

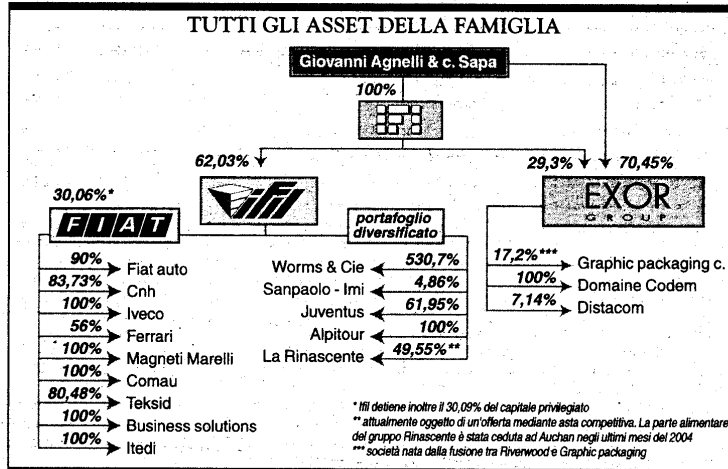
**IDEE & VALORE** La famiglia ha approvato l'uscita di Gm. E, grazie a Exor e Ifl, ha abbondanti mezzi. Adesso quali sono le alternative che si propongono ai nuclei familiari raggruppati nell'accomandita? Dalla semplificazione della filiera di controllo alla scissione della Fiat, ecco le mosse più plausibili

# Ora che faranno gli Agnelli?

di Marco Colacicco

**L**a delicata vertenza Fiat-Gm ha riportato l'attenzione sulla principale famiglia del capitalismo italiano. Tuttavia il patrimonio della famiglia Agnelli è oggi solo per una parte rappresentato da Fiat, il cui valore e peso sono andati erodendosi nel tempo, mentre la lunga fase di dismissioni di questi anni ha generato ingente liquidità ai livelli superiori di una ancora troppo articolata catena di controllo. All'esame dei nuclei familiari rappresentati da Gianluigi Gabetti nell'accomandita di famiglia G. Agnelli & c. sono tre i temi fondamentali: 1) il passaggio generazionale e il moltiplicarsi degli eredi; 2) la destinazione da dare all'ingente liquidità formatasi e in formazione ai piani alti della catena; 3) il futuro di Fiat. Questi tre temi sono destinati a generare valutazioni che si rifletteranno su una quarta e attesa decisione, rappresentata dall'accorciamento della catena di controllo.

**Il passaggio generazionale.** Gli Agnelli sono ormai arrivati alla quinta generazione e gli eredi si sono moltiplicati. Dopo la scomparsa dell'Avvocato e di Umberto, mancano i punti di riferimento e un numero sempre maggiore di soci è lontano dal mondo delle imprese di famiglia, per cui è lecito interrogarsi se quella coesione blindata per la quale era stata studiata l'accomandita di famiglia sia destinata a mantenersi ancora a lungo. Alcuni soci, detentori di una rilevante ricchezza immobilizzata, potrebbero chiedere di essere liquidati e l'ingente liquidità che si è recentemente formata ai piani alti della catena potrebbe essere sia lo strumento che la causa scatenante di un simile scenario.



Nello stesso tempo, pur ipotizzando un possibile rimescolamento degli assetti societari a monte (nel senso di una riduzione del numero dei soci con liquidazione di alcuni nuclei familiari), è difficilmente immaginabile il venir meno dello spirito stesso della Agnelli & c., incentrato su uno Statuto che ha fatto scuola e che è finalizzato a vincolare il 100% delle azioni nell'ambito della famiglia. Questa constatazione rende quindi ben difficile ipotizzare un accorciamento della catena di controllo secondo le modalità più volte ipotizzate dalla borsa, vale a dire mediante opera della accomandita sulle Ifl privilegiate e successiva incorporazione di Ifl. Un simile scenario potrebbe realizzarsi solo al completo verificarsi dei presupposti legali che porterebbero la cassaforte Agnelli & c. a detenere il 100% delle Ifl privilegiate, pena l'ingresso nel suo

azionariato di soci terzi; visto il rilevante sconto cui quotano le Ifl priv. tale situazione si può concretizzare solo a fronte di un'opa pagata a caro prezzo, cosa che non rappresenterebbe certo il miglior impiego delle risorse disponibili.

## La liquidità disponibile.

Contrariamente alla delicata situazione finanziaria di Fiat, la famiglia Agnelli è invece particolarmente liquida. Disponibilità più o meno ingenti sono infatti presenti in tutti gli anelli a monte della catena di controllo, con l'eccezione di Ifl, per effetto della sostanziale liquidazione progressiva di Exor e della brillante operazione di dismissione con break-up delle varie attività di Rinascente a livello di Ifl. L'accomandita di famiglia, il primo anello della catena di controllo, dovrebbe disporre di liquidità pari a circa 40 milioni di euro.

A essa fanno, come noto, capo la totalità delle azioni ordinarie (non quotate) di Ifl e il 70,45% (il 29,3% è sempre «in famiglia», essendo detenuto da Ifl) di quella Exor che è stato il brillantissimo braccio di investimento internazionale (soprattutto statunitense e francese) gestito e sviluppato da Gabetti. In seguito alla progressiva attività di dismissione delle partecipazioni Exor (Chateau Margaux, Bolloré, Rockefeller center, Foncière lyonnaise, Spirito Santo e Club Med), avviate nel pieno della crisi Fiat, e quando anche Ifl e Ifl versavano in una delicata situazione finanziaria, Exor stessa è divenuto uno scrigno di liquidità, oggi circa 500 milioni di euro. Considerando anche le residue partecipazioni detenute, principalmente il 17,2% della quotata statunitense Graphic packaging corp., la società dovrebbe riconsegnare ai suoi azionisti

una liquidità non inferiore a 700 milioni di euro.

Ifl è l'unico anello della catena di controllo in cui è presente un indebitamento finanziario, pari a 260 milioni di euro al 30 settembre 2004. Tuttavia, considerando il pro-quota di liquidità di Exor e attività e crediti vari, la posizione finanziaria potrebbe avvicinarsi a un sostanziale pareggio. La brillante operazione di valorizzazione di Rinascente (parte immobiliare delle gallerie commerciali, settore food ad Auchan e ramo non food in corso di dismissione in questi giorni) genererà liquidità per oltre 1,5 milioni di euro e riporterà in attivo, per 1,15 miliardi di euro, anche Ifl (di cui Ifl controlla il 62,03% del capitale ordinario), la quarta partecipazione della catena di controllo.

Non solo. A parte la partecipazione istituzionale in Fiat e probabilmente anche quella affettiva in Juventus (dove i problemi strutturali del sistema calcio hanno per la prima volta eroso il patrimonio di liquidità generato dalla quotazione e dalla cessione di Zidane al Real Madrid), tutto il resto è in fase di valorizzazione. Due sono i principali asset residui: la partecipazione nel Sanpaolo-Imi, non più sindacata al fine di permettere una dismissione al momento più opportuno, e soprattutto quella Worms, che è stata una felice intuizione del passato (avendo già generato notevoli plusvalenze con la progressiva dismissione del settore zucchero) e che è stata ora presa in diretta gestione dagli Agnelli, che ne detengono attraverso Ifl il 53,07%, al fine di realizzare presumibilmente una progressiva creazione di valore mediante break-up. In sintesi, un'ingente liquidità è al momento presente in tre delle quattro società della catena di controllo; dai 40 milioni di euro della Giovanni Agnelli & c. Sapa ai 500 milioni di euro di Exor (destinati ad aumentare con le ultime dismissioni), ai 1.150 milioni di euro di Ifl, che si accresceranno anch'essi per effetto della valorizzazione di Worms e, forse, della partecipazione in Sanpaolo-Imi. L'interrogativo è: quale sarà la destinazione di questa liquidità, fra tre distinti scenari? Il primo è strettamente legato a quanto rilevato in precedenza; il moltiplicarsi degli eredi e dei nuclei familiari, unitamente al progressivo venire meno dell'identificazione della famiglia con un preciso marchio, rende sempre più difficile mantenere la coesione per la quale l'accomandita era stata pensata. La presenza di notevole liquidità ai piani alti della catena potrebbe suggerire

(continua a pag. 14)

## CONTRARIAN

### La strana mossa Maserati

Il post put-Gm è stato scandito da due decisioni operative. La prima è stata far vendere Maserati dalla Ferrari alla Fiat. La seconda, dimettere il capo di Fiat Auto, Herbert Demel. I tempi della sostituzione di Demel con Sergio Marchionne sono significativi. Ufficialmente, perché serve una maggiore rapidità nelle decisioni per perseguire la strategia di rilancio dell'auto. Poco plausibile, a meno che si creda che non ci fosse un costante dialogo tra Fiat e Fiat Auto in un momento così delicato. Le ragioni sono altre. Demel è in Fiat da meno di un anno e mezzo e non è stato scelto, ma ereditato da Marchionne. In 15 mesi non si può risanare Fiat; in questi mesi Demel è soprattutto intervenuto sulla struttura e sulla rete distributiva, sulle vendite (vedere crollo dei «chilometri zero»); al massimo è riuscito a contribuire all'ultima fase dello sviluppo dei modelli che stanno

arrivando ora sul mercato. Si teme allora un altro flop sul prodotto? Probabilmente no, perché in tale caso la sua presenza sarebbe stata un comodo capro espiatorio da tenere. A meno che non abbia giocato d'anticipo. Più probabile pensare che la strategia di Demel richiedesse tempi più lunghi, quantomeno per un nuovo, interamente pensato da lui, ciclo di prodotti. Almeno altri due anni. Un'attesa forse troppo lunga per azionisti e banche, che preferirebbero trovare rapidamente un nuovo alleato al posto di Gm. Al vertice serve dunque uno stratega per negoziare le alleanze, non un uomo di prodotto. Ancor di più, in prospettiva di una nuova alleanza industriale, la poltrona del vertice operativo deve essere tenuta a disposizione. Fiat Auto è tornata al 100% italiana, ma vedremo quanto durerà. Meno comprensibile è stata la prima decisione, quella di far uscire Maserati

dal coacervo Ferrari. Hugo Dixon di Breaking views vi ha subito visto la mano invisibile di Mediobanca, secondo socio in Ferrari a un prezzo pagato molto caro, frutto dell'ennesimo ottimo contratto siglato da Paolo Fresco. Proprio quel contratto non prevede alcun obbligo di abbellire Ferrari a favore di Mediobanca, né alcuna via d'uscita per Mediobanca nel caso in cui non riesca a quotare Ferrari in borsa. Perché allora decidere di farle il favore di alleggerire Ferrari delle difficoltà di penetrazione della Maserati? Inoltre, mettendo insieme Maserati e Alfa, si realizza solo parte del progetto Champagne ricordato da Fresco. Ferrari da sola al quel punto vedrà presumibilmente la via della borsa e quindi una presenza di interessi di terzi più forte di quella attuale: un eventuale ricongiungimento dei tre marchi sarebbe ancora più complicato.

(segue da pag. 13)

(o rendere necessaria) la parziale redistribuzione di tali risorse ai membri della famiglia che volessero essere liquidati.

Il secondo scenario prevede invece una nuova fase di investimento in differenti settori; questa scelta avrebbe come intelligente corollario un graduale investimento sulle minoranze del gruppo maggiormente a sconto, di cui si dirà più avanti; investire su ciò che si conosce meglio, in quanto si hanno disponibilità, è da sempre la regola migliore. Il terzo e ultimo scenario è invece strettamente legato con il futuro di Fiat che, malgrado la monetizzazione del put Gm, avrà presto bisogno di nuova finanza. Qui è lecito immaginare che la probabile ritrosia degli Agnelli a investire ancora si scontri presto con pressioni sia sindacali sia delle banche del prestito convertendo, giustificate in entrambi i casi dalla rilevante liquidità disponibile nei piani superiori della catena.

#### Il futuro di Fiat.

Fiat ha assunto nel tempo un peso decrecente nel portafoglio degli Agnelli, ma il grande valore affettivo connesso a questa partecipazione ha determinato nella vecchia generazione scelte antieconomiche, che hanno distrutto valore. La situazione finanziaria e l'andamento economico di Fiat sono tuttora critici, a causa delle difficoltà strutturali da cui l'auto non riesce a uscire. Un aumento di capitale, le cessioni di Toro e Avio e la monetizzazione della put Gm non hanno granché migliorato la situazione finanziaria, causa il continuo assorbimento di cassa generato dalla gestione e dal debito. Ora tutto ruota intorno all'auto, visto che i rilevanti miglioramenti gestionali di Iveco, Cnh, Marelli e Comau stanno, anche se a fatica, tenendo a galla l'intera holding. Fiat avrà nondimeno bisogno di nuovi apporti di liquidità, per riequilibrare una

# E ora che faranno gli Agnelli?

## Se poi si accorcia la catena...

**L'**accomandita di famiglia ha perso la grande occasione per lanciare un'opa sulle IffI private, tra la fine del 2003 e l'inizio 2004, quando i titoli quotavano circa 7 euro contro un net asset value (nav) al tempo stimabile in 15 euro, con tutta la valorizzazione Rinascente ancora da effettuare.

Ora la rivalutazione del titolo IffI, conseguente alle rilevanti valorizzazioni in corso nel patrimonio della controllata IffI e della collegata Exor, rende l'operazione un po' meno conveniente.

IffI, stimando un prossimo incasso per la cessione del pro-quota della parte non-fuod di Rinascente pari a circa 450 milioni di euro, ha oggi un nav stimabile in 5,3 miliardi di euro, di cui 1,5 miliardi di liquidità e 1,6 miliardi (quindi circa il 30%) del totale relativi alla quota Fiat. Il resto è principalmente riferibile a Worms (circa 1,4 miliardi), per la quale si può prevedere un progressivo break-out delle attività al fine di massimizzare il valore, alla quota Sanpaolo-Imi (circa 650 milioni) e, per il residuo, ad attività diverse tra le quali, principalmente, l'entertainment-turismo (Juventus e Alpitur), di più difficile valorizzazione.

Del complessivo nav di IffI, oltre 3,15 miliardi sono di competenza IffI. Il valore di quest'ultima, eliminando le azioni proprie, è leggermente inferiore a quello della partecipazione in IffI, visto che al pro-quota della partecipazione in Exor (stimabile in circa 200 milioni) e ad attività varie si deve sottrarre l'indebitamento finanziario tuttora gravante sulla società, pari a circa 260 milioni.

Ne emerge un nav complessivo di IffI pari a circa 3,1 miliardi, ovvero oltre 19 euro per azione (si è supposto che le azioni ordinarie e le privilegiate abbiano lo stesso valore, in conformità alle modalità con cui era stato lanciato l'aumento di capitale di due anni fa), a fronte di un prezzo di borsa pari oggi a circa 11,3 euro per azione. Il valore del pacchetto di

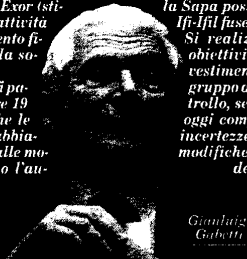
IffI private, sul mercato, senza considerare le azioni proprie, è pari a circa 800 milioni di euro, contro un nav stimabile in circa 1,4 miliardi.

Lo spazio per il lancio di un'opa esiste tuttora, grazie soprattutto alla grande valorizzazione di Rinascente operata da IffI, ma occorre tener conto che una parte di circa il 30% del valore per azione è riconducibile al pro-quota della partecipazione Fiat, cui sono tuttora associate rilevanti incertezze future. Ecco che allora, partendo sempre dal presupposto che investire in ciò che meglio si conosce, soprattutto se a sconto, sia la cosa migliore, si prospetta una seconda via, molto più lenta ma conveniente per gli Agnelli, al fine di realizzare l'accorciamento della catena di controllo.

Considerata che lo sconto investe entrambe le partecipazioni a monte della catena di controllo (IffI e IffI) ecco che la via più conveniente, che non comporta il pagamento di premi sui prezzi di mercato, è un graduale acquisto di azioni delle controllate da parte delle controllanti (e quindi IffI private, da parte della Sapa di famiglia e IffI da parte di IffI), nonché un progressivo acquisto di azioni proprie da parte di IffI e IffI.

Il processo si concluderebbe con la conversione delle azioni IffI private in ordinarie e con la successiva fusione tra IffI e IffI, da realizzarsi solo una volta che la Sapa possa controllare la maggioranza di IffI-IffI fuse tra loro.

Si realizzerrebbero così due importanti obiettivi: verrebbe realizzato un sicuro investimento a sconto sulle varie attività del gruppo disseminate lungo la catena di controllo, senza pagare premi che potrebbero oggi comportare un rischio a fronte delle incertezze tuttora collegate a Fiat e non si modificherebbero l'azionariato e lo statuto dell'accomandita, sempre interamente controllata dalla famiglia Agnelli. Continuità dunque, con la tradizione. Ma soprattutto un buon affare.



Gianluigi Gabetto

struttura patrimoniale sottocapitalizzata, e di nuovi partner per l'auto, preferibilmente diversi nelle varie fasce di gamma. Il nuovo credo degli Agnelli risiede nella creazione di valore e non più nel controllo societario a tutti i costi; se si associa questa constatazione alla determinazione che Marchionne ha già dimostrato di possedere

con Gm, è ragionevole ipotizzare che il primo passo della ricapitalizzazione sia la conversione del convertendo. Così come la put Gm, anche i 3 miliardi di euro del prestito rappresentano un valore per i soci Fiat, a motivo dei favorevolissimi rapporti di conversione. La conversione è un diritto, di più, un obbligo contrattuale, ed è ragionevole pen-

sare che il prossimo obiettivo di Marchionne e degli Agnelli sia proprio questo. Gli 1,5 miliardi di euro da Gm e i 3 miliardi di euro del convertendo, unitamente all'esercizio della put Italenergia (altro prossimo sicuro obiettivo di Marchionne), modificherebbero radicalmente la struttura patrimoniale e finanziaria di Fiat, facilitando

anche il restyling del settore auto in vista di nuove alleanze. Ma se un destino migliore, e soprattutto sicuro, per l'auto è tuttora un obiettivo lontano, una più serena situazione patrimoniale potrebbe generare la tentazione di mettere subito al sicuro ciò che ha valore in Fiat (Iveco, Cnh, Marelli e Comau in primis), prima che eventuali nuove perdite dell'auto non ne compromettano il valore. Ecco quindi che, una volta monetizzate le put Gm e Italenergia e integralmente convertito il prestito delle banche, si potrebbe ipotizzare una scissione di Fiat tra l'auto e tutto il resto.

Certo, una simile delibera dovrebbe veder naturalmente coinvolte e favorevoli anche le banche, nel frattempo divenute il principale azionista di Fiat, ma questo scenario potrebbe vedere alla fine la convergenza interessata di tutti. Da un lato l'auto, in cui confluirebbero le risorse delle monetizzazioni del pre e del prestito convertendo (irrobustite, eventualmente, da quelle ulteriori derivanti dalla cessione delle partecipazioni Mediobanca e Rcs nonché del settore stampa, che potrebbe essere grato a IffI), avrebbe le disponibilità per prepararsi su base stand alone alle alleanze di cui necessita imperativamente. In un simile veicolo potrebbe altresì essere previsto l'ingresso di società di emanazione statale, in aumento di capitale (al fine di incrementare ulteriormente le risorse disponibili) o rilevando le quote delle banche.

Dall'altra, nascerebbe una società, con un valore sicuro e non più erodibile dalle perdite dell'auto, in cui alcuni azionisti potrebbero crescere di peso nei limiti delle soglie opa (gli Agnelli) e altri potrebbero monetizzare parte rilevante del loro investimento forzoso (le banche). Insomma una scissione di Fiat, da realizzarsi in tempi estremamente rapidi dopo la conversione del prestito bancario, potrebbe essere la via per creare (o preservare) valore per tutti, Agnelli e banche.

## INUMERI DI FIAT AUTO

### Quanto c'è in cassa dopo il put?

di Roberta Amoroso

**N**ulla. O molto poco. Tutto vale per i conti del Lingotto l'accordo firmato da Sergio Marchionne con General Motors, secondo gli analisti. Certo, l'assegno da 1,55 miliardi corrisponde a un anno di perdite di Fiat auto. Ma lo stesso manager italo-canadese sa bene che a disposizione del grup-

po c'è ancora una manciata di mesi di liquidità prima di rimanere a secco.

Circa 17 mesi di ossigeno nell'ipotesi migliore, secondo il piano preparato dal manager all'inizio dell'anno e rivelato da Milano Finanza il 15 gennaio scorso.

Ma il tempo a disposizione di Fiat si riduce di quattro mesi nel caso in cui il Lingotto non riuscisse a ottenere dalle banche un differimento del debito (14,2 miliardi nel 2004). Ora, con le risorse della put, Marchionne ha una maggiore flessibilità per gestire il turnaround dell'auto.

Ma il tempo a sua disposizione non è molto. Ecco perché, poche ore dalla chiusura del capitolo con gli americani, ha già fatto almeno tre mosse. Ha preso in mano le redini delle quattro ruote, al posto di Herbert Demel, ha messo in cantiere la

realizzazione del polo del lusso con il passaggio di Maserati da Ferrari a Fiat. Ed è pronto ad altri ritocchi nell'organigramma. Come un cambio al vertice della Maserati, guidata da Martin Leach, che potrebbe essere sostituito da Karl-Heinz Kalbfell, oggi responsabile del Brab1Commercial di Alfa Romeo.

Nel frattempo il mercato rimane in stand-by e per Piazza Affari è come se l'accordo con gli americani non sia stato mai firmato. Venerdì 11 febbraio, l'ultima seduta prima dell'annuncio dell'intesa, il titolo valeva 5,9 euro.

Una settimana dopo, e nonostante la notizia del bonus miliardario in arrivo, le azioni non valevano di più. Il motivo? Il mercato è cauto, dicono gli attenti osservatori di borsa. Ma non basta. A ben vedere, secondo gli esperti di Chevreux, il va-

lore della put option strappato da Marchionne agli americani si avvicina allo zero. Il conto è presto fatto. Dell'assegno di 1,55 miliardi, 550 milioni corrispondono al valore della tecnologia diesel Multijet della piattaforma in Polonia ceduta per il 50% a Gm.

A questo si deve aggiungere che, con la divisione della joint venture Purchasing e Powertrain, Fiat si troverà a consolidare un maggior debito netto per 450 milioni.

Inoltre, con la restituzione da parte di Gm del 10% di Fiat auto holding in portafoglio, il Lingotto si accollerà anche la quota parte di debito (800 milioni). Senza contare l'effetto fiscale dell'operazione, negativo per 860 milioni. Insomma, Marchionne ha chiuso l'affare put, ma la strada rimane tutta in salita. (riproduzione riservata)

### I conti di Marchionne sulla liquidità

Dati in miliardi di euro

	2005	2006	2007
● Totale debiti in scadenza a b/ termine	-10,4	-	-
● Rimborso non monetari	5,0	-	-
● Scadenze monetarie a breve	-5,4	-5,5	-3,9
● Disponibilità liquide e titoli azionari	5,1	5,1	4,2
● Calo portafoglio servizi finanziari	0,5	-	-
● Linee dedicate disponibili	2,0	2,0	2,0
● Impieghi/toni liquide da operazioni	-1,0	0,4	-2,0
● Mesi di liquidità nello scenario peggiore	13,3	-	-
● Mesi di liquidità nello scenario base	17,1	-	-