

Fca: John Elkann, il regista cieco di Exor

Sarah Gordon, Rachel Sanderson*



Mentre usciva da un ristorante italiano di Monaco, John Elkann è stato avvicinato da una giovane coppia: "Possiamo avere una fotografia insieme a lei?" ha chiesto la donna, ridacchiando alla sua temerarietà. Egli ha risposto con la facilità di chi è abituato a simili richieste.

Elkann, con una faccia da bambino e una parlata dolce, è quasi una superstar nel mondo degli affari. Suo nonno, Gianni Agnelli, era il re senza corona dell'Italia e un preminente industriale europeo negli anni '70 e '80. Il suo quarantenne nipote è meglio noto agli italiani come il proprietario della Juventus e come padrone di Fiat e Ferrari.

Ma, dietro le quinte, Elkann, nato a New York, sta trasformando Exor - la società di investimento di famiglia da 12 miliardi di euro - che ha ereditato nel 2011, sradicandola sia dall'Italia che dall'industria. E' una metamorfosi che implica grosse scommesse su settori in cui egli ha poca esperienza e, nel processo, ha reciso legami che avevano tradizionalmente sostenuto l'azienda in tempi di difficoltà.

"Ha avuto la visione di fare un certo numero di cose dal punto di vista di una struttura corporate, egli ha semplificato e si è concentrato su pochi asset chiave" dice De Benedetti, presidente del gruppo industriale controllato dalla famiglia, la Cir. Lui ed Elkann stanno unificando gli asset familiari nei quotidiani italiani: "Ho molto rispetto per quello che ha fatto".

Per molti analisti e investitori, la direzione verso cui Elkann sta portando la Exor comporta rischi significativi. Per altri è una modernizzazione necessaria da tempo dell'approccio della famiglia Agnelli alla gestione della sua ricchezza. Nulla simboleggia di più il cambiamento della decisione lo scorso anno, di spostare il quartier generale dall'Italia all'Olanda. Questo segna la fine di un'era e non solo per l'azienda che, al suo culmine negli anni '80, controllava direttamente o indirettamente quasi un quarto del mercato automobilistico italiano, ma anche per il paese. (...)

La ricollocazione riflette la crescente diversificazione del portafoglio di Exor, sia geograficamente

che settorialmente. In tutta la sua storia, i suoi asset sono stati dominati dalla Fiat, ma la holding company della azienda automobilistica Fca ora arriva solo a un quarto del portafoglio Exor. A Torino che rappresenta la T nel nome Fiat, ci sono 34.000 lavoratori Fiat rispetto ai 100.000 del suo punto massimo.

Resta tuttavia altamente orientata all'industria dell'auto, ciclica e capital intensive, sollevando la domanda se ridurrà ulteriormente la sua esposizione. C'è stato il riuscito spin off di Ferrari, la cui offerta pubblica iniziale nel 2015 di 9.8 miliardi di dollari ha ridotto la partecipazione Exor al 23% e scaricato parte del debito della Fca sull'azienda automobilistica di lusso.

La pianificata uscita nel 2019 di Sergio Marchionne sta rinfocolando la speculazione sul futuro di Fca. Marchionne ha accennato al car show di Ginevra di un possibile legame con la Volkswagen. Ma gli analisti considerano che il partner migliore per Fca sia la General Motors, sebbene l'Ad Mary Barra abbia evitato persino di incontrare Marchionne. All'inizio di marzo, Elkann ha insistito con il Financial Times che non ci sono in corso colloqui o piani di lungo termine di uscita dal business dell'auto, aggiungendo: "Sergio è stato molto chiaro sui meriti del consolidamento, se fatto bene; lo sono stato anche io e non ho cambiato idea"

La scommessa principale che ha fatto Elkann è stato l'acquisto l'anno scorso per 6,1 miliardi di dollari di PartnerRe, un riassicuratore Usa, dopo una dura battaglia per il takeover che ha determinato per Exor il pagamento di un premio del 24% per l'azienda. L'accordo, interamente in contanti, è stato il più grosso di Exor e i banchieri dicono che il problema maggiore per Elkann è giustificare il prezzo che ha pagato, anche se accordi successivi nel settore sono stati valutati altrettanto sontuosamente.

L'acquisto ha portato con sé l'accrescimento di una serie di rischi per Exor. PartnerRe è il solo grande investimento in cui possiede il 100% e l'azienda costituisce il 34% del valore netto del portafoglio, dove è detenuto al suo prezzo di acquisto. Per finanziarlo, Exor ha dovuto caricarsi una significativa quantità di debito - 4,1 miliardi di euro a settembre 2016 - portando il suo loan-to value (rapporto tra mutuo e valore a garanzia), un metro fondamentale nelle holding di partecipazioni - a oltre il 20%. Elkann dice che è sceso al 18% e che la cifra sarà ulteriormente ridotta da maggiori vendite di asset.

Ma, come azienda privata, PartnerRe ha aumentato la proporzione di asset non quotati nel portafoglio Exor. Il conseguente calo della sua esposizione ad asset quotati da quattro quinti a solo la metà è stato considerato come negativo dalle società di rating. "PartnerRe è una transazione significativa e significa una dinamica differente nel modo di gestire il portafoglio" dice Carole Missoudan, analista S&P, che dice che le aziende non quotate sono più difficili da vendere e da valutare. "Exor ha eroso la sua flessibilità per l'attuale livello di rating".

Elkann ha respinto tali preoccupazioni dicendo che, se avesse bisogno di liquidità, il gruppo ha accesso ad altri investimenti liquidi e che la scadenza media del debito di Exor è superiore a 5 anni. Ironicamente, mentre l'accordo ha, - in superficie - diversificato Exor, ha anche lasciato il portafoglio concentrato su due grandi scommesse, auto e riassicurazione, con la maggior parte del restante in Cnh Industrial e nei media. E mentre l'assicurazione può essere un business meno volatile delle auto, Exor ha poca esperienza del settore.

La riassicurazione, che assume i rischi da altre assicurazioni, è anche non il business che era una volta quando i ritorni mid-teens (tra il 13 e il 19%) erano un luogo comune. Elkann dice che "quello che una volta era un business molto buone ora lo è meno", ma insiste "resta comunque un buon business", in particolare se confrontato con i ritorni nelle industrie dell'auto o dei media. Questi ultimi due settori, tuttavia, hanno enormi compressioni dei margini e pertanto offrono confronti troppo lusinghieri.

La sua grande scommessa su un riassicuratore Usa è il segnale più chiaro dei cambiamenti che ha determinato. Altri sono finanziariamente meno significativi, ma altrettanto indicativi di un approccio nuovo, con un accordo per chiudere la Stampa, giornale posseduto dagli Agnelli da circa

un secolo ,in una company che controlla la rivale Repubblica e l'acquisto nel 2015 del 43% del gruppo The Economist.

Elkann dice che ha accoppiato i suoi investimenti con un benchmarking più disciplinato di prima e che gli investitori sostengono la direzione in cui sta portando Exor. Ma, per quanto ottimista possa sembrare, Elkann deve bilanciare i bisogni di investitori molto differenti in una complicata struttura proprietaria. In Italia è encomiato per avere tenuta unita la famiglia Agnelli, un'impresa che molte altre dinastie italiane hanno faticato a realizzare. "Penso che avere una famiglia sia veramente un plus perchè non costituisce una base di azionisti facile.... La maggior parte della sua ricchezza e reputazione è legata al nostro business di famiglia. Così anche l'impegno che ti dà come organizzazione è molto importante. Gli investitori istituzionali sono impegnati su un orizzonte più breve".

Per quanto lo minimizzi, gestire gli investitori di famiglia è una sfida. Il processo di decision making che la famiglia segue è stupefacente nella sua complessità - così come appare inflessibile nel desiderio di tenere le redini nelle sue mani.

La famiglia controlla Exor attraverso la holding company Gianni Agnelli e Cie, che ha una quota del 53% nel braccio dell'investimento e un board costituito da due membri ciascuno dei tre reami della famiglia, così come due direttori indipendenti. Il board, per esempio, ha il potere di sostituire Elkann come capo della famiglia e presidente di Exor.

La successione, tuttavia, non è una preoccupazione imminente. Elkann, presidente e chief executive di Exor ha la possibilità di guidare la company per molti anni. Egli sostiene che è tenuto a dare conto a un board forte - con 7 direttori non indipendenti e 8 indipendenti, compreso Mike Volpi, l'ex executive di Cisco e che non ci sono ragioni di preoccupazioni sulla governance. (...)

Ma mentre ha costruito un peso nelle stanze decisionali nel mondo, Elkann e la famiglia Agnelli restano controversi in Italia. La diversificazione della famiglia fuori dal paese ha irritato molti che ricordano la dipendenza della Fiat dagli incentivi statali per i costruttori di auto, che hanno aiutato l'azienda a sostenersi. Elkann ha attratto polemiche attraverso considerazioni mal consigliate, mostrando un lato diverso della immagine urbana presentata a livello internazionale. Nel 2014 ha detto che i giovani italiani erano incapaci di trovare un lavoro perché stavano comodi a casa e mancavano di ambizione. Più tardi ha detto che le sue parole erano state riportate in modo scorretto.

Sul fronte finanziario, lo spazio di manovra di Exor è limitato dall'attuale leverage che significa che faticherà a finanziare ulteriori acquisizioni o a spingere i dividendi. E' sempre più concentrato sugli Usa in un momento in cui c'è incertezza nell'ambiente della policy per il manifatturiero e in cui le prospettive di crescita sono più eccitanti in Asia. Ed è più e non meno concentrato dopo le recenti transazioni.

Malgrado l'acquisizione di PartnerRe, Fca conta ancora per un quarto del valore di asset di Exor. E il 47% dei guadagni del gruppo prima di interessi, tasse, deprezzamento e ammortamento, dipendono dagli Usa.

Mentre Elkann ha cercato di sviluppare un nuovo modello per la dinastia, è inevitabilmente riportato al passato. Persone vicine alla famiglia Agnelli dicono che la caratteristica identitaria che unisce il suo apice negli anni '80 a oggi è che la discendenza della dinastia era accompagnata da un chief executive "strongman".

Al tempo di Gianni Agnelli era Cesare Romiti. Oggi è Marchionne. La storia dice che probabilmente il successo di Elkann nell'accrescere la ricchezza della famiglia per la prossima generazione, dipenderà dalla sua capacità di trovare un successore a Marchionne e di definire il futuro del business dell'auto.

* Financial Times