

GRUPPO GAVIO La fusione tra Astm e Sias eliminerebbe lo sconto holding della prima e farebbe emergere il valore nascosto del gruppo

Gli strumenti per garantire alla famiglia il mantenimento del controllo

Strada per la semplicità

di Marco Colacicco

La struttura di controllo del Gruppo Gavio è caratterizzata dalla presenza di liquidità ai piani alti e dalla detenzione di quote di partecipazione dirette anche nelle società a valle. Una fusione tra Astm e Sias, opportunamente preceduta da alcuni semplici passaggi prodromici, garantirebbe il mantenimento del controllo in capo a Gavio e la creazione di valore per la famiglia e il mercato, grazie all'eliminazione dello sconto holding gravante su Astm. L'esame della parte quotata del gruppo mostra le seguenti evidenze:

1) holding a monte solida e liquida. Astm non si limita a detenere una significativa partecipazione nel core business del gruppo (il 63,4% delle autostrade di Sias) ma si caratterizza anche per la contestuale disponibilità di rilevante liquidità (circa 255 milioni) e attività varie diversificate (principalmente le partecipazioni in Sina e Sineco);

2) rilevante sconto holding in capo ad Astm. Il mercato non riconosce il valore in trasparenza delle attività detenute da Astm, che l'8 ottobre quotava (netto azioni proprie) circa 790 milioni contro un valore del solo pro-quota della partecipazione in Sias di circa 1.080 milioni e un valore complessivo degli asset di circa 17 euro per azione;

3) controllo esercitato con poca leva. Attraverso Argo/Aurelia la famiglia Gavio detiene



non solo il 55,5% (netto azioni proprie) della holding a monte Astm - che ha una quota di Sias significativa (63,4%) e ben superiore alla semplice maggioranza relativa - ma anche, direttamente, il 6,23% di Sias.



Pur tenendo presente la necessità di procedere a qualche affinamento dei numeri, la non comune contestualità di una holding liquida e diversificata e di un rilevante controllo sul core business consentirebbero già oggi alla famiglia Gavio

di detenere una quota di circa il 43% dell'aggregato risultante da un'eventuale fusione tra Astm e Sias. È naturalmente razionale ipotizzare come la famiglia Gavio vorrebbe conservare il controllo di diritto dell'aggregato. Ecco alcune idee per concretizzare anche questo obiettivo:

1) diretto acquisto di azioni Astm da parte della famiglia Gavio: ad Aurelia/Argo Finanziaria basterebbe rilevare un ulteriore pacchetto del 9% circa di Astm (con un investimento di poco più di 70 milioni ai prezzi di borsa attuali) per disporre di una quota idonea a permanere in maggioranza in caso di fusione con Sias. Considerata l'entità della quota da rilevare, l'acquisto di pacchetti di rilievo da altri azionisti storici sarebbe preferibile rispetto a una mera operazione graduale sul mercato;

2) graduale acquisto azioni proprie da parte di Astm. La società ha già avviato un acquisto di azioni proprie che va nella corretta direzione dell'impiego

della liquidità per togliere dalla circolazione titoli caratterizzati da rilevante sconto holding. Questa seconda alternativa, non prevedendo un investimento diretto da parte dell'azionista di riferimento ma l'utilizzo della liquidità di Astm per l'acquisto di azioni proprie, richiederebbe naturalmente l'acquisto di un pacchetto di molto più significativo e intorno al 15,5%-16% con tempi più dilatati;

3) offerta di Astm su una parte del proprio capitale. È l'alternativa che pare preferibile, insieme alla n. 1. Astm potrebbe lanciare un'offerta parziale su una quota delle proprie azioni, utilizzando una parte della liquidità disponibile (l'operazione non determinerebbe quindi la necessità di fare ricorso al credito bancario). Questa alternativa consentirebbe di raggiungere rapidamente l'obiettivo del consolidamento del controllo da parte della famiglia Gavio e renderebbe del tutto accettabile anche un eventuale premio da riconoscere nel prezzo di offerta. Nel caso in cui qualche soggetto

storicamente presente nel capitale manifestasse la volontà di uscita, questa ipotesi di lavoro avrebbe l'ulteriore pregio di evitare il futuro collocamento sul mercato di pacchetti azionari di rilievo.

In tutti e tre i casi è opportuno rilevare come il quantitativo sopra evidenziato dei titoli Astm da acquistarsi dovrebbe leggermente incrementarsi dopo aver effettuato il necessario fine-tuning conseguente alla considerazione degli effetti diluitivi potenzialmente generati dal convertibile Sias in circolazione.

La fusione tra Astm e Sias - opportunamente preceduta da una delle mosse in precedenza evidenziate - consentirebbe a Gavio di detenere ancora la maggioranza della società risultante dalla fusione. Aurelia/Argo Finanziaria eserciterebbero in tal caso il controllo diretto non solo sul settore autostradale, oggi di fatto intermedio attraverso Astm, ma anche sulle varie partecipazioni del settore costruzioni, ingegneristico ed oggi detenute da Astm e dalla stessa Sias. La rilevante liquidità apportata da Astm potrebbe essere indifferentemente impiegata per il core business del settore autostradale o per crescere nel settore delle costruzioni.

Gli effetti economici e le implicazioni strategiche indotte dall'operazione sarebbero sostanzialmente i seguenti:

a) significativo apprezzamento valore patrimonio di famiglia. L'eliminazione della controllante Astm determinerebbe un immediato beneficio finanziario: il pro-quota del pacchetto di pertinenza della famiglia registrerebbe ai valori odierni un apprezzamento pari a quasi 400 milioni (inclusivi dell'arbitraggio realizzato sulle azioni rilevate per consolidare il controllo) e potrebbe altresì godere in futuro di un eventuale incremento dei corsi di borsa di Sias, i cui multipli di quotazione sono storicamente tra i più bassi del settore;

b) eventuale futura scissione tra settore autostradale e costruzioni. È noto come Gavio intenda consolidare la presenza nel settore delle costruzioni, ritenuto strategicamente sinergico con quello autostradale e ora più leggero dopo la perdita di Impregilo. Una divisione del business potrebbe creare ulteriore valore, in quanto entrambe le società - focalizzate nelle rispettive attività di riferimento - rimarrebbero parallelamente controllate da Argo/Aurelia, senza più la presenza di alcuna holding intermedia quotata a sconto. (riproduzione riservata)

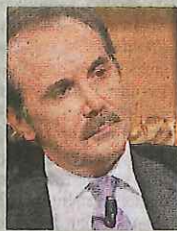
IL PUNTO di MAURO MASI*

Il Grande Fratello americano? Almeno ora lo conosciamo

Ci si può fidare (ancora) di internet? Se lo stanno chiedendo soprattutto negli Usa dove il dibattito è serrato e le posizioni sono meno scontate del solito (alcuni conservatori a favore dell'open source, alcuni liberali contro la Rete). Tutto è nato dopo le rivelazioni dell'ex spia Edward Snowden al Guardian, secondo cui la Nsa (National Security Agency) controlla da tempo tutte le telefonate in entrata e in uscita degli Stati Uniti, gran parte di quelle interne agli Usa, quasi tutte le e-mail e, in generale, molto del traffico del Web. La Nsa tra l'altro ci è riuscita anche attraverso l'ausilio delle grandi compagnie di software (Microsoft, Google, Apple) e di tlc come AT&T, Verizon e altre. Le rivelazioni di Snowden hanno fatto conoscere alla grande opinione pubblica programmi come Fairview, Prism o Blarney, che permettono un controllo di massa sul traffico telefonico e di internet nonché una sorta di incredibile catalogazio-

ne di dati (ad esempio, per parole chiave). Per dare un esempio della dimensione del fenomeno, la stampa Usa ha riportato (non smentita) che la Nsa ha raccolto solo nel gennaio 2013 e solo tra Brasile e Usa (traffico telefonico e Web) 2,3 miliardi di singole informazioni. Tutto ciò non poteva non creare un'ondata di rigetto e da qui le domande sul senso di affidarsi a un sistema risultato inaffidabile perché si è avuta la prova che sulla Rete tutto è raggiungibile, nulla può essere riservato e che, soprattutto, tutto lascia una traccia indelebile. In quest'ottica poco conta che la Nsa (come altre agenzie simili nel mondo) operi per un fine nobilissimo e condivisibile: la lotta al terrorismo. E in Italia? Da noi l'ondata di rigetto sembra essere forte. Secondo una recente ricerca

Censis promossa dal Garante della privacy, addirittura il 93% degli utenti di internet teme che la propria privacy possa essere violata e il 32% ritiene che la violazione sia



già avvenuta. Personalmente sono dell'opinione (a differenza di molti in Europa e in Usa) che questo non sia un male. Avere la consapevolezza che sulla Rete la privacy non esiste sia per motivi giuridici (nessuna regola, e questo lo si sapeva da tempo) sia per motivi tecnici (programmi che entrano dappertutto) può aiutare ad avere, in prospettiva, un uso più consapevole (quindi più utile) di internet. Parafrasando un saggio, a diffidare si fa male ma spesso (come in questo caso) ci si azzecca. (riproduzione riservata)

*delegato italiano alla Proprietà Intellettuale (mauro.masi@consap.it)

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