

IDEE & VALORE / FIAT Per il Lingotto il 2005 è veramente l'anno zero. Decisivo sarà raggiungere gli obiettivi del piano e le strategie per l'auto. Ma convertendo e riequilibrio della struttura finanziaria possono aprire scenari inattesi-

Dove porta il TURNAROUND

di Marco Colacicco

La comunicazione dei dati di bilancio Fiat relativi al 2004, unitamente alle previsioni per il periodo 2005-2007, offre l'occasione per riprendere e approfondire idee di valore sul gruppo Agnelli (vedi Milano Finanza del 19 febbraio).

Il lento ma progressivo miglioramento dell'andamento economico e soprattutto una serie di incassi finanziari di carattere straordinario, unitamente alla cruciale questione del prestito convertendo, possono dare lo spunto per ipotizzare rilevanti operazioni di finanza straordinaria (in particolare una scissione) idonee a creare valore per tutti i soci, attuali e futuri (considerando tali le banche del convertendo). Approfondiamo l'idea con i numeri di Fiat.

Migliorment: economici e criticità. Margine operativo lordo (Ebitda) e netto (Ebit) normalizzati di gruppo registrano un progressivo miglioramento rispetto al picco negativo del 2002, ma sono tuttora molto ridotti rispetto ai valori del 2000 e 2001.

In particolare, l'Ebit normalizzato 2004 ha manifestato un piccolo utile pari a 22 milioni di euro, rispetto ai valori negativi di 510 milioni di euro del 2003 e ai 762 milioni di euro del 2002. Ma l'Ebit nel 2004 era positivo e pari a 318 milioni.

Del tutto speculare, e con le medesime dinamiche temporali, è l'andamento dell'Ebitda, che ha raggiunto nel 2004 un ammontare pari a 2,19 miliardi di euro (in crescita rispetto a 1,76 miliardi del 2003).

Naturalmente fondamentale è soprattutto il ritorno a un piccolo utile operativo normalizzato, malgrado 840 milioni di euro di perdita del settore auto (4,1% del fatturato).

Nel 2005 il budget del settore auto indica una perdita che dovrebbe ridursi all'1,5% del fatturato, collocata quindi in un intorno di 300 milioni di euro.

Tutti gli indicatori di piano, per il 2005 e i due anni successivi, prevedono significativi (verrebbe da dire, decisivi) miglioramenti, sia a livello del settore auto che dell'intero consolidato.

In particolare, se nel 2005 risultato netto e cash flow di gruppo saranno positivi solo grazie al contributo straordinario derivante dall'operazione Gm, nel 2006 si dovrebbe manifestare una prima svolta, con il raggiungimento di un utile netto a livello di Gruppo e un risultato operativo positivo per l'auto sia a livello di risultato operativo che di cash flow. Il 2007 dovrebbe infine segnare il punto di approdo della ristrutturazione, con una redditività operativa pari al 5/6% del fatturato (derivante dal mix tra una marginalità molto elevata a livello di Cnh sino a scendere, passando per i numeri intermedi di Iveco e della componentistica, ai dati più contenuti

dell'auto) e un reddito netto di gruppo compreso tra 1,4 e 1,8 miliardi di euro. Significherebbe il completamento del turnaround e l'uscita dalla crisi.

Su questi dati si innescano due doverose riflessioni, che interessano i numeri degli ultimi due bilanci e le prospettive future del Gruppo, in generale, e dell'auto, in particolare.

I costi straordinari e gli Ias. I risultati operativi normalizzati degli ultimi tre anni sono stati sempre ulteriormente ridotti da elevatissimi oneri di carattere straordinario (poco oltre 1 miliardo di euro nel 2004, 1,4 miliardi di euro nel 2003 e circa 2,4 miliardi di euro nel 2002). Anche considerando i rilevanti proventi straordinari generati dalle dismissioni (solo Toro e Avio hanno contribuito per 1,65 miliardi di euro) il saldo netto negativo delle componenti straordinarie del periodo 2002-2004 è pari a poco oltre 3 miliardi di euro. L'analisi di questi costi, così come comunicati da Fiat, ne evidenzia sicuramente il loro carattere straordinario, ma è anche vero che la loro ripetitività denota quantomeno una situazione di continua ristrutturazione; sarà quindi fondamentale verificare se questi oneri non si manifesteranno più nel bilancio 2005. Il particolare non è di poca importanza anche ai fini dei dati di mercato, tenuto conto che da quest'anno si dovranno applicare i principi



contabili Ias che non prevedono, salvo casi veramente eccezionali, la rilevazione di costi di ristrutturazione: l'Ebit ne risulterebbe quindi direttamente impattato.

Quanto alle prospettive future, la domanda concerne la piena sostenibilità di piani di budget, prudentemente basati su una stasi del mercato e quindi su necessari tagli di costi, a fronte dell'annunciata razionalizzazione di due spese notoriamente delicate, quali pubblicità e, soprattutto, ricerca; è del tutto fondamentale che i risultati non vengano raggiunti grazie a una riduzione della capacità di investimento.

Ma la questione di base è un'altra: la capacità dell'auto di innovare il prodotto, di stringere accordi nei singoli segmenti di mercato con produttori diversi (la condivisione dei costi è ormai diventata un fattore critico di successo) e la ristrutturazione della rete commerciale estera.

Una posizione finanziaria netta da interpretare. La quan-



FATTURATO E RISULTATO OPERATIVO 2004

Dati in milioni di euro	Fatturato	Risultato operativo
Gruppo di cui:	46.703	22
• Auto	20.539	-840
• Cnh	9.796	407
• Iveco	9.292	357
• Ferrari	1.512	6
• Componenti	6.431	183
• Altre ed elisioni	-867	-91

tificazione, e ancor più l'analitica suddivisione tra le varie forme di finanziamento, dell'indebitamento netto di Fiat rappresenta tuttora una questione non meno determinante dell'andamento reddituale per ipotizzare e anticipare qualunque tipo di operazione futura.

Qui la questione è complessa, perché la valutazione coinvolge sia i crediti ceduti (circa 6,3 miliardi di euro), che Fiat non include nel calcolo della posizione finanziaria netta, sia tutta una serie di incassi straordinari certi (GM) e molto probabili (convertendo e Italenergia) che potrebbero avere un'influenza notevole sui dati di fine anno.

Partiamo dal debito di fine 2004 secondo i criteri da sempre utilizzati da Fiat, vale a dire da un debito netto di 5 miliardi di euro. Questo ammontare deriva dalla differenza tra un debito lordo pari a 19,2 miliardi di euro e disponibilità liquide, titoli e crediti finanziari per 14,2 miliardi di euro.

L'indebitamento lordo, seppure fortemente ridotti rispetto ai momenti più drammatici della crisi, rappresenta sempre un dato elevato. Molto interessante, anche per ipotizzare scenari futuri, è l'analisi della sua scomposizione tra banche (4,5 miliardi di euro), convertendo (3 miliardi di euro),

mercato (9,1 miliardi di euro), prestito legato all'operazione Italenergia (1,2 miliardi di euro) nonché ratei e debiti diversi (1,4 miliardi di euro); il convertendo e il finanziamento

Italenergia» rappresentano quindi quasi il 22% del debito lordo (non considerando sempre, per il momento, i 6,3 miliardi di euro di crediti ceduti) e il mercato ben il 47%.

Non meno importante è il profilo temporale del suddetto debito lordo, che per 10,2 miliardi di euro (il 53% del totale), di cui 6,8 miliardi di euro complessivamente relativi al convertendo, al prestito Italenergia e alle banche, è dovuto entro l'anno; teniamo a mente questa cifra, perché importante al fine di immaginare ipotesi future.

A fronte di un debito lordo di 19,2 miliardi di euro, Fiat detiene, come anticipato, disponibilità liquide e titoli per 5,3 miliardi di euro nonché crediti finanziari e altro per 8,9 miliardi di euro; si arriva così, per differenza, al debito netto di 5 miliardi di euro.

A questo numero si devono aggiungere, in chiave statica, i crediti ceduti per 6,3 miliardi di euro, che rappresentano in sostanza un maggior indebitamento lordo, e, in chiave dinamica, gli effetti di tutto quanto, ordinario e straordinario, è accaduto e accadrà nel 2005. In particolare, nell'anno corrente si possono prevedere un assorbimento di cassa della gestione per circa 600 milioni di euro, l'incasso di 1,55 miliardi di euro (già introitati per due terzi) da Gm, il consolidamento di 350 milioni di euro di debito Powertrain, l'incasso della quota di Italenergia e la probabile soluzione della delicata questione del convertendo.

Qui sta il punto. Un'eventuale conversione dell'intero prestito, che rappresenta un obbligo per le banche, come avevamo già rilevato in un precedente intervento (vedere *Milano Finanza* del 19 febbraio), e un valore per gli azionisti Fiat, potrebbe generare un effetto controiluitivo e un maggior valore per azione di poco oltre 0,7 euro (quasi il 15% della capitalizzazione attuale).

Di più: una conversione integrale potrebbe forse rappresentare la definitiva soluzione della problematica debitoria di Fiat, a condizione che l'andamento reddituale si mantenga nell'intorno di quanto previsto dal budget.

A seguito della conversione, il debito netto a fine 2005 potrebbe quasi azzerarsi (ma a questo ammontare si dovrebbero sempre aggiungere i crediti ceduti di cui sopra), le banche diverrebbero il primo azionista e Ifil verrebbe diluita al 22% circa, ma tutti potrebbero a questo punto guadagnarci. Vediamo perché.

Una scissione per tutti. Qualora i piani di budget venissero pienamente rispettati, la situazione economico/reddituale di Fiat a livello di risultato gestionale si avverebbe verso una graduale normalizzazione; è intuitivo rilevare come l'anno in corso sia forse quello decisivo per verificare il successo o meno del turnaround. Ma anche qualora questo fondamentale obiettivo, francamente impensabile sino a poco tempo fa

(e tuttora messo in discussione da molti) fosse raggiunto, il gruppo Fiat continuerebbe a posare su basi finanziarie fragili, in grado di piegarlo nuovamente al primo accenno di una nuova crisi o di semplici difficoltà in qualche settore rilevante.

Per prevenire questo rischio, e per chiudere il cerchio di un lungo e difficile processo di ristrutturazione, è quindi opportuno che al turnaround economico si associ un definitivo equilibrio e rafforzamento della situazione patrimoniale.

C'è un'ipotesi di lavoro che potrebbe generare valore non solo per tutti gli attuali soci ma anche per le banche del convertendo. Come si è anticipato, l'integrale conversione del convertendo entro fine anno, unitamente al prevedibile incasso della quota Italenergia e all'assorbimento di cassa prodotto dalla gestione nell'anno in corso dovrebbero comportare, insieme agli effetti complessivi dell'operazione Gm, un sostanziale azzeramento dell'indebitamento netto secondo le modalità di calcolo Fiat (senza quindi considerare i 6,3 miliardi di euro di crediti ceduti). Soprattutto, il debito finanziario lordo scenderebbe ben al di sotto di 10 miliardi di euro (ipotizzando semplicisticamente che le disponibilità liquide e i titoli vengano utilizzate per rimborsare integralmente le scadenze del debito a breve, anche se è certo un rifinanziamento di parte del debito bancario in scadenza), a cui dovrebbero poi sempre essere aggiunti i 6,3 miliardi di euro di crediti ceduti. A fronte di un debito lordo a quel punto prevalentemente verso il mercato, e per oltre metà dovuto oltre il 2007, il gruppo disporrebbe di crediti finanziari e vari per quasi 9 miliardi di euro.

Il processo di creazione di valore, concetto che è ormai una priorità anche per Torino dopo tutti i sacrifici sopportati, suggerirebbe ulte-

L'INDEBITAMENTO FINANZIARIO NETTO

Dati al 31 dicembre 2004, in miliardi di euro

Debito bancario	4,5
Mercato	9,1
Prestito convertendo	3,0
Finanziamento Italenergia	1,2
Ratei ed altro	1,4
Totale indebitamento lordo (1)	19,2
Disponibilità liquide e titoli	5,3
Crediti finanziari e leasing	8,3
Ratei ed altro	0,6
Totale attività finanziarie (2)	14,2
Indebitamento finanziario netto (1-2)	5,0

N.B.: il calcolo del debito netto non include 6,3 miliardi di euro di crediti ceduti

riori interventi, per almeno un ulteriore miliardo di euro, rappresentati anche, e per la parte principale, dalla cessione di partecipazioni sino a un recente passato del tutto inalienabili e oggi ben valorizzate dalla borsa quali Mediobanca e Rcs.

I sacrifici relativi in termini di potere per gli Agnelli (diluizione al 22% circa in Fiat e cessioni di partecipazioni una volta strategiche quali Mediobanca e Rcs) avrebbero probabilmente un grande ritorno economico, obiettivo che è forse oggi la priorità per le nuove generazioni.

Lo stesso, tuttavia, varrebbe anche per le banche del convertendo e per gli azionisti di minoranza. Fiat capitalizza oggi (includendo le azioni privilegiate e di risparmio) circa 5,5 miliardi di euro; la quota di questo valore di competenza Ifil è in un intorno di 1,55 miliardi di euro. La conversione del convertendo, ipotizzando in prima battuta in maniera del tutto banale che l'intero valore dello stesso comporti un pari incremento della capitalizzazione di borsa, accrescerebbe la quota di competenza Ifil a poco meno di 1,8 miliardi di euro; è il famoso effetto controllativo di cui beneficerebbero tutti gli azionisti di Fiat, non

la sola Ifil.

Ma vi è molto di più. Una Fiat che dimostri da un lato di avere prospettive di successo nel delicato processo di turnaround e che rafforzi nel contempo la struttura patrimoniale, riportando l'indebitamento finanziario netto complessivo (comprensivo quindi di

prestiti e crediti ceduti) a livelli del tutto fisiologici (sotto all'unità nei confronti del patrimonio e in un intorno di due volte l'Ebitda, nel frattempo cresciuto oltre i 3 miliardi di euro), verrebbe immediatamente riscoperta dalla borsa.

Certo, la sfida, con tutte le conseguenti prospettive favorevoli che si potrebbero aprire, consiste principalmente nel raggiungimento degli obiettivi economici di piano. A quel punto anche la perdita teorica (e in molti casi già accantonata) gravante sulle banche del convertendo potrebbe riassorbirsi o quantomeno ridursi drasticamente.

Soprattutto, si aprirebbero le porte per un'operazione straordinaria che rappresenterebbe una sorta di porto sicuro nel cammino accidentato della ristrutturazione di Fiat e una rilevante creazione di valore per tutti i soci. Si potrebbe infatti a questo punto ipotizzare una scissione proporzionale di Fiat tra l'auto, da un lato, e Iveco, Cnh e la componentistica, dall'altro.

I debiti non rappresenterebbero più un problema invalicabile e tutto il ramo sano del gruppo diverso dall'auto non sarebbe più quella sorta di prigioniero che è stato a lungo, e che è in parte tuttora, a garanzia dei debiti complessivi.

Certo, importante e delicato sarebbe il bilanciamento del debito netto residuo tra un malato convalescente quale l'auto (che dovrebbe registrare a regime un risultato operativo pari a circa il 2-4% del fatturato e che già dal 2006 dovrebbe produrre reddito operativo e cassa) e il resto del gruppo, che già nel 2004 ha realizzato un red-

dito operativo pari a 862 milioni di euro, destinati a crescere ulteriormente in futuro.

Le conseguenze non sarebbero da poco. L'auto, sgravata dai debiti, e con una seppur modesta

marginalità operativa, potrebbe guardare con più serenità a quegli accordi di cui ha bisogno e che sarebbero così facilitati anche a livello societario, senza limitarsi alle pur necessarie intese industriali.

Il resto del gruppo rappresenterebbe un indiscusso leader a livello mondiale nel settore della motoristica e componentistica, con un'adeguata marginalità operativa e, soprattutto, con il determinante ombrello protettivo di elevate quote di mercato e minor

competizione nelle aree chiave di Cnh e Iveco.

Automatica sarebbe la creazione di valore per i soci, che potrebbero da un lato mettere finalmente al sicuro un patrimonio di assoluto rilievo (non più minacciato dalle perdite dell'auto), quale il polo Iveco/Cnh/componentistica, e dall'altro valutare le necessarie integrazioni societarie per un'auto non più gravata dai debiti.

Ifil, senza interventi finanziari aggiuntivi, che sarebbero invece del tutto imprescindibili e di ammontare rilevante in caso di rifinanziamento del convertendo, metterebbe finalmente al sicuro un valore con minimo di 1,8 miliardi di euro (destinato ragionevolmente a crescere per quanto sopra), potendo eventualmente decidere di impiegare l'ingente liquidità a disposizione per rafforzare la posizione nel polo Iveco/Cnh/componentistica. Di più, i corsi di borsa si avvicineranno al Nav, che oggi valuta praticamente zero la quota Fiat, sia per le incertezze che gravano su di essa sia per la paura di nuovi interventi a sostegno della principale partecipata.

Azionisti di minoranza e banche (per le quali a oggi la perdite potenziale del convertendo è comunque un dato di fatto) potrebbero a loro volta beneficiare in eguale e proporzionale misura degli effetti di questa operazione.

Tutto dipende dall'effettiva ripresa dei risultati economici, principalmente dell'auto. I numeri dei prossimi mesi, e la verifica del successo del processo di turnaround in corso, diranno se tutto questo è possibile. Diversamente si dovrà ipotizzare uno scenario ben diverso, dove ancora una volta periodiche ricapitalizzazioni devono porre rimedio a ripetute perdite economiche. (riproduzione riservata)



Il titolo oscilla attorno a 5,6-5,7 euro. Prospettive legate in particolare al successo dei nuovi modelli



di Giovanni Barbara - Partner KStudio associato (Kpmg)

ROSSO & NERO

Segnali di trasparenza nel disegno di legge sul risparmio

Il ddl risparmio, che in questi giorni inizia il suo iter d'approvazione al Senato, riserva un ruolo centrale alle norme previste nel titolo secondo «Disposizioni in materia di conflitti d'interessi e disciplina delle attività finanziarie». Si tratta in particolare delle operazioni con parti correlate e delle concessioni di credito in favore di azionisti bancari. Temi che toccano nel vivo il nervo scoperto del rapporto tra banca e impresa. In una fase come l'attuale, l'efficienza allocativa degli intermediari è vista sempre più come uno dei fattori decisivi per far guadagnare competitività al sistema Italia. E che dalla trasparenza nel rapporto tra banca e impresa passa il recupero di fiducia e di credibilità dei risparmiatori verso le banche che è stato gravemente compromesso dai recenti dissesti aziendali.

Con queste disposizioni, da una parte sono introdotte norme volte a vietare alle società quotate di contrarre obbligazioni di qualsiasi natura o di compiere atti di compravendita (di valore complessivo di 100 mila euro

nel corso di ciascun esercizio sociale) con chiunque detenga una partecipazione di controllo nel loro capitale e con chiunque eserciti su di esse un'influenza notevole. Dall'altra si vieta ai soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione o controllo in una banca (che detengono una partecipazione nel capitale della medesima) di contrarre debiti nei riguardi della stessa banca, per un ammontare che superi il valore dei tre quarti delle partecipazioni detenute. Quest'ultima disposizione è applicabile quando il valore della partecipazione sia superiore al milione di euro, ovvero al maggiore importo corrispondente all'1% del capitale sociale con diritto di voto. Le novità introdotte fanno finalmente chiarezza e mettono una serie di paletti, nei confronti di comportamenti ormai sempre meno tollerati da mercato e risparmiatori. Certo si poteva e si può anche fare di più. Per esempio, eliminando anche le soglie minime rendendo cioè influenti (ai fini dell'operatività della norma) anche le ope-

razioni al di sotto dei 100 mila euro per ciascun esercizio sociale. E, ancora, si poteva e si possono eliminare le soglie minime di partecipazione al di sotto delle quali è ancora possibile contrarre debiti con una banca quotata. Volendo spingersi ancora più in là si poteva cogliere l'occasione per ridefinire meglio l'intero perimetro dei rapporti tra banca e impresa.

In Italia la ridefinizione degli assetti proprietari delle banche ha avuto nell'ultimo periodo degli esiti abbastanza discutibili. Si è fatto di tutto per far uscire le Fondazioni dalle banche e ci è ritrovati come azionisti dei soggetti ibridi, che fanno pesare i loro interessi concreti nelle scelte allocative delle banche di cui sono azionisti. Azionisti che con un complesso gioco di scatole cinesi comprano quote importanti di banche e di società quotate, ottengono prestiti dando in pegno quote delle stesse banche e costruiscono, anche sulla base di questi finanziamenti, ingenti patrimoni immobiliari. Di fronte a questi fatti, la tesi della di-

fesa dell'italianità delle banche sembra fragile e finisce per trasformarsi nella difesa d'interessi corporativi a scapito dell'interesse generale.

In ogni caso, come dimostra la cronaca di questi giorni, il mercato con la sua legge ferrea è ormai alle porte. È l'intero modello italiano di banca-impresa con la sua logica prevalentemente relazionale e di affiliazione verrà probabilmente scompaginato dal nuovo che avanza. Strategie difensive che si basano solo sull'invenzione di un nemico esterno rischiano di sembrare antistoriche. Invece il sistema deve saper produrre dall'interno una riforma in grado di garantire un riassetto più funzionale con le logiche di internazionalizzazione e di integrazione dei mercati. Il contenuto del ddl su questo specifico tema dei conflitti di interesse tra banche e azionisti sembra andare in questa direzione e può rappresentare anche da un punto di vista simbolico un segnale importante di apertura. (riproduzione riservata)