

L'analisi

Fca e il protezionismo economico francese

FULVIO COLTORTI ▶ pagina 6

Fca, le nozze del secolo e il protezionismo economico alla francese

FULVIO COLTORTI

Il controllo di Renault fa capo all'Ape, agenzia nata per preservare la sovranità nazionale nell'industria. Ecco perché, nella fusione con Torino, Parigi può avere obiettivi diversi da quelli degli Agnelli

L'industria dell'auto è oggi la più importante manifattura per molteplici ragioni: la dimensione delle imprese che la costituiscono, i territori che coinvolge, la forza lavoro di cui si avvale, l'impatto diretto e indiretto sulla produzione del reddito nazionale e le innovazioni che promette. La proposta di fusione che Fca ha fatto pervenire a Renault è pertanto destinata a tenere per lungo tempo le luci della ribalta economica e finanziaria.

Non si conoscono i dettagli dell'operazione, anche perché si debbono superare numerose fasi e

il tempo non sarà breve; sono però possibili alcune considerazioni preliminari. La prima è dal lato dei proprietari. Fca appartiene alla famiglia Agnelli; la controlla attraverso la holding Exor, che contiene attività industriali e finanziarie con un attivo aggregato di 166 miliardi: l'auto è preponderante e conta per il 58% (dato a fine 2018).

ENERGIA, AEREI E AUTOMOBILI

Renault è invece posseduta da numerosi azionisti tra i quali prevale lo Stato francese che vi detiene il 15% del capitale con il 28,6% dei diritti di voto. Altri azionisti importanti sono Nissan, che detiene una quota equivalente di capitale, ma senza diritti di voto, e il fondo pensioni Daimler con il 3% del capitale e il 6% circa dei diritti di voto. La presenza dello Stato francese risale alla grande crisi e le azioni sono intestate all'Ape (Agence des Participations de l'État), struttura istituita nel 2004 per proteggere la sovranità del Paese e rafforzare il ruolo dello Stato nell'economia «quando ciò è necessario». Sulla base dei valori di Borsa le altre principali interessenze dell'Ape sono l'elettricità di Edf, gli aeroporti parigini Adp, il costruttore di aerei Airbus, il gas di Engie, i motori aeronautici Safran, l'aerospaziale Thalès, l'operatore telefonico Orange, la compagnia aerea Air France-Klm.

Dal lato proprietario si fronteggiano dunque due opposti profili:

quello patrimoniale di Exor, volto a massimizzare il valore delle partecipazioni e i dividendi distribuiti e a minimizzare i rischi a cui la famiglia ritiene di doversi sottoporre, e quello industriale dello Stato francese, volto a massimizzare il controllo delle attività strategiche e a supportarle finanziariamente.

Exor ha una struttura finanziaria che risente in massima parte dei due tronconi ex-Fiat: Fca e Cnh Industrial, entrambe olandesizzate nel 2012-14. Non è un caso che in bilancio vengano riassunti gli stock di debito finanziario accumulati dalle partecipate (debito qualificato impropriamente "debito lordo") che assommano ad un totale di 43,6 miliardi a fine 2018. Fca vi conta per 14,7 miliardi e con Cnh Industrial copre l'83% del totale. È presumibile che l'alleggerimento di questo peso rappresenti una delle principali attenzioni della famiglia. L'alleggerimento dipende dalla buona gestione delle attività industriali sottostanti, le cui prospettive appaiono oggetto di sfide tecnologiche importanti. L'alternativa, per chi come Fca è rimasta indietro, è l'aggregazione con altri produttori; obiettivo rincorso senza esito dall'ex amministratore delegato Sergio Marchionne.

LA NECESSITÀ DI UN LEADER

La mossa di Fca può coinvolgere in prospettiva un possibile e legittimo ritiro (totale o parziale) degli Agnelli dall'auto, insieme con la ne-

cessità di fissare un nuovo management di riferimento. Ritengo in ogni caso corretto attendersi un passo indietro della famiglia in un settore tra i più impegnativi nel quale, dopo la scomparsa di Marchionne, non dispone più di una guida forte e determinata. D'altro canto la selezione del nuovo numero uno potrà essere fatta insieme con lo Stato francese, anch'esso alla ricerca di un nuovo leader forte dopo la defenestrazione di Carlos Ghosn da Renault.

Occorre attendere gli sviluppi dell'operazione dunque. La proposta di Fca contiene per ora solo elementi che possano essere valutati positivamente dalla controparte come la dichiarazione che non verrà chiuso nessuno stabilimento e la disponibilità alla negoziazione, un po' come quando si vende una casa proponendo un prezzo trattabile. Da questo punto di vista la proposta assoggetterà le due imprese coinvolte ad un esame attento.

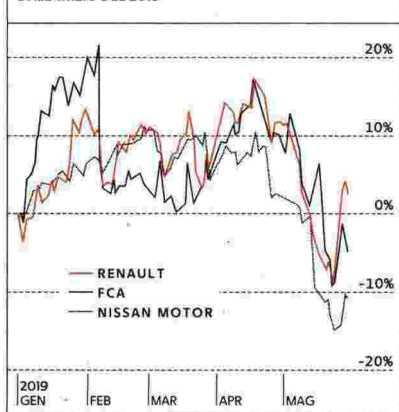
La possibile fusione ha molti elementi positivi. Risolve il ritardo tecnologico di Fca nell'elettrico e nell'interconnessione, frutto della lesina nell'impegno in ricerca. Apre a Renault il mercato americano, asso nella manica di Fca che, grazie all'assorbimento della fallita Chrysler e alle intelligenti azioni successive, vi detiene una quota di mercato del 12%. Accende negli ormai pochi vecchi alfisti la speranza che la nuova leadership punti a rivalorizzare i marchi premium (Alfa Romeo in primis) a lungo incompresi, sottovalutati e maltrattati; con certi sforzi consente di fronteggiare la predominanza tedesca nelle auto di qualità. Promette sinergie (termine sempre richiamato nonostante la vaghezza): come al solito sono dichiarate importanti (5 miliardi), e si potranno verificare dopo un congruo lasso di tempo (6 anni) quando le condizioni saranno mutate. Dal lato finanziario ritengo che la combinazione non avrà eccessivi problemi nonostante i livelli del debito e del patrimonio. Depongono a favore la presenza dello Stato francese e la dimensione dell'affare su cui applicare le commissioni delle banche.

L'ENIGMA DEL DIVIDENDO

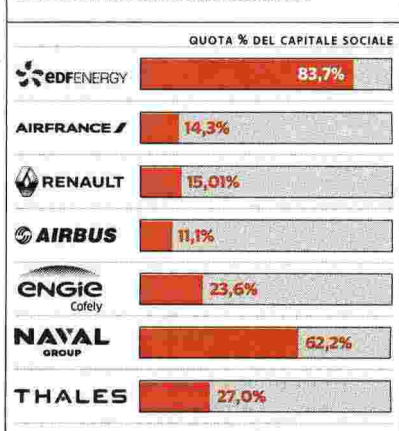
Il debito finanziario assomma a fine 2018 a 14,7 miliardi per Fca e a 8,7 miliardi per Renault (esclusi i debiti collegati al finanziamento delle vendite). Dal canto suo, il patrimonio viene riportato nel bilancio ufficiale di Fca per 27,9 miliardi e in quello Renault per 36,1 miliardi. Ma vi sono differenze rilevanti: la Fca impiega il suo patrimonio in

25,7 miliardi di attività intangibili (Enrico Cuccia le definiva «aria fritta»), la Renault lo fa per soli 5,9 miliardi. Sotto questo aspetto le Borse paiono cieche: le capitalizzazioni delle due società sono infatti simili. Ma che dire dei proponenti l'offerta? Nonostante il patrimonio netto tangibile di Fca sia negativo, come appena visto, propongono una distribuzione di 2,5 miliardi di dividendi tratti dalle riserve di utili non distribuiti; ma personalmente non vedo esuberanti di capitale dalle carte pubblicate sinora e quindi, forse, occorrerà trovare qualcuno che ve li metta. La speranza è che non sia lo Stato italiano, messo in ansia dalla presenza transalpina.

I numeri
COSÌ IN BORSA I TITOLI COINVOLTI NELL'OPERAZIONE DALL'INIZIO DEL 2019



I COLOSSI CONTROLLATI DALLO STATO FRANCESE
ALCUNE PARTECIPAZIONI DELL'AGENZIA APE



166

MILIARDI DI EURO

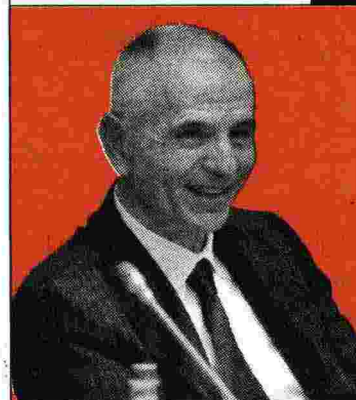
Valore delle attività industriali e finanziarie aggregate del gruppo Exor

4%

DEL VALORE DI APE

Il peso della quota in Renault sul totale delle partecipazioni dell'Ape, l'agenzia di Stato francese

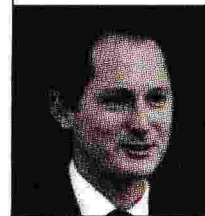
Il personaggio



Fulvio Coltorti
Docente di Storia dell'Industria in Cattolica, ha diretto per 43 anni l'Area studi di Mediobanca



Emmanuel Macron
presidente della Francia

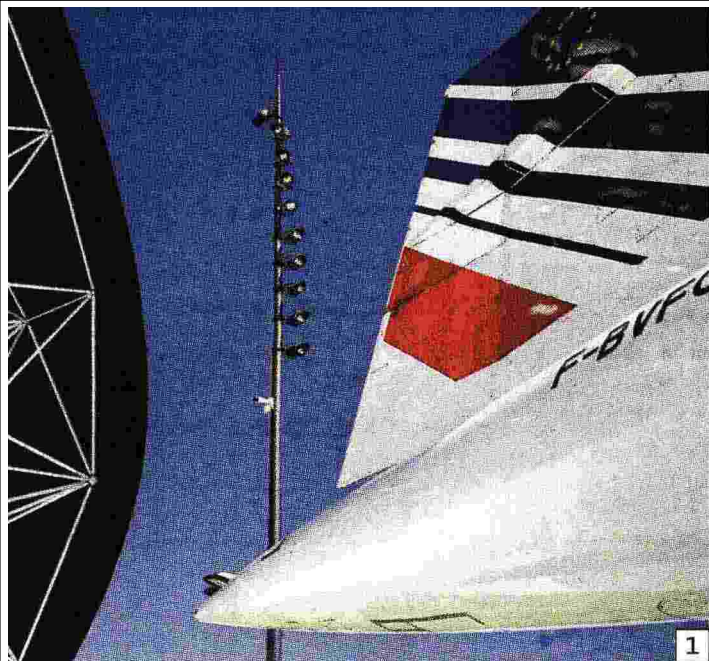


John Elkann
presidente di Exor

1 Logo Air France su un Concorde, al museo Aeroscopia di Blagnac, a Tolosa

2 Dettaglio del quartier generale di Edf alla Défense, a Parigi

3 Assemblaggio di una Renault Kadjar a Wuhan, nella Cina centrale



1

P. ATKINSON/ALAMY



2

V. ISORE/IP3/GETTY



3

La frase

“

L'Agence des Participations de l'État è stata istituita nel 2004 per massimizzare il controllo delle attività strategiche dello Stato francese e supportarle finanziariamente