del rating a fornire una delle motivazioni più grandi a questa nuova categoria di emittenti. Non a ca-



Fulvio Conti

Quotazioni, altre news e analisi su www.milanoфинanza.it/cir

Quotazioni, altre news e analisi su www.milanoфинanza.it/enel