

Vivendi Universal: una rivitalizzazione fallita?

di Paolo Morosetti

A. Premessa¹

La trasformazione del gruppo Vivendi può essere analizzata considerando il rapporto tra l'impresa e i mercati finanziari, ovvero tenendo conto dei giudizi formulati dagli operatori di mercato sulle strategie del gruppo. Di seguito alcuni passaggi che hanno segnato gli eventi del 1999 e del 2001, a completamento del caso aziendale "Vivendi: ristrutturazione e crescita".

B. La chiusura dell'esercizio 1999

Alla chiusura dell'esercizio 1999 Jean Marie Messier presentò i dati di bilancio del gruppo Vivendi con il solito entusiasmo, senza far trasparire ancora le sue nuove idee per il futuro. Qualsiasi decisione fosse presa, bisogna infatti tener presente che il gruppo era quotato alla Borsa di Parigi e che il flottante ammontava a circa l'80% del capitale, mentre il restante 20% era distribuito tra soci privati con partecipazioni massime del 2%.

A livello finanziario il titolo Vivendi si era apprezzato del 28% nel corso dell'esercizio raggiungendo quota €89,65 per azione alla chiusura. Le quotazioni avevano risentito di alcune consistenti cadute nel periodo estivo, successivamente recuperate grazie al crescente interesse degli operatori di Borsa verso i titoli del comparto dei telefonici e delle *Internet related stock*, per i quali si prevedevano elevate opportunità di crescita nel breve e medio termine.

Come illustrato nella Figura 1, nel triennio 1997- 1999 si era riuscito a creare valore azionario e a *performare* meglio della media di mercato. Un risultato di grande prestigio.

¹ Questo caso è stato scritto da Paolo Morosetti, Istituto di Strategia ed Economia Aziendale, Università L. Bocconi, ottobre 2003. Il caso è stato redatto per finalità didattiche e non per illustrare metodologie efficaci o inefficaci di gestione aziendale, né per esprimere giudizi di merito e di valore sull'operazione e sui suoi risultati nel tempo. Copyright ISEA 2003. Per quanto attiene le misure e le valutazioni finanziarie riportate, esse sono frutto di elaborazioni personali dell'autore sulla base di stime di mercato di operatori di brokeraggio per esclusive finalità didattiche e da non intendersi come giudizi di valore sul titolo del Gruppo, di sue controllate e/o sue partecipate.

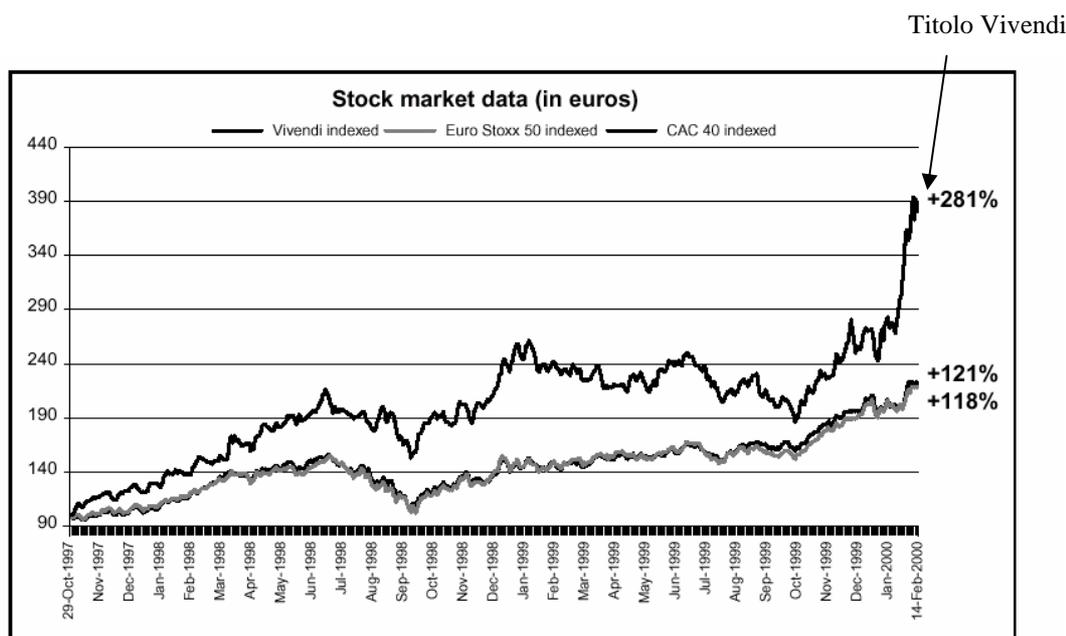


Figura 1: Performance finanziarie - Fonte: Dati aziendali

C. I rapporti con i mercati finanziari nel 1999

Nel corso del 1999 la comunità finanziaria aveva più volte espresso apprezzamenti sulla strategia realizzata e intenzionale del gruppo anche se permanevano elementi di criticità e sussistevano dei punti poco chiari:

- a dispetto dei toni trionfalistici, la redditività operativa era modesta e gli azionisti beneficiavano di un elevato ritorno soprattutto grazie ad un uso intensivo del meccanismo della leva finanziaria;
- completata la fase di ristrutturazione Vivendi si presentava come una conglomerata diversificata tra telecomunicazioni, media, *utility e construction and property*. Un portafoglio azionario che poteva essere replicato in autonomia dagli operatori di mercato senza dover incorrere nei costi delle strutture di *corporate*;
- i settori dei media e delle telecomunicazioni mostravano forti potenzialità di crescita per effetto della diffusione delle tecnologie Internet e di nuovi comportamenti di consumo da parte della domanda finale, ma per coglierle sarebbero state necessarie ulteriori risorse finanziarie;
- nel business delle telecomunicazioni si erano effettuati alcuni investimenti al di fuori del mercato francese, dei quali non si comprendeva bene la valenza strategica. In particolare, non era chiaro se si volesse diventare un *co-leader* nel mercato domestico oppure un concorrente paneuropeo. In questo caso, gli investimenti da compiere sarebbero stati troppi elevati per essere finanziati dalla sola Cegetel o dallo stesso gruppo, che avrebbe fatto meglio a concludere un accordo con una grande *telecom* europea;
- l'equilibrio finanziario del portafoglio di business era peggiorato negli ultimi esercizi poiché i business delle *utility* non erano più in grado di concorrere significativamente al finanziamento di buon parte dei nuovi settori di attività, che mostravano forti tassi di crescita e fabbisogni.

Una delle più importanti *investment bank* anglosassoni, nel giugno del 1999, aveva redatto una valutazione dell'intero gruppo sulla base delle intenzioni strategiche dichiarate dal management. Il *fair value* del titolo era stato determinato pari a €78,6 rispetto ad un valore di mercato nello stesso periodo di €77,6 (v. Allegato 1). Un risultato eccellente se si tiene conto che il *corporate discount* per i grandi gruppi diversificati oscillava allora in media tra il 30 e il 50%.

D. Il fascino di Internet e l'operazione Vivendi Universal

Nel mese di gennaio del 2000 Vivendi decise di lanciare le iniziative VivendiNet e Vizzavà. La comunicazione agli analisti finanziari fu gestita personalmente da Messier che sottolineò come Vivendi fosse proiettata a diventare a breve termine un operatore a pieno titolo della *New Economy*.

Nel mese di giugno si consumò poi la grande svolta. Jean Marie Messier convocò un'affollata conferenza stampa dove annunciava che Vivendi aveva concluso un accordo con il gruppo americano Seagram per costituire, di comune accordo, una nuova società chiamata Vivendi Universal. L'operazione coinvolgeva anche la partecipata Canal+ (Figura 2).



Figura 2: La visione di Vivendi Universal - Fonte: Dati aziendali

Secondo l'opinione di Messier, il valore delle azioni Vivendi Universal sarebbe stato compreso in un *range* di €139-160, destinato a crescere nel tempo.

E. Il rapporto con i mercati finanziari nel luglio del 2000

Le quotazioni del titolo Vivendi (v. Figura 3) nei giorni successivi all'annuncio della *mega fusione* non furono brillanti. Segnale che non deve essere necessariamente valutato negativamente per diversi motivi, tra cui:

- la reazione dei mercati di fronte ad operazioni così complesse è misurabile su archi di tempo più lunghi per consentire agli analisti di comprendere in dettaglio i risvolti del progetto industriale;
- l'annuncio dell'operazione avvenne mentre il comparto dei titoli telefonici subiva sostanziali correzioni al ribasso a seguito dell'adeguamento dei *fair value* delle società quotate per considerare l'impatto degli ingenti investimenti inerenti l'assegnazione delle licenze UMTS;

- contemporaneamente all'annuncio dell'operazione Vivendi Universal, Jean Marie Messier stava concludendo le procedure per il collocamento in Borsa della partecipata Vivendi Environnement, con modalità che non soddisfacevano pienamente gli operatori di mercato avendo quest'ultima società un indebitamento giudicato eccessivo.

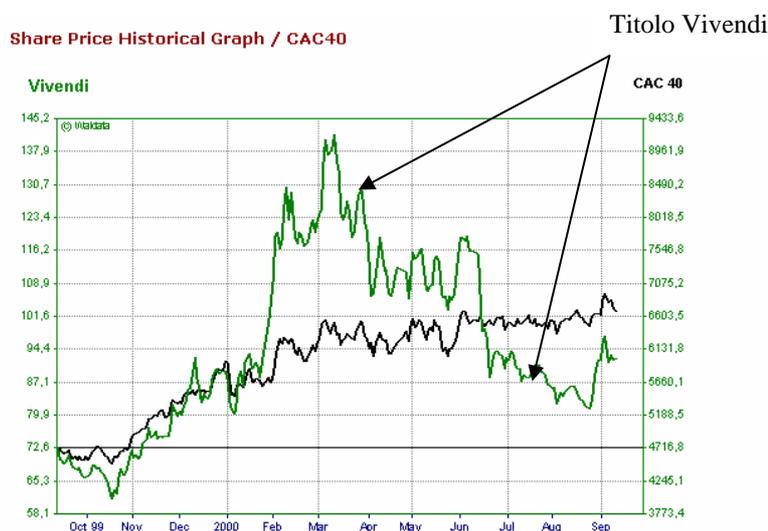


Figura 3: Andamento del titolo Vivendi Ottobre 1999 – Settembre 2000 - Fonte: Dati aziendali

Nell'Allegato 2 si riportano i risultati di una valutazione del nuovo gruppo Vivendi Universal effettuata da una *investment bank* anglosassone nel luglio del 2000. Il 13 dicembre del 2000, primo giorno di quotazione dei nuovi titoli Vivendi Universal, la seduta di borsa si chiuse con una prezzo del titolo pari a €74.

F. I risultati del 2001

Alla presentazione dei risultati del 2001, il salone che accoglieva gli analisti e i giornalisti della stampa economica specializzata era gremito di persone. Tutti era interessati a conoscere che cosa era riuscito a produrre il nuovo gruppo a più di un anno dall'annuncio della grande operazione.

Jean Marie Messier avviò l'incontro ribadendo il suo disegno strategico: *"Vivendi Universal is the world's preferred creator and provider of personalised information, entertainment and service to consumer anywhere, at any time, and across all distribution platforms and device"*. Poi si dedicò al commento dei principali dati di bilancio.

I ricavi, l'EBITDA e l'EBIT della divisione *Media & Communication* erano cresciuti più di quanto previsto a budget, anche in un quadro macroeconomico internazionale non certo esaltante, mentre la partecipata Vivendi Environnement era riuscita *più o meno* a mantenere gli obiettivi previsti a piano, seppur si trovava molto esposta alla debole congiuntura del mercato americano. I risparmi di costo conseguiti con la fusione ammontavano, però, a solo 200 milioni di euro, la metà di quanto previsto, perché il processo di integrazione tra l'organizzazione americana e quella francese incontrava difficoltà.

Meno esaltanti erano stati i risultati della gestione finanziaria. La posizione finanziaria netta del gruppo era peggiorata per effetto delle nuove operazioni di acquisizione, per il completamento di un'operazione di *buy back* per 1,3 miliardi di

euro, che consentì di tonificare il valore del titolo, e per il pagamento dei dividendi del 2000 per un importo pari 1,2 miliardi di dollari.

Secondo Messier non esisteva comunque un problema finanziario poiché era sua intenzione cedere quanto prima la partecipazione nell'operatore televisivo inglese BskyB incassando almeno 4,2 miliardi di euro.

F. Il rapporto con i mercati finanziari nel luglio del 2001

L'ottimismo di Messier strideva con alcune valutazioni degli analisti che, innanzitutto, non condividevano a pieno la comparazione di Vivendi Universal a realtà quali Aol Time Warner, Disney, Viacom e News Corp, che presentavano una struttura di generazione dei ricavi completamente diversa, come illustrato nella Tabella 1.

Revenues in billions dollars (2001 E)	Filmed Entertainment	TV/CABLE	Internet	Publishing	Thema Parks	Music	Total Revenues	Media & Entertainment as a % of total revenues
Vivendi Un.	3,3	3,6	0,1	3,2	0,4	5,9	46	48%
Aol Time Warner	8,8	14,6	11	4,8		4,3	44	100%
Disney	6,7	10			7,2		27	100%
Viacom	2,5	12,8	0,2	0,6	0,4		26	100%
News Corp.	4	5,3		4,9			15	100%

Tabella 1: "Messier takes on the media titans"Fonte: Fortune/ Morgan Stanley Dean Witter, Set. 2001

Poi c'era il tema della partecipazione di controllo in Vivendi Environnement. Si trattava di un business che aveva un'elevata incidenza sui ricavi consolidati e che racchiudeva numerosi investimenti in società di fornitura di servizi di pubblica utilità che, nel complesso, permettevano di ottenere buoni risultati competitivi e una posizione di leadership mondiale nella filiera dell'acqua. Ma quali sinergie vi erano con il resto del portafoglio?

Anche nell'area *communication, media* e *entertainment* si addensavano delle preoccupazioni:

- il mercato discografico e quello pubblicitario erano entrati in fase recessiva. Il primo si prevedeva in flessione rispetto all'esercizio precedente dell'otto per cento, mentre il secondo del dieci per cento;
- l'impiego delle reti distributive del gruppo per aumentare la penetrazione commerciale dei segmenti di mercato *mass market*, in Europa e negli Stati Uniti, non era ritenuto così facile. Ad esempio, in America i prodotti di Canal+ e Havas trovavano difficoltà ad essere veicolati nei canali distributivi che erano stati acquisiti attraverso Seagram. Inizialmente si ritenne che le difficoltà dipendevano dal comportamento di acquisto e di consumo del cliente finale, poi si scoprì che l'integrazione tra l'organizzazione americana e quella francese era improntata alla competizione, piuttosto che alla collaborazione. Celebre divenne il caso USA-Network. La società, precedentemente partecipata da Seagram, gestiva reti *pay-tv* locali negli Stati Uniti e fece di tutto per ostacolare l'integrazione con i francesi di Vivendi al punto che Messier si trovò costretto a rilevare a caro prezzo la maggioranza delle azioni non ancora in suo possesso, per poter cambiare il management e influire sulla gestione;
- la possibilità di *bypassare* i canali di vendita tradizionali con quelli *online* era ritenuto un puro miraggio, soprattutto se si guardava ai numerosi fallimenti delle presunte stelle della *New Economy*;

- il portale Vizzavì era già agonizzante al compimento del suo primo anno di vita. I visitatori erano pochi mentre l'intenzione di diventare un leader europeo suonava troppo ambiziosa. Un'analista del qualificato centro di ricerche Jupiter MMXI di Parigi affermò: "*they are defintely late. They will never be a competitor of AOL, Yahoo! Or MSN in Europe market*";
- gli investimenti esteri di Canal+ non avevano raggiunto ancora il *break even* mentre i piani di ristrutturazione che con regolare cadenza si presentavano ai mercati come soluzione al problema della scarsa redditività del business, con altrettanta regolarità fallivano negli intenti. L'italiana Tele+ rappresentava un caso esplicativo delle difficoltà che incontrava il gruppo in questa area di business;
- il business dei parchi a tema rischiava pure di produrre nel breve periodo delle perdite, poiché l'economia stava entrando in una fase recessiva e la redditività di questa attività era positivamente correlata al ciclo economico.

Vi era infine il tema della gestione finanziaria. Standard&Poor aveva annunciato che Vivendi Universal era sotto osservazione e rischiava un peggioramento del rating: "*At this level of rating – triple B with stable outlook – their ability to increase debt is basically exhausted*". Con queste premesse, non si capiva a che cosa mirasse Messier che continuava a dichiarare di voler acquisire nuove aziende sul mercato.

Alcuni analisti finanziari avevano cominciato a mandare i primi segnali di allarme. Ad esempio a luglio del 2001, a fronte di quotazioni del titolo pari a 60 euro, alcuni analisti avevano indicato un *fair value* compreso in un intervallo tra i 81- 87 euro. La differenza era motivata da un crescente *corporate discount* al quale era sottoposta la capogruppo per via della sua strategia.

Un'analista della Morgan Stanley Dean Witter intervistato da Fortune aveva addirittura commentato: "*We have a neutral rating on the stock because in order to believe that Vivendi is a better buy than anything else, you have to prove that Vivendi will create a greater whole from its individual bits. We have no evidence of that yet*".

E. Messier: l'angelo caduto dell'imprenditoria francese

30 Maggio 2002 – New York – Il sole 24 Ore

Il consiglio di amministrazione di Vivendi Universal di ieri è andato avanti per le lunghe a causa di un ordine del giorno particolarmente nutrito e delicato. Il gruppo ha perso in Borsa circa il 50% del suo valore dall'inizio dell'anno (Figura 4), mentre la posizione finanziaria netta ha raggiunto il valore di 32-33 miliardi di euro se si tiene conto dei 19 miliardi di sua pertinenza per il consolidamento integrale della partecipata Vivendi Environnement.

Per far fronte a questa situazione il consiglio di amministrazione ha conferito l'incarico all'Amministratore Delegato Jean Marie Messier di procedere quanto prima alla dismissione di alcune attività in portafoglio. I fondi raccolti saranno da destinare alla riduzione della posizione finanziaria netta e poter così migliorare il *rating* sul debito che è stato recentemente declassato a livello di *junk bond*. Tra le primissime dismissioni ci saranno una quota del 15- 20% di Vivendi Environnement, il portale Vizzavì, le partecipazioni in Elktrim in Polonia e Matel in Ungheria, imprese di telecomunicazioni, e alcuni investimenti di Canal+ in Europa, tra cui l'italiana Tele+.

Si è poi deciso di conferire un mandato a una primaria società di consulenza di studiare un'operazione di riorganizzazione societaria per scindere il gruppo in due unità: una dedicata esclusivamente alle attività dell'*entertainment* e una alle attività di somministrazione di servizi di pubblica utilità. Non si escludono eventuali ulteriori cessioni.

3 luglio 2002 – Parigi – Comunicato stampa

Il consiglio di amministrazione del gruppo Vivendi Universal ha accettato le dimissioni da tutte le cariche di Jean Marie Messier.

30 giugno 2003 – Parigi - Relazione al bilancio consolidato del 2002

Vivendi Universal è una impresa in trasformazione. Il nostro principale focus strategico è il ritorno ad un merito di credito elevato (*investment grade*) attraverso la continua riduzione del grado di indebitamento, mantenendo nel frattempo sufficiente liquidità (Tabella 2) . Nella seconda metà del 2002 sono stati venduti *asset* per 6,7 miliardi, nel 2003 per 7 miliardi. Per il 2004 è previsto un piano di cessioni del valore di 16 miliardi di euro.

Milioni di euro	2002	2001
Ricavi	28.112	57.360
Ricavi prodotti fuori dal mercato francese	16.405	33.075
Reddito operativo (prima ammortamento del goodwill)	1.877	3.795
Reddito netto	-22.301	-13.597
Posizione finanziaria netta	-12.337	-33.282
Patrimonio netto	14.020	35.660

Tabella 2: Dati del bilancio consolidato 2002 – Fonte: Dati aziendali

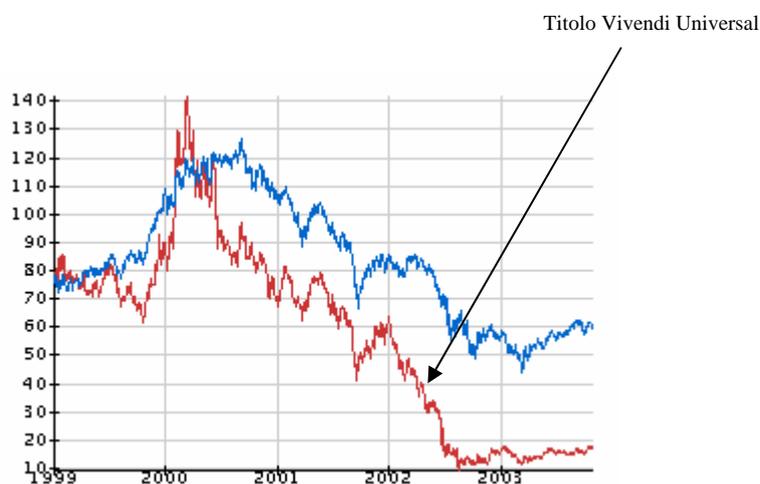


Figura 4 : Andamento del titolo Vivendi Universal rispetto all'indice CAC 40 – Fonte: www.fininfo.fr