

Made in Italy

LA MOSSA CINESE SULLA BICOCCA

Chem China a un

Riassetto nell'azionariato, con Opa attesa a 15 euro

Antonella Olivieri

Quel che ormai appare certo è che presto Pirelli avrà un socio di maggioranza cinese, Chem China. Per i dettagli bisognerà attendere l'annuncio dell'Opa che probabilmente arriverà lunedì, visto che anche nel week-end sono in programma i consigli delle società coinvolte in quello che si prospetta come un nuovo maxi-riassetto del gruppo della Bicocca. Ieri, a quanto risulta, si sono riuniti il board di Nuove partecipazioni e quello di UniCredit. Nel fine settimana toccherà a Camfin e Coinv. «Entro il week-end si chiude»: a fine serata è arrivata la conferma ufficiale del presidente Pirelli Marco Tronchetti Provera.

Il mercato si aspetta un'Opa su Pirelli da 7,1 miliardi, a 15 euro per azione, anche se ieri le quotazioni hanno superato di slancio la soglia con un ulteriore rialzo del 2,21% che ha portato il prezzo finale a 15,23 euro. Lo schema dell'operazione - secondo quanto è stato possibile ricostruire - sarebbe ormai definito. In sostanza Camfin dovrebbe vendere la quota di riferimento di Pirelli a Chem China, una quota che agli attuali prezzi di mercato vale un po' più di 1,8 miliardi. Parte di questi proventi - un po' meno Rosneft che monetizzerebbe in parte l'investimento - verrebbero reinvestiti in una newco, partecipata a maggioranza dai cinesi, che materialmente lancerà l'Opa su Pirelli. Dopodiché il titolo potrebbe essere delistato da Piazza Affari o meno a seconda delle adesioni all'offerta. Se si arrivasse a controllare più dei due terzi del capitale, la fusione con la newco non quotata sarebbe fattibile a maggioranza. In caso

contrario Pirelli continuerebbe a essere quotata, allungando i tempi del riassetto.

A questo punto lo schema si divide sulla parte delle operazioni finanziarie, ma resta unitario nella parte della riorganizzazione industriale. I contatti con il gruppo chimico cinese, un colosso da 70 miliardi di fatturato, riallacciati negli ultimi sei mesi, si basavano sulla ricerca da parte della Pirelli di un partner asiatico per la divisione delle gomme per camion, macchi-

L'OPERAZIONE

Il gruppo asiatico rileverà la quota di Camfin e poi lancerà un'Opa con una newco partecipata dai soci italo-russi in minoranza

ne agricole e macchinari pesanti. Chem China con Aeolus (che è quotata) ha già un'attività nel comparto che, unita con la divisione camion di Pirelli, potrebbe raddoppiare di dimensioni ed espandersi a livello internazionale, collocandosi tra i primi 4-5 produttori a livello mondiale, ma soprattutto elevare la qualità dei pneumatici per i mezzi pesanti che oggi in Cina, a differenza di quanto avviene in altri mercati emergenti come per esempio il Brasile, è ancora tarata sull'utilizzo per "una sola volta" (contro le "tre vite" dei prodotti più evoluti), cosa che provoca seri problemi di smaltimento. Per unire le due attività occorre però prima scorporare e societizzare la divisione camion di Pirelli, processo già avviato che richiederà almeno tutto quest'anno prima di

essere completato. Quindi si dovrebbe procedere con la valutazione delle due società e poi fonderle: il processo, appunto, risulterebbe più spedito se Pirelli, che continuerà a controllare la joint venture, non fosse quotata. Nello schema base - in cui appunto l'attuale Pirelli verrebbe ritirata dall' listino di Piazza Affari - la Pirelli Tyre, dopo la separazione societaria dalla parte "Industrial" e quindi concentrata sui pneumatici per auto e moto e in particolare sul segmento "premium" a più alto valore aggiunto, tornerebbe in Borsa - orientativamente nel giro di quattro anni - e il socio cinese si lascerebbe diluire sotto il 50%, per far spazio al mercato, restando pur sempre il primo azionista del gruppo con una quota assolutamente maggioritaria.

L'accordo tra i soci italo-russi, da una parte, e i cinesi, dall'altra, assicurerebbe però la governance in mano italiana, non solo confermando ceo Marco Tronchetti Provera per diversi anni, ma anche tutto il team manageriale della Bicocca che avrebbe la conduzione del business. Clausole statutarie impedirebbero anche in seguito - a meno di procedere a una successiva Opa totalitaria - di trasferire sede e ricerca & sviluppo fuori dall'Italia.

Lo schema B - se non fosse cioè possibile raggiungerlo il quorum per il delisting - prevederebbe tempi più lunghi, ma con l'analogo obiettivo di portare separatamente in quotazione la società dei pneumatici per camion e la società delle gomme premium, entrambe sotto una holding "Pirelli" a maggioranza cinese.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

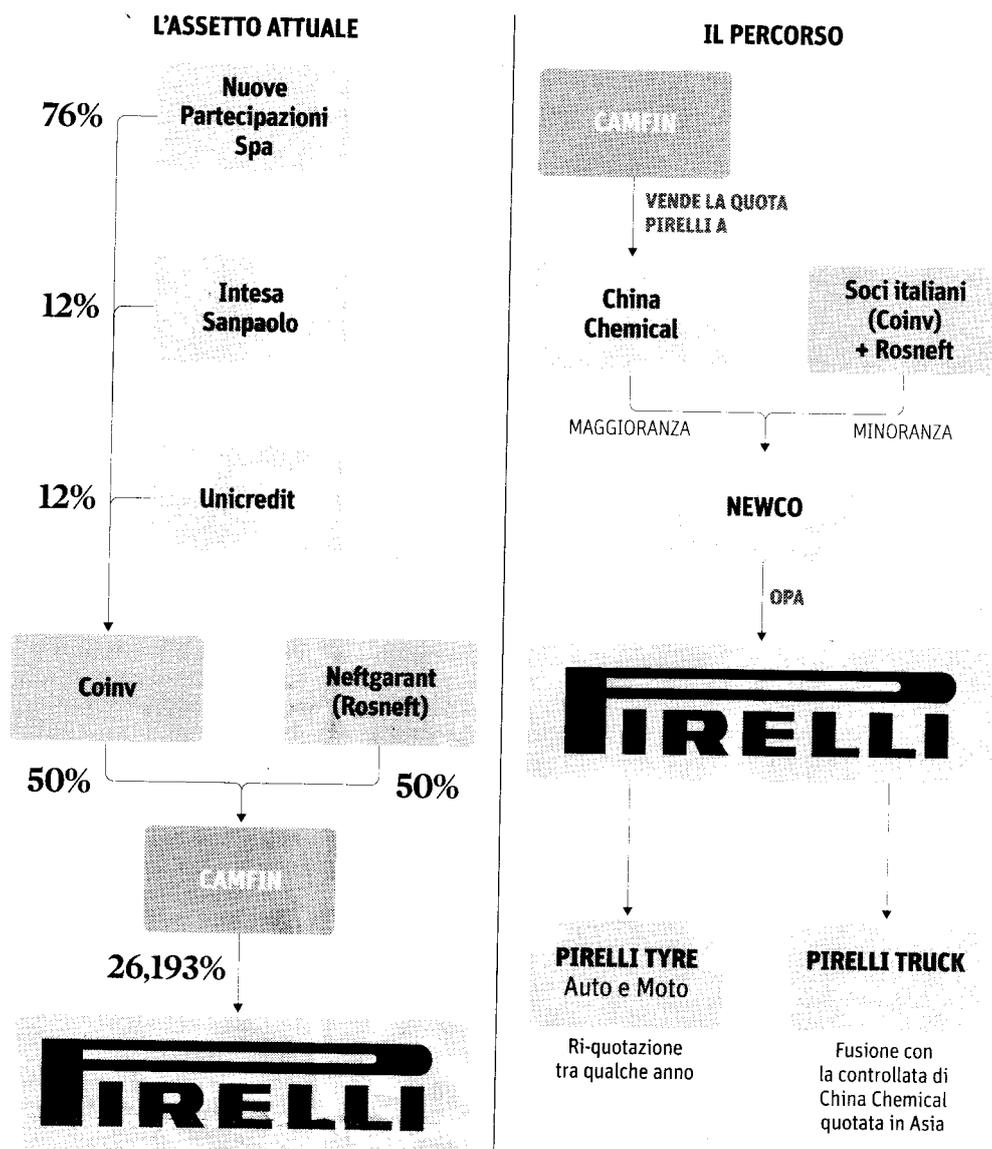
passo da Pirelli

- Tronchetti: «Si chiude entro il weekend»

Le clausole
Stop al trasferimento fuori dall'Italia
della sede e della ricerca & sviluppo

Il passaggio del controllo ai cinesi

Il cambiamento della catena societaria



Il governo societario

L'accordo assicurerebbe il mantenimento della governance in mani italiane

Banche al lavoro. Dal big Usa il finanziamento preliminare, UniCredit si farà

Da Jp Morgan e UniCredit

Carlo Festa

Un mega prestito da 8 miliardi di dollari. È questo il pre-finanziamento targato Jp Morgan che rappresenta, ormai da qualche settimana, l'impalcatura dell'operazione tramite la quale i cinesi di China National Chemical Corporation faranno il loro ingresso nel gruppo Pirelli con il riassetto di tutta la galassia Camfin che girava attorno ai precedenti azionisti: cioè Marco Tronchetti Provera, le banche (Intesa Sanpaolo e Unicredit), i russi di Rosneft e altri azionisti minori come i Rovati e la famiglia Diaz Pallavicini. Il

pre-finanziamento da 8 miliardi di dollari è il primo passo per la successiva condivisione dell'impegno finanziario con altre banche. Unicredit si dovrebbe infatti prendere carico di metà del finanziamento, quindi dovrebbe sottoscrivere una cifra di 4 miliardi sugli 8 pre-garantiti

ADVISOR AL LAVORO

Per conto di Pirelli si è mossa la struttura di Lazard, mentre il gruppo di Pechino, seguito Rothschild, potrebbe farsi affiancare da Bank of China

da Jp Morgan. Un tema sul tavolo del consiglio di amministrazione di Unicredit della tarda serata di ieri. Successivamente il prestito, in una prima fase suddiviso in parti uguali fra Jp Morgan e UniCredit, potrebbe essere negoziato e condiviso con altre banche in pool e la stessa Intesa Sanpaolo potrebbe intervenire con un finanziamento per una cifra pari a quella di UniCredit. Al momento per la banca guidata da Carlo Messina non sarebbe però previsto un consiglio per deliberare l'operazione. Se questa è da un lato la struttura, finanziaria-

carico della metà della linea di credito

prestito da 8 miliardi

mente complessa, della transazione che porterà al riassetto della galassia Pirelli-Camfin, dall'altro lato c'è il dietro le quinte delle trattative che hanno portato a questo esito. Per Unicredit l'operazione è stata seguita direttamente dall'amministratore delegato Federico Ghizzoni, e dai due top manager Alessandro Decio e Davide Merghetti. Ma è stato folto anche il plotone degli advisor finanziari al lavoro ormai da diverse settimane sul dossier. Per conto di Pirelli si è mossa la struttura di Lazard, che nei giorni scorsi era a Mosca per presentare la

struttura dell'operazione all'azionista russo Rosneft, che esce ridimensionato nel suo ruolo di socio, pressato dalle sanzioni internazionali a Mosca. Il nuovo socio porterà la bandiera cinese sullo storico gruppo italiano con un impegno finanziario e un ruolo di azionista che non era riuscito a Rosneft. Proprio China National Chemical Corporation, un colosso da 70 miliardi di dollari di fatturato, sarebbe stato fin dall'inizio interessato a un investimento pesante in Pirelli e avrebbe battuto la concorrenza delle altre conglomerate asiati-

che. Ad assistere la conglomerata di Pechino sul dossier, che potrebbe essere affiancata da Bank of China nell'operazione, sarebbe stata la banca d'affari Rothschild con un team guidato dall'amministratore delegato in Italia Alessandro Daffina. Ora, definita l'architettura finanziaria, si attende che il riassetto entri nel vivo: con il trasferimento dell'intera partecipazione detenuta da Camfin a un prezzo di 15 euro per azione a una società italiana di nuova costituzione, controllata da China National Chemical Corporation, con un contestuale reinvestimento di Camfin in questa società. L'opa avverrà poi allo stesso prezzo.

Fondi cinesi a sostegno del deal

Rita Fatiguso

PECHINO. Dal nostro corrispondente

Una a nuova geopolitica riporta indietro le lancette dell'orologio a quando la Cina, e non la Russia, era la candidata al ruolo di partner di Pirelli, quinto gruppo al mondo nel settore pneumatici. Sappiamo come è andata e, anche, come sta andando adesso: emissari della società spediti a Mosca, il chief financial officer di Pirelli segnalato a Pechino una decina di giorni fa, la piazza in cui, oggi, circolano le risorse finanziarie. Per non parlare del ruolo di Safe, l'autorità per la valuta estera che siede a lato di People's Bank of China e che su un simile deal non potrà non dire la sua.

I tempi sono cambiati in fretta. Su più ampia scala, è la Cina, adesso, a garantire ossigeno, attraverso una serie di alleanze monetarie e finanziarie, alla Russia, strangolata dalle sanzioni economiche. Nulla di strano, dunque, che l'ennesimo riassetto Pirelli passi dalla capitale

cinese: mentre in Europa si tengono riunioni per disegnare le nuove architetture societarie, in Cina, infatti, è tutto un gran movimento di fondi di investimento, di quelli destinati a fornire il carburante all'operazione di ingresso in Pirelli di China national chemical corpora-

IL LEGAME CON IL PAESE

Un decimo quasi del fatturato Pirelli scaturisce dal distretto della gomma, a Yanzhou, dove ci sono le due fabbriche modello

nell'azienda. Tra questi c'è il fondo Bohai, un colosso della finanza con una stazza, nel suo campo, pari a quella di China Chem. E se quest'ultima realtà rilevasse l'intera partecipazione della russa Rosneft, oggi controllata di Camfin che controlla Pirelli, non ci sarebbe da meravigliarsi, la Cina è in pieno Go global, mentre un decimo quasi del fatturato Pirelli - società con una capitaliz-

zazione di borsa da 7,5 miliardi di euro, quindi "piccolo" per il mercato locale - scaturisce dal distretto della gomma, a Yanzhou, nello Shandong, dove ci sono le due fabbriche modello e il partner industriale.

«La cosa più importante è conoscere se stessi e, quindi, avere una migliore comprensione degli altri, facendosi coerenti con la loro capacità». Con simili frasi a effetto Marco Tronchetti Provera ama parlare alla stampa economica cinese: lunghe, ricorrenti interviste in cui ama snocciolare la filosofia dell'azienda. Posizionata nel segmento alto: Ferrari, Lamborghini, Maserati, marchi amatissimi dai cinesi. Orientata a investire: in ricerca, nell'incremento della partecipazione al 90% nella joint venture, nell'allargamento della rete di vendita alle città di terza-quarta fascia, fino alla cifra di tremila punti entro l'anno.

Ma i tempi cambiano e la profezia di Xiang Hanxue, esperto del settore

di Forward business intelligente, secondo il quale «la Cina entro il 2015 rafforzerà la leadership nel settore, con oltre 550 milioni di unità di pneumatici», val bene una revisione.

Come pure la quota di un milione e mezzo di auto di lusso circolanti entro quest'anno. Tra politica di austerità imposta dal Governo centrale e il rallentamento economico, per la prima volta Lamborghini in Cina ha registrato una flessione del 7% nelle vendite, una cosa mai vista.

Se il mercato di alta fascia aveva preso l'abbrivio, oggi le prospettive sono più realistiche. L'aumento irreversibile del costo del lavoro unito a quello delle materie prime, la rivalutazione del renminbi rappresentano per una società come Pirelli che a quell mercato vuole rapportarsi, un fattore di rischio. L'avanzata di un forte partner cinese anche dal punto di vista industriale non potrà che funzionare da ammortizzatore.

Il titolo sopra il prezzo presunto di Opa

Marigia Mangano

In attesa che i grandi soci di Camfin alzino il velo sui dettagli del maxi riassetto che porterà il socio cinese China Chemical a detenere il controllo del gruppo Pirelli, il primo verdetto di Borsa è lampante: il prezzo di 15 euro dell'offerta pubblica di acquisto che il socio asiatico

FRONTA LA SPECULAZIONE

C'è chi vedrebbe un'esclusione del mercato dal progetto industriale relativo allo scorporo della divisione truck da quella auto

si appresta a lanciare con i soci italiani sulla Bicocca non basta. La cronaca di piazza Affari conferma, per ora, la tesi. Nella giornata di ieri le azioni Pirelli hanno viaggiato costantemente sopra il valore di 15 euro, toccando un massimo di 15,81 euro, per poi chiudere in rialzo del 2,21% a 15,23 euro per azione (valore che incorpora il dividendo). Quanto serve per portare la capitalizzazione della Bicocca a 7,431 miliardi di euro. Ciò si-

gnifica che la quota in mano a Camfin, pari al 26,2%, vale oggi 1,9 miliardi e per conquistare il restante capitale ne servono almeno altri 5 di miliardi.

Solo speculazione o movimenti legati alle reali prospettive del gruppo? Entrambi i fattori, secondo gli addetti ai lavori. Perché se da un lato la scelta di passare dal mercato attraverso un'Opa è comunque letta positivamente, dall'altro lato non si comprendono alcuni aspetti finanziari e industriali. Partendo dalla decisione di mettere in piedi un'Opa volta al delisting della Pirelli.

In estrema sintesi, ieri in Borsa circolavano due letture differenti sull'impianto del riassetto.

La prima interpretazione ruota intorno alle reali intenzioni degli azionisti, vecchie e nuove, della Pirelli. Se l'obiettivo concreto fosse quello di delistare il gruppo degli pneumatici, probabilmente il valore dell'offerta sarebbe stato più alto. In pratica - è la tesi - c'è una concreta possibilità che la nuova cabina di comando che si appresta a entrare in forze nel libro soci di Pirelli punti a una quota più alta rispetto all'attuale 26,2%. Magari al

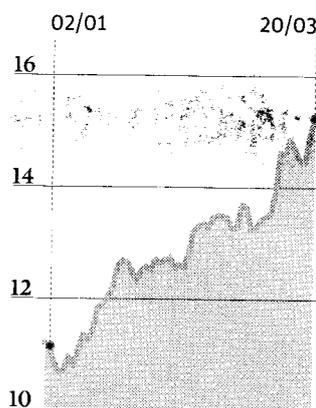
50%, ma di certo non al delisting.

La seconda interpretazione, più accreditata a piazza Affari, è che alla luce dei dettagli finora emersi sul riassetto, il mercato "non gradisca" l'esclusione dal progetto industriale relativo allo scorporo della parte truck. Secondo le indiscrezioni trapelate finora, infatti, dopo il delisting di Pirelli l'obiettivo sarebbe quello di scorporare la divisione truck, quella legata agli

pneumatici per i camion, dalla divisione auto e moto. In altre parole Pirelli si trasformerebbe in una società pura di pneumatici consumer premium. E il delisting agevolerebbe tale percorso restringendo i tempi di esecuzione. Ma qui è il punto. In questo caso, ovvero di scorporo del truck, il gruppo della Bicocca si avvicinerebbe a gruppi come la finlandese Nokian, con valutazioni differenti. Basti pensare che secondo alcuni calcoli, applicando i multipli di Nokian all'orbita della parte consumer del gruppo Pirelli il valore del gruppo potrebbe salire fino a 6 euro per azione. Perché allora - è la critica che arriva dal mercato - non far partecipare tutti i soci, e non solo quelli di controllo, a questa creazione di valore? In proposito si riporta l'esempio di Fiat-Ferrari, con lo scorporo del Cavallino in via di definizione. Come dire: il rialzo del prezzo in Borsa del titolo Pirelli sopra il valore dell'offerta di 15 euro è letto come la richiesta del mercato di rivedere al rialzo l'Opa, girando anche ai soci di minoranza una parte della futura creazione di valore.

Pirelli

Andamento del titolo a Milano



© RIPRODUZIONE RISERVATA

Chem China avrà la maggioranza della newco nel cui capitale saranno anche italiani e russi

Pronta l'Opa cinese su Pirelli

Riassetto con offerta a 15 euro. Tronchetti: si chiude nel fine settimana

È ormai tutto pronto per l'operazione che porterà Chem China al controllo di Pirelli. «Si chiude entro il week end» ha assicurato ieri Marco Tronchetti Provera che continuerà a far parte della compagine azionaria restando ai vertici del gruppo. Nella newco di cui i cinesi avranno la maggioranza, oltre ai soci italiani resteranno anche i russi di Rosneft. L'Opa per l'eventuale delisting dovrebbe essere lanciata a 15 euro per azione.

Servizi • pagina 5

VENDERE PER CRESCERE

di Alessandro Plateroti

«L'Italia ha bisogno di aziende forti, non di poteri forti». Era l'11 gennaio del 2006, circa un anno prima di uscire da Telecom Italia, quando Marco Tronchetti Provera decise di aprire così la sua

intervista al Sole24Ore. L'estate rovente delle scalate ad Anton Veneta e Bnl e dell'assalto al Corriere della Sera era ormai alle spalle.

Continua • pagina 5

Ma su Tronchetti, la Pirelli e Telecom cominciava a montare una pressione che si sarebbe poi rivelata ben più pericolosa dei rastrellamenti di azioni Rcs da parte di Stefano Ricucci e Giampiero Fiorani, quella della politica. Come finirono poi le cose è noto a tutti: Tronchetti respinse i diktat del Governo sullo scorporo della rete Telecom e fu costretto a vendere le quote nella compagnia, mentre la stessa Telecom, che fino al 2006 aveva cercato in ogni modo di restare «azienda forte», sprofondò in una crisi societaria e di mercato da cui solo ora, tra vecchie e nuove «pressioni», sta cercando di uscire.

E la Pirelli? Per sua fortuna, e per la fortuna dei suoi azionisti grandi e piccoli, il più grande gruppo italiano nel settore degli pneumatici tornò ad essere gestito a tempo pieno da Tronchetti Provera, il cui impegno prioritario diventò immediatamente l'evoluzione della Pirelli in azienda multinazionale con base italiana: grazie agli investimenti in Russia e Sud America, alle joint venture e agli accordi internazionali, Tronchetti ha portato al 94% la quota di produzione e fatturato realizzati all'estero dall'azienda della Bicocca, attraendo così non solo l'interesse di grandi investitori internazionali (oggi rappresentano il 46% del capitale Pirelli) ma anche quella dei colossi industriali dei Paesi emergenti, prima i russi di Rosneft e oggi i cinesi della ChemChina. È difficile stabilire se la frase «aziende forti, non poter forti» fosse solo una generica riflessione filosofica sul futuro del capitalismo italiano, o qualcosa di molto più personale, profondo e concreto. Certo è che fu proprio a partire da quegli anni - vigilia della grande crisi finanziaria ed economica mondiale del 2007 - che il monito dell'imprenditore milanese cominciò a concretizzarsi come una sorta di profezia rimasta inascoltata: i patti di sindacato che giravano intorno a Mediocredito cominciarono a sciogliersi uno dopo l'altro, così come le scatole cinesi e soprattutto quel tessuto di rapporti chiamato capitalismo relazionale che aveva tenuto insieme l'industria e la finanza italiana (non senza danni) fin dal dopoguerra. Il problema vero è che la seconda parte della «profezia» è ancora in alto mare: una chiara divisione dei ruoli tra politica e industria, una classe politica coesa e determinata nella modernizzazione del Paese e soprattutto in grado di aiutare le imprese a diventare «aziende forti». Chi ci è riuscito, come la Pirelli di Tronchetti o la Fiat-Fca di Sergio

L'ANALISI

Alessandro Plateroti

Vendere per crescere

Marchionne, lo ha fatto senza avere un sistema-Paese alle spalle, contando sulla propria credibilità e sulle risorse dell'azienda e dei suoi azionisti. Per avere aziende forti, e soprattutto per avere aziende in grado di diventare più grandi e più forti dei loro concorrenti esteri, non basta solo un buon manager o un buon imprenditore: serve un si-

stema-Paese in grado di migliorarsi con le riforme strutturali, di favorire e sostenere l'internazionalizzazione delle sue imprese e soprattutto - vista la cronica mancanza di risorse pubbliche - di aprirsi al mercato con serie privatizzazioni e vere liberalizzazioni. In altre parole, se si vogliono aziende competitive e si vuole davvero evitare che una dopo l'altra le nostre imprese vengano vendute all'estero, bisogna che l'industria italiana sia messa in grado di recuperare competitività sul campo mondiale. Oggi si parla della vendita della Pirelli ai cinesi, del riassetto di Telecom Italia e della fuga all'estero della Fiat, ma in realtà lo shock dell'industria italiana ha colpito tutto il sistema nello stesso momento. E in particolare la piccola media impresa. L'ingresso nell'euro, con la fine delle svalutazioni competitive, l'esplosione della competizione asiatica e dell'Est europeo e i cambi generazionali hanno causato un triplice shock da cui gli imprenditori stanno cercando faticosamente di uscire. In questo senso, l'industria italiana ha perso smesso di lamentarsi per l'assenza di una vera politica industriale: la Pirelli, la Fiat e tante altre imprese hanno solo bisogno di essere aiutate in termini di competitività del sistema-Paese. La competitività è valutare le aree in cui il Paese può dare il meglio, migliorare il livello delle infrastrutture e il sistema amministrativo. Competitività è attrarre investimenti. Come di fatto è accaduto ora per la Pirelli e per Tronchetti, le cui scelte sull'azienda meritano profondo rispetto: e anche se i cinesi avranno il controllo del capitale, sarà il management attuale a gestire ancora il gruppo, e italiana resterà sia la sede della Pirelli sia la sua tecnologia.

Molti si faranno a questo punto una domanda: ma se la Pirelli è riuscita ad affermarsi come azienda forte, perché mai Tronchetti ha deciso di venderla all'estero? La risposta è facile: per l'entità dell'offerta, ovviamente, ma soprattutto per metterla in condizioni di crescere ancora di più, farla diventare parte di una realtà globale in cui possa svolgere il ruolo di predatore e non quello di preda. Un po' come sta facendo Marchionne per la Fiat. Non tutti saranno d'accordo. Ma su questi temi è facile scegliere le scorciatoie, scivolando su posizioni moralistiche. L'Italia ha la possibilità di recuperare terreno, così come hanno dimostrato i grandi rilanci che hanno segnato la nostra recente storia industriale, come quelli di Pirelli o di Fiat. Basta non remare contro.

Chem China in Pirelli,

Sede, ricerca e management restano italiani:

Selezione 22-3-2015 p.3

Antonella Olivieri

L'ultimo baluardo a difesa dell'italianità di Pirelli è appeso alla perizia degli avvocati. Patti intricatissimi, da tradurre in cinese, ma anche in russo - visto che gli interlocutori al tavolo con Marco Tronchetti Provera & C. sono il prossimo socio di maggioranza Chem China e l'ultimo partner internazionale Rosneft - che cercano di far da contraltare con la governance alla potenza dei capitali emergenti. Pirelli già oggi è poco italiana se si guarda a produzione e mercati di sbocco: su entrambi i fronti lo è appena per il 6%. Nell'azionariato stabile lo è solo per il 13%. Troppo poco per difendere l'azienda dalle mire dei concorrenti che, dato che il settore delle gomme ormai è molto concentrato a livello mondiale, se riuscissero a conquistare la Bicocca, per motivi Antitrust, dovrebbero necessariamente rinunciare a "pezzi" della pregiata preda, inglobando solo il possibile. Scenario per nulla irrealistico considerato che Pirelli è relativamente piccola per capitalizzazione di Borsa (Continental viaggia a oltre 45 miliardi, Bridgestone a 30, Michelin quasi a 17) e che Rosneft, alle prese con le difficoltà dell'embargo alla Russia, non avrebbe potuto intervenire per organizzare la difesa.

Affidarsi all'abbraccio cinese, con la rinuncia all'ultima parvenza di italianità della proprietà, sarebbe stata - a quanto risulta - anche una mossa per mettere al riparo l'azienda dal rischio "spezzatino": un anno fa le voci davano in movimento la tedesca Continental, oggi sul mercato circolavano anche altre ipotesi. Il passaggio della maggioranza in mani cinesi è un dato di fatto perché comunque vadano le cose Chem China sarà sempre l'azionista preponderante della Bicocca. L'accordo però è stato fatto a condizione di preservare l'essenza dell'italianità di Pirelli: sede e cervello in Italia. Vale a dire gestione del business, anche per la parte che riguarda la joint nelle gomme per camion e macchinari pesanti, al management di Pirelli e ricerca & sviluppo in Italia. Presidi da inserire nello

statuto societario con la maggioranza bulgara del 90% per poterli cambiare. Il che significa che il baluardo all'essenza dell'italianità resisterà fino a quando ci sarà qualcuno in Italia interessato a farlo valere e fino a quando i cinesi saranno convinti che il marchio del "made in Italy" sia un valore aggiunto e non invece un vincolo da eliminare. Percentuali che dovranno passare la ratifica dei consigli che si stanno susseguendo in questo week-end, ma sulle quali è già stato raggiunto un sostanziale accordo.

Nello schema dell'operazione in cantiere - i dettagli si dovrebbero conoscere lunedì, presumibilmente prima della riapertura dei mercati - la costante è che Chem China avrà comunque la maggioranza. In

LE QUOTE

In caso di adesione totalitaria Chem China avrà il 65%, gli italiani il 22,6% e Rosneft il 12,4% - Senza delisting i cinesi nella newco al 51%

percentuali variabili a seconda dell'esito dell'Opa che sarà lanciata da una newco a maggioranza cinese, con la componente italo-russa in minoranza.

Nella fase iniziale Chem China rileverà la quota di riferimento di Camfin in Pirelli per una cifra intorno a 1,8 miliardi: tolti 400 milioni di debito (che sarà rimborsato), restano 1,4 miliardi. Rosneft ne tratterà una parte e reinvestirà il resto insieme ai soci italiani (la cordata privati-banche guidata da Tronchetti) nella newco che lancerà l'Opa a 15 euro, per un controvalore totale di 7,1 miliardi. Nella newco, Chem China metterà 2,2 miliardi di equity, la compagine italo-russa circa 1,1 miliardi (cioè i proventi netti risultanti dalla vendita della quota di Camfin).

Nell'ipotesi in cui l'Opa raggiungesse il 100% delle adesioni, Chem China avrebbe il 65% del capitale, l'ex Camfin il 35% così suddiviso: la compagine tricolore al 22,6% - miracoli della finanza, più del 13% che ha in

mano oggi - e Rosneft con la restante quota del 12,4%.

Se invece l'Opa non riuscisse a raccogliere la totalità del capitale la Pirelli farebbe capo alla newco, nella quale ci sarebbe una sostanziale pariteticità tra il socio cinese e il blocco italo-russo: 51% al primo, 49% agli altri. In questo caso Pirelli potrebbe essere delistata o meno a seconda che la maggioranza raggiunga o meno la percentuale dei due terzi del capitale sufficiente a consentire la fusione con la newco non quotata.

La composizione del board dovrebbe variare di conseguenza a seconda dell'esito dell'Opa e quindi delle percentuali di capitale azionario in mano ai due blocchi.

Nel caso in cui fosse possibile ritirare Pirelli dal listino di Piazza Affari, il processo di riassetto post-Opa marcerebbe più spedito. In ogni caso si avrà la separazione tra una società dei camion destinata a fondersi con la quotata Aeolus che fa capo a Chem China e una società delle gomme auto e moto concentrata nel segmento d'alta gamma "premium". Quest'ultima tornerebbe in Borsa dopo quattro anni (forse a Londra), con i cinesi che scenderebbero sotto il 50%, pur restando sempre il socio maggioritario. Nel caso in cui ci fosse il delisting di Pirelli a seguito dell'Opa, ma per qualche motivo "Pirelli Tyre" non fosse riportata in quotazione allora ci sarebbe il diritto (sotto forma di un'opzione put) degli altri soci rimasti nel capitale a rivendere le loro quote a Chem China allo stesso prezzo dell'Opa di oggi, presumibilmente, appunto, intorno ai 15 euro.

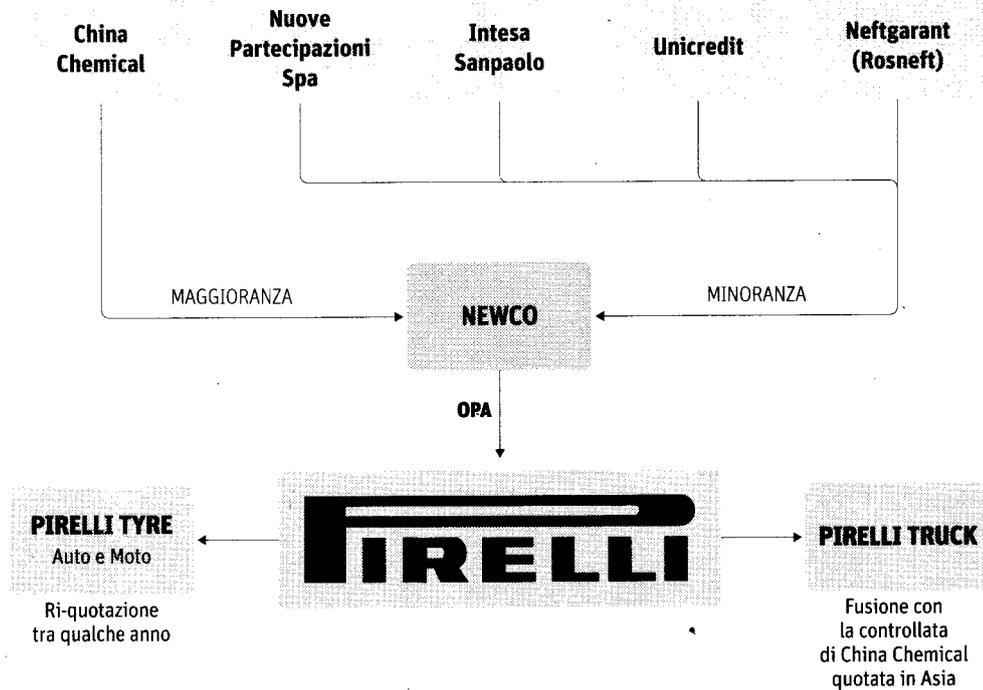
Allo stato pare non si registrino defezioni nella variegata compagine tricolore che accompagna Tronchetti a seguirlo anche in quest'ultima avventura. Se la scommessa industriale della joint cinese per i camion si rivelerà azzeccata e se le gomme premium da sole spuntassero multipli più alti in Borsa, ci sarebbe senz'altro ancora da guadagnare. Con qualche tristezza per i limiti del sistema-Paese, ma questa è un'altra storia.

patto salva-Italia

servirà oltre il 90% del capitale per cambiare

Catena societaria e numeri di Pirelli

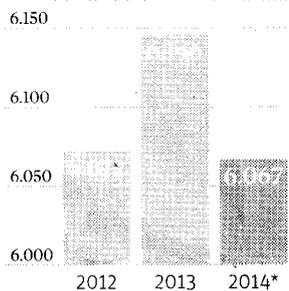
COME CAMBIA LA NUOVA STRUTTURA DI CONTROLLO



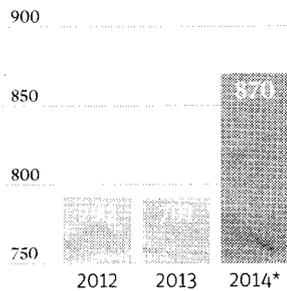
CONTO ECONOMICO

Dati in milioni di euro

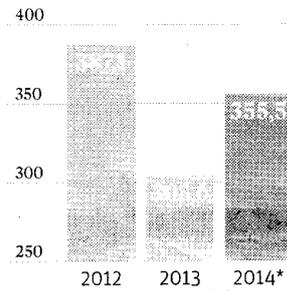
RICAVI NETTI



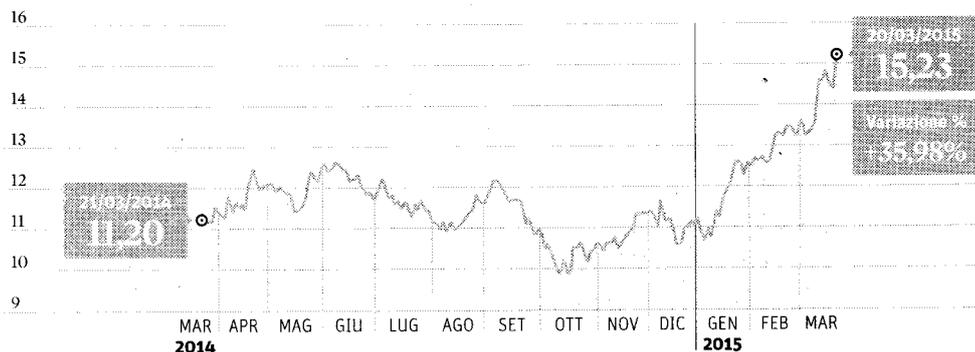
REDDITO OPERATIVO



REDDITO NETTO



IL GRUPPO IN BORSA



(*) stime Bloomberg

Prede e predatori nel nuovo capitalismo

di Paolo Bricco

La vicenda Pirelli ha un valore paradigmatico. La sua acquisizione da parte di Chem China rappresenta la definitiva uscita dal Novecento industriale italiano. È l'ingresso nelle nuove mappe di un capitalismo globalizzato in cui Europa e Cina si affrontano con durezza. Continua ► pagina 3

La grande industria. Fra tentativi di internazionalizzazione e difesa del controllo

È la fine di quel capitalismo familiare che bloccò i deal Dunlop e Continental

Set 24 ore 22/3/15 p. 3

di Paolo Bricco

► Continua da pagina 1

L'operazione sancisce la fine di un secolo lungo segnato per il nostro Paese dalla capacità di essere uomini di fabbrica e da una spinta all'internazionalizzazione che hanno sempre dovuto fare i conti con un capitalismo familiare interessato al controllo dell'impresa e dotato di minori capitali rispetto ai concorrenti stranieri. Un profilo, dunque, molto italiano. Ma l'operazione di Chem China su Pirelli è anche l'ulteriore prova del nuovo confronto fra grandi aggregati politico-territoriali, in cui il nuovo soggetto forte della globalizzazione - la Cina - sceglie di assimilare pezzi tecnologici e manifatturieri occidentali, secondo scelte di politiche industriali a cui invece l'Unione Europea - lacerata da micro politiche nazionali - non riesce a replicare. Qualcosa che, dunque, riguarda tutta l'Europa. «Questo episodio - riflette Franco Amatori, decano degli storici economici della Università Bocconi - si iscrive in una vicenda di lungo periodo in cui la spinta a crescere sui mercati esteri, essenziale fin dagli anni Cinquanta vista la piccola dimensione del mercato italiano, ha sempre avuto un freno in due caratteristiche del nostro capitalismo nazionale: l'ansia di controllo del-

la famiglia fondatrice sull'impresa e i mezzi finanziari inferiori alle ambizioni». Franco Amatori, che ha avuto modo di raccogliere la testimonianza di Leopoldo Pirelli poco prima della sua scomparsa otto anni fa e che poi ha avuto accesso al suo archivio, ricorda il passaggio a vuoto del 1971. Allora si arrivò a pochi centimetri dalla fusione fra Pirelli e Dunlop. In quel passaggio storico Michelin

LA MANCANZA DI RISORSE

Dopo le trattative in Germania e Gran Bretagna, Pirelli puntò sull'americana Firestone ma si arrese alla ricca offerta della giapponese Bridgestone

aveva il predominio commerciale e tecnologico. L'operazione Pirelli-Dunlop aveva una significativa ragione industriale: i prodotti erano complementari. Ma Dunlop aveva un azionariato diffuso. Era una public company. «Leopoldo - rammenta Amatori - non se la sentì di vedere la sua quota diluita in una nuova impresa in cui avrebbe faticato non a comandare, ma anche solo a determinare l'indirizzo strategico». C'è la questione del desiderio del controllo. E c'è il tema dei soldi. Ai Pirelli e alla Pirelli degli anni Settanta e Ottanta - «assolutamente

centrali nel sistema di Mediobanca», secondo Giandomenico Piluso, docente di Storia di impresa all'Università di Siena - non si ataglia il giudizio severo che, su quel mondo ormai prossimo all'autunno, avrebbe formulato nel 1991 Napoleone Colajanni nel saggio pubblicato da Sperling & Kupfer "Il capitalismo senza capitale". Ma, di certo, Leopoldo comprese la differenza delle regole e delle misure in gioco quando nel 1988 provò ad acquisire negli Stati Uniti la Firestone. Un mondo - fra Akron in Ohio, Chicago e Wall Street - in cui non valeva la frase di Enrico Cuccia «le azioni si pesano, non si contano». Il tentativo di scalata fallì per l'offerta dei giapponesi di Bridgestone, di gran lunga migliore sotto il profilo finanziario. Il tema della capacità finanziaria al servizio dell'espansione internazionale - cruciale in ogni periodo storico, anche quando i mercati erano più chiusi come negli anni Ottanta - rappresenta una continuità di lungo periodo per la Pirelli, che in questo appare davvero paradigmatica della fisiologia del nostro capitalismo. Fra il 1990 e il 1991 l'impresa italiana imposta una scalata alla Continental. Una operazione che non ha una origine ostile. «Dopo una fase iniziale positiva - sottolinea Amatori - i negoziati prendono una brutta piega non soltanto quando Pirelli

mostra di volere comandare non rispettando il principio di condivisione del potere proprio del capitalismo renano, ma soprattutto quando la proposta finanziaria viene formulata parte in denaro e parte conferendo la Pth, la holding quotata ad Amsterdam che racchiudeva delle attività internazionali. A quel punto, il sistema tedesco, formato in particolare da Deutsche Bank, da Volkswagen e da Bmw, dice no». Nella continuità di lungo periodo, gli anni Novanta e gli anni Duemila sono stati segnati sul piano micro dalla leadership familiare e societaria di Marco Tronchetti Provera che, nonostante il vulnus rappresentato dall'investimento in Telecom Italia, ha perversato in Pirelli nella strategia di risanamento e di sviluppo, di razionalizzazione delle procedure e dei processi interni e di internazionalizzazione. Questa consistenza industriale ha fatto il paio con il binomio formato dal controllo della società attraverso catene societarie e dalla ricerca di investitori in grado di apportare, appunto, nuovi capitali. Una ricerca di nuovi capitali, all'interno delle ragioni e degli interessi sia della famiglia che dell'impresa, che alla fine ha appunto portato all'arrivo dei cinesi. Invece, sul piano macro, nella dialettica fra particolare e generale fra gli anni Ottanta e gli anni Novanta in Europa è successo qualcosa a cui



Il tentativo di fusione con Dunlop

■ Nel 1971 si arrivò a un passo dalla fusione Pirelli-Dunlop, due aziende che avevano prodotti complementari. L'assetto societario era però differente: Dunlop era una public company. E Leopoldo Pirelli non se la sentì veder diluita la propria quota in un big che avrebbe fatto fatica a governare.



La scalata a Continental

■ Tra il 1990 e il 1991 Pirelli impostò una scalata non ostile su Continental. I negoziati, dopo una prima fase costruttiva, presero una brutta piega quando Pirelli mostrò di voler comandare non rispettando il principio di condivisione del potere proprio del capitalismo renano dando vigore all'opposizione di Deutsche Bank, Vw e Bmw.

effetti perdurano ancora oggi. E che mostrano le cause dell'assenza di una risposta sistemica europea - di qualunque genere, beninteso - di fronte a una Cina che procede, rispettando le regole del mercato, come un cingolato, in questo come in altri casi. Fra il 1985 e il 1994 Jacques Delors da presidente della Commissione Europea prospettò la necessità di politiche industriali comunitarie. «Il suo consigliere Alexis Jacquemin - nota Franco Mosconi, docente di Economia industriale all'Università di Parma - dimostrò che era necessario abbandonare politiche industriali difensive su base nazionale. I singoli Stati preferirono, invece, procedere in autonomia. Il risultato è che, oggi, manca una politica industriale comunitaria, all'interno della quale si muovano i grandi gruppi industriali come Pirelli, che non sono italiani, ma europei». Che non erano italiani, ma europei, viene da dire. Dato che, ora, sono cinesi. «Pirelli doveva crescere. Aveva bisogno di capitale nuovo, per aprire per esempio un mercato come quello cinese che, fra il 2020 e il 2025, varrà quanto quello europeo», afferma Roberto Crapelli, amministratore delegato di Roland Berger Italia. Che aggiunge: «Non ha più senso parlare di Paesi. Ormai il confronto è fra piattaforme produttive di grandi dimensioni, soprattutto alla luce delle nuove tecnologie Industry 4.0. Dunque, anche le policy devono misurarsi su queste scale. I cinesi si muovono con decisione. L'Europa non sempre sa che cosa vuole dalla sua identità manifatturiera». E se non lo sa l'Europa, figuriamoci l'Italia.