

GRUPPO PESENTI Un'ops tra i titoli rnc e obbligazioni Italmobiliare di nuova emissione ridurrebbe lo sconto rispetto al Nav e rafforzerebbe la presa della famiglia sulla galassia. Senza intaccare la posizione finanziaria

di Marco Colacicco

Un controllo esercitato grazie a una massiccia incidenza delle azioni di risparmio sul capitale. Questa è la caratteristica principale della catena di controllo del gruppo Pesenti. E una sua semplificazione rappresenterebbe un valore per tutti, dall'azionista di riferimento al mercato.

La fotografia del Gruppo Pesenti evidenzia i seguenti spunti di riflessione:

1) controllo sul gruppo grazie all'effetto leva societaria grazie alla quale la famiglia Pesenti detiene di fatto il 47,26% del capitale ordinario di Italmobiliare ma solo il 27,21% del capitale totale (e in ultima analisi del Nav); l'effetto si moltiplica se si considera l'interessenza effettiva in Italcementi. Il mercato penalizza storicamente questa struttura del capitale, attribuendo rilevanti sconti sul Nav, a sua volta particolarmente depresso dal problematico andamento congiunturale del settore del cemento e dal deprezzamento delle azioni del settore finanziario.

2) significativa incidenza delle azioni di risparmio sul capitale (42,42% nel caso di Italmobiliare e 37,31% nel caso di Italcementi) che quotano a sconto ancora più significativo rispetto al Nav;

3) sottovalutazione azioni rispetto al Nav che nella semestrale di Italmobiliare è indicato a 28,1 euro per azione.

L'insieme di tutte le considerazioni precedenti determina la presenza di una finestra di opportunità per conseguire congiuntamente i seguenti obiettivi sostanziali:

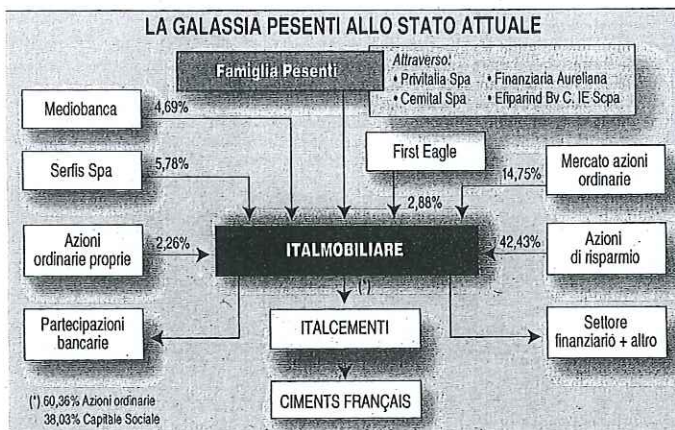
a) semplificazione della struttura del capitale del gruppo con un progetto finalizzato alla forte riduzione dell'incidenza delle rnc che va incontro a un desiderata del mercato, oltre a rappresentare il presupposto per l'apprezzamento del Nav delle azioni ordinarie (e di risparmio residue), con un beneficio proporzionalmente crescente al crescere delle azioni di risparmio ritirate e dello sconto;

b) incremento della quota di possesso della famiglia Pesenti sul capitale (e sul Nav);

c) acquisto-minorities a sconto grazie alla congiuntura di mercato che determina il forte sconto delle azioni, specie di quelle di risparmio, rispetto al Nav anche in ragione dei depressi corsi di borsa dei titoli del cemento e bancari (principali asset di Italmobiliare) rispetto ai valori storici;

d) riduzione del costo del capitale: la remunerazione del capitale delle azioni di ri-

Colpo di spugna alle rnc



sparmio (tradizionalmente generosa con l'eccezione degli ultimi anni, caratterizzati da congiuntura negativa) determina un significativo esborso annuo di risorse finanziarie a favore degli azionisti rnc (che si accrescerà al momento del ritorno al dividendo).

La forma tecnica ideale per realizzare questi obiettivi è rappresentata da un'offerta pubblica di scambio (ops) tra le azioni di risparmio e obbligazioni Italmobiliare di nuova emissione (sostanzialmente uno swap tra equity acquistato a forte sconto e debito facoltativamente sottoscritto dai titolari delle azioni di risparmio). Si tratta sostanzialmente del medesimo strumento recentemente utilizzato per realizzare con successo le operazioni Intek-Kme e Mittel, che è stato altresì suggerito due settimane fa nel caso del gruppo De Benedetti. L'op, e le caratteristiche delle emittende obbligazioni, debbono essere strutturate in maniera adeguata in maniera tale da massimizzare le adesioni, che sono naturalmente volontarie. I temi sostanziali da focalizzare sono rappresentati dal

valore delle obbligazioni e dal conseguente premio da riconoscere alle azioni di risparmio, dal tasso di interesse delle obbligazioni nonché dalla loro durata, dalle condizioni di rimborso, dalle garanzie e dalle clausole di subordinazione. In questo contesto sembra opportuno osservare come l'intrinseca solidità delle emittende obbligazioni sarebbe supportata da una posizione finanziaria netta positiva di Italmobiliare più sistema holding estere per circa 127 milioni (dato al giugno 2013), cui si

debbono aggiungere attività finanziarie quotate (alcune potenzialmente in dismissione) in banche/holding finanziarie per ulteriori 230 milioni.

Il beneficio economico dell'operazione sarebbe rappresentato dalla sommatoria del duplice arbitraggio:

- differenza tra il Nav attuale (per di più storicamente ridotto) delle azioni Italmobiliare e prezzo delle obbligazioni offerte in concambio;
- a fronte di un'eventuale, ragionevole, apprezzamento del Nav prospettico, ulteriore differenza tra il ridotto Nav odierno e il più alto Nav a regime.

L'operazione sarebbe idonea a produrre, con conseguenze win-win, benefici sostanziali sia per la famiglia Pesenti che per il mercato:

1) **incremento interesse famiglia Pesenti sul capitale (e sul Nav) di Italmobiliare:** la quota di possesso da parte della famiglia Pesenti sul capitale di Italmobiliare (oggi pari al 27,21%) crescerebbe proporzionalmente al numero di adesioni con speculare beneficio economico in termini di arbitraggio sul Nav della quota incrementale;

2) **Incremento del Nav delle azioni ordinarie:** la crescita del Nav - determinata dalla differenza tra quello ante operazione e il valore nominale delle obbligazioni che verrebbero emesse in cambio delle azioni di

risparmio consegnate - determinerebbe benefici non solo per l'azionista di riferimento ma anche per tutti gli altri titolari di azioni ordinarie (nonché azioni di risparmio non consegnate all'offerta di scambio), con conseguenti benefici per il mercato. Inoltre, in un prossimo futuro, l'auspicabile ripresa di valore dei titoli del cemento (nonché finanziari) detenuti dal gruppo determinerebbe una ulteriore crescita del patrimonio per azione, con automatica attribuzione pro-quota alle azioni ordinarie e di risparmio residue del plusvalore (oggi non riconosciuto dal mercato) insito nelle azioni di risparmio consegnate in ops (tutto questo in un contesto in cui anche gli azionisti di risparmio desiderosi al contrario di beneficiare del premio determinato dall'operazione e del rendimento stabile delle obbligazioni apprezzeranno le opportunità determinate dall'operazione);

3) **Nessun ricorso al debito bancario,** dal momento che la soluzione prospettata non passa per un'opa che drenerebbe necessariamente risorse liquide al gruppo e/o comporterebbe un ricorso al debito bancario, oggi sia rarefatto che particolarmente costoso. La forma tecnica ipotizzata non richiede l'utilizzo di nessuna di queste due leve, in maniera tale da conservare risorse disponibili per le attività industriali. In sostanza, i rilevanti benefici in precedenza evidenziati (incremento della quota di partecipazione rispetto al capitale complessivo di Italmobiliare e apprezzamento del Nav delle azioni detenute) verrebbero conseguiti senza nessun investimento finanziario da parte della famiglia Pesenti, nessun utilizzo delle rilevanti risorse finanziarie presenti nel sistema delle sub-holding estere di gruppo e nessun ricorso alle banche.

La posizione finanziaria netta complessivamente positiva a livello del sistema holding di Italmobiliare assumerebbe la funzione di sostanziale garante della solidità delle obbligazioni emesse, mantenendo nel contempo intatta la sua entità a presidio delle necessità industriali del gruppo. (riproduzione riservata)

Quotazioni, altre news e analisi su www.milanofinanza.it/pesenti



Carlo Pesenti