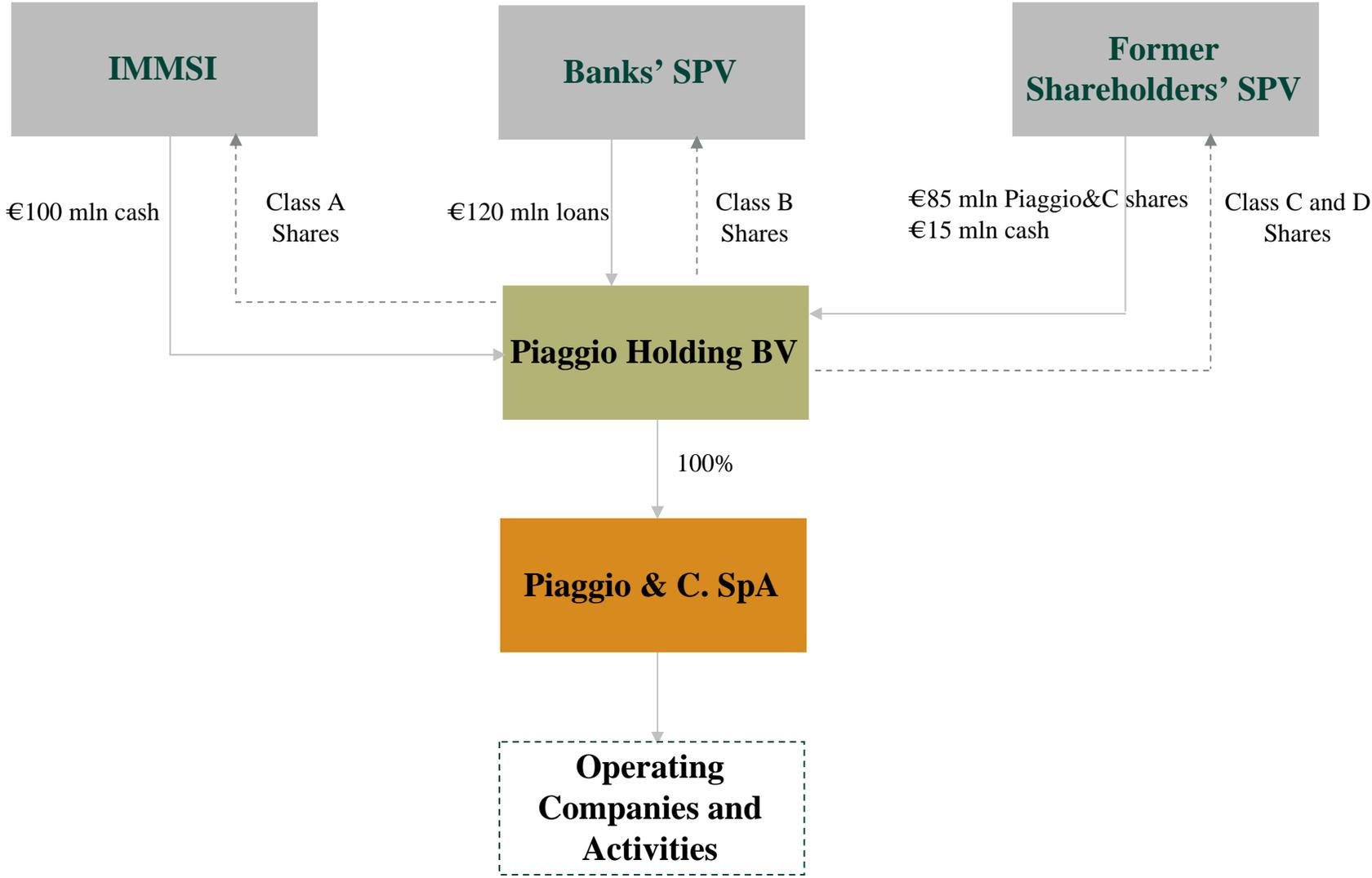


Introduzione al Caso Piaggio

Group Structure Post Transaction

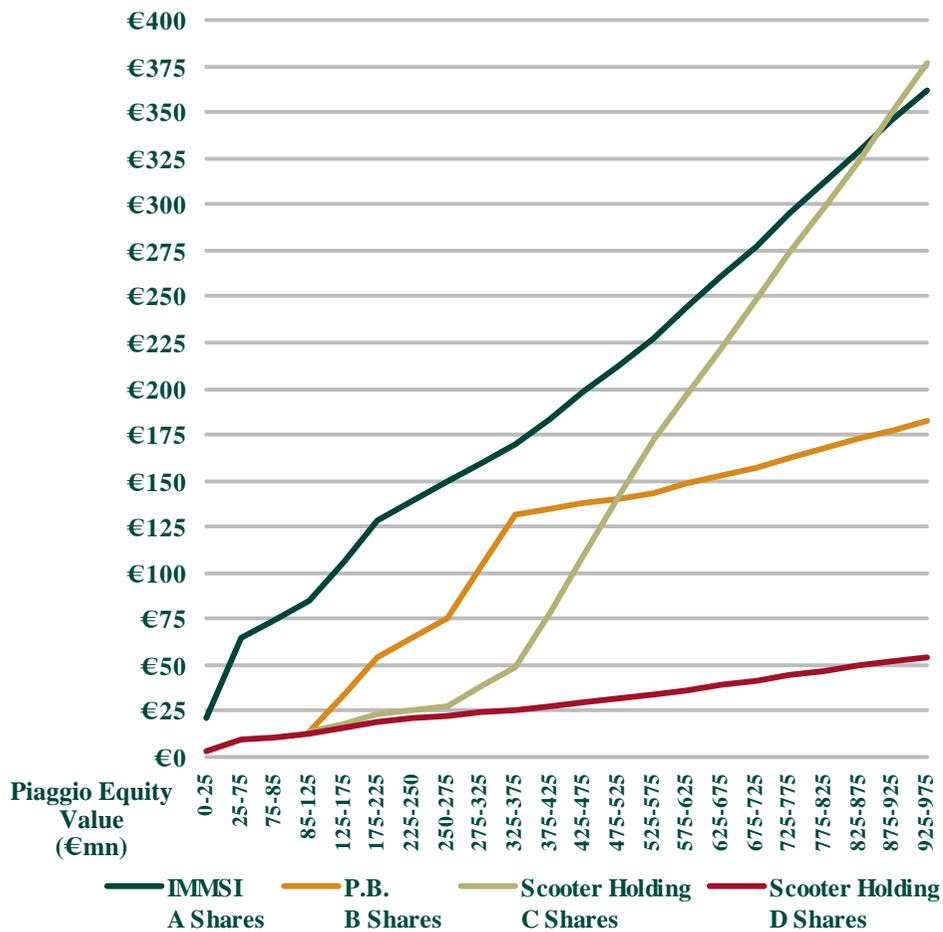


La Tabella

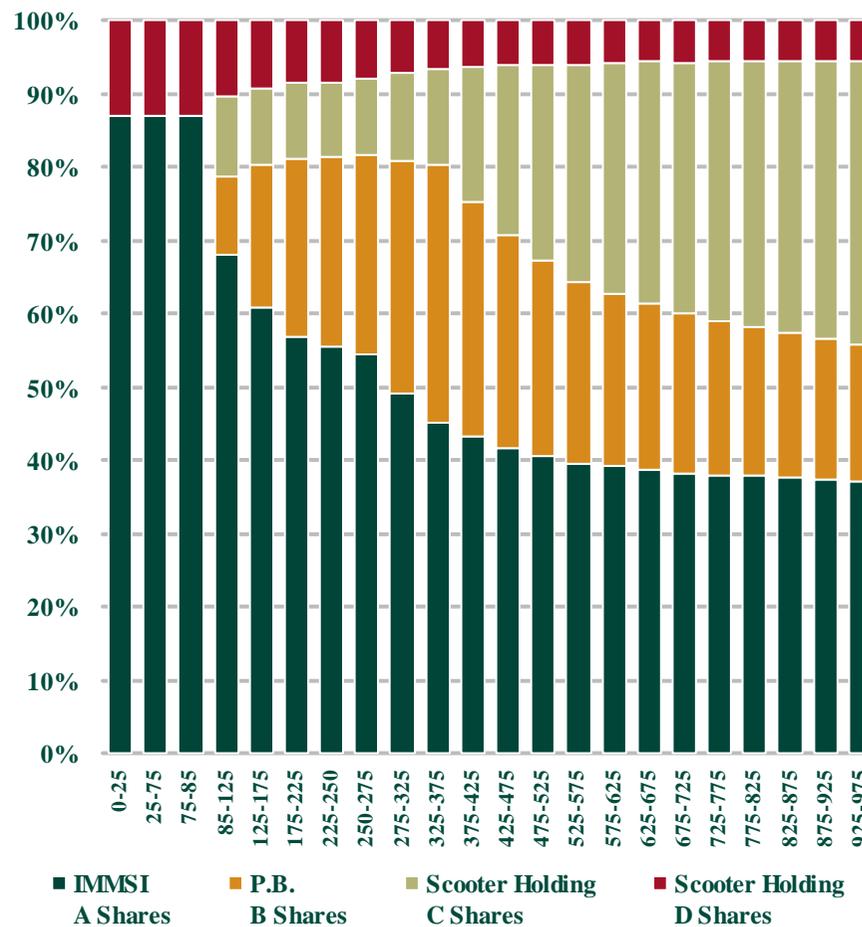
EQUITY VALUE		PROVENTI TOTALI				Economic Interest			
		IMMSI	P.B.	Scooter Holding		IMMSI	P.B.	Scooter Holding	
da	a	A Shares	B Shares	C Shares	D Shares	A Shares	B Shares	C Shares	D Shares
0	25	21.7	-	-	3.3	87.0%	0.0%	0.0%	13.0%
25	75	65.2	-	-	9.8	87.0%	0.0%	0.0%	13.0%
75	85	73.9	-	-	11.1	87.0%	0.0%	0.0%	13.0%
85	125	85.0	13.5	13.7	12.8	68.0%	10.8%	10.9%	10.2%
125	175	106.6	34.0	18.4	16.0	60.9%	19.4%	10.5%	9.1%
175	225	128.1	54.5	23.2	19.2	56.9%	24.2%	10.3%	8.5%
225	250	138.8	64.8	25.6	20.8	55.5%	25.9%	10.2%	8.3%
250	275	149.6	75.0	27.9	22.4	54.4%	27.3%	10.2%	8.2%
275	325	159.3	103.3	38.5	23.9	49.0%	31.8%	11.9%	7.4%
325	375	169.4	131.2	49.0	25.4	45.2%	35.0%	13.1%	6.8%
375	425	184.0	135.0	78.5	27.6	43.3%	31.8%	18.5%	6.5%
425	475	198.2	137.6	109.5	29.7	41.7%	29.0%	23.1%	6.3%
475	525	212.4	140.2	140.6	31.9	40.5%	26.7%	26.8%	6.1%
525	575	226.6	142.8	171.6	34.0	39.4%	24.8%	29.8%	5.9%
575	625	244.1	148.1	196.2	36.6	39.1%	23.7%	31.4%	5.9%
625	675	260.9	153.0	222.0	39.1	38.7%	22.7%	32.9%	5.8%
675	725	277.2	157.5	248.7	41.6	38.2%	21.7%	34.3%	5.7%
725	775	294.6	162.7	273.5	44.2	38.0%	21.0%	35.3%	5.7%
775	825	312.0	167.9	298.2	46.8	37.8%	20.4%	36.1%	5.7%
825	875	329.0	172.7	323.9	49.4	37.6%	19.7%	37.0%	5.6%
875	925	345.9	177.5	349.7	51.9	37.4%	19.2%	37.8%	5.6%
925	975	362.2	182.0	376.5	54.3	37.1%	18.7%	38.6%	5.6%
975	in poi								

La Tabella

Total Proceeds by Shareholder



% Economic Interest



7. I RISCHI NEL GRUPPO PIAGGIO^(*)

Indice del capitolo

-
1. Il Gruppo Piaggio: profili istituzionali e gestionali (p. 245)
 - 1.1. *Profilo storico del Gruppo* (p. 245)
 - 1.2. *Il «sistema di business»* (p. 250)
 - 1.3. *Il progetto di ristrutturazione istituzionale e organizzativa del Gruppo* (p. 252)
 2. Il modello di «ripartizione» del rischio economico generale tra gli *shareholder* (p. 262)
 3. Il gruppo aziendale come strumento di «trasformazione» dei rischi (p. 269)
-

1. Il Gruppo Piaggio: profili istituzionali e gestionali

1.1. Profilo storico del Gruppo

1.1.1. Piaggio è uno dei principali costruttori mondiali di veicoli motorizzati a due ruote, settore di cui detiene una consolidata leadership sul mercato europeo. Opera inoltre nel campo dei veicoli per trasporto leggero a tre e quattro ruote e nella fornitura di motori.

^(*) Desidero rivolgere un sentito ringraziamento a *Matteo Colaninno* e *Luciano La Noce*, consiglieri di amministrazione di Immsi s.p.a. e neo-consiglieri di Piaggio s.p.a., per la disponibilità con la quale mi hanno reso «partecipe» dell'attuale progetto di ristrutturazione del Gruppo Piaggio.

Sin dalle origini, la storia di Piaggio è legata al fenomeno della mobilità – il gruppo ha operato in campo navale, ferroviario, aeronautico – in cui ha sempre dimostrato capacità di innovazione tecnologica e di creatività, concretizzate in brevetti registrati nei diversi settori e successivamente sfruttati da numerose industrie.

Con la creazione della Vespa, avvenuta nel 1946, Piaggio ha non solo anticipato le emergenti esigenze di mobilità individuale che tuttora caratterizzano la società, ma ha creato un simbolo dello stile italiano tra i più noti nel mondo, nonché un prodotto che ha conosciuto e conosce tuttora un significativo successo commerciale.

I marchi attualmente gestiti dal Gruppo – che corrispondono a una delle più ampie gamme del settore, in grado di soddisfare le esigenze di mobilità di ogni fascia di utenza – sono Piaggio (ciclomotori e scooter, veicoli commerciali e per la mobilità individuale), Gilera (scooter e moto), Vespa (scooter), Derbi (scooter e moto) e Puch (scooter).

Innovazione, creatività, design sono ancora oggi i valori che guidano e identificano il Gruppo Piaggio nella sfida che lo coinvolge in un contesto di mercato globale e che impone allo stesso di rispondere alle aspettative del cliente offrendo prodotti competitivi da un punto di vista stilistico e tecnologico, nonché – grazie a un'attività di ricerca e sviluppo focalizzata sulla qualità della vita – sempre più rispettosi dell'ambiente in cui viviamo e ci muoviamo.

Le origini e il settore navale

1.1.2. È il 5 settembre 1882 quando Enrico Piaggio conclude l'acquisto di un terreno a Sestri Ponente (Genova) per impiantarvi uno stabilimento atto alla lavorazione di legname destinato a forniture navali. A Enrico si affianca ben presto il giovane figlio Rinaldo, il quale già nel 1887 si stacca del padre per formare la Piaggio & C., eleggendo l'arredamento navale a principale campo di azione della società. L'azienda di Sestri Ponente si presenta moderna, efficiente, meccanizzata. Il primo traguardo Piaggio è riscontrabile nel 1889, anno in cui tutte le più importanti navi varate dai cantieri liguri sono dotate di arredamento interno Piaggio.

Gli anni seguenti sono caratterizzati da una fertile attività, che segna l'entrata in società di Attilio Odero, l'esordio nel settore ferroviario e l'acquisizione di una nuova officina a Finale Marina, dove dal 1916 inizia l'attività di produzione aeronautica. La domanda bellica si fa presto notevole e poiché le strutture non risultano adeguate alle

richieste di produzione, Rinaldo Piaggio spinge per l'acquisizione dello stabilimento Oneto di Pisa, che avviene nel 1917. Ben presto è chiara la funzione sociale che Rinaldo Piaggio attribuisce all'azienda: contribuire all'incremento dell'occupazione e al disegno di sviluppo economico nazionale. Nel primo dopoguerra si registra una crisi generale del settore navale, ma Piaggio continua a mietere successi nelle costruzioni ferroviarie e, soprattutto, nel settore aeronautico.

Gli anni della produzione aeronautica

1.1.3. Il 1920 segna un nuovo assetto societario per Piaggio, con Presidente della società Attilio Odero e Amministratore Delegato Rinaldo Piaggio. Nella nuova società confluiscono gli stabilimenti di Pisa, Sestri e Finale Marina. Rinaldo Piaggio è fermamente deciso a sviluppare il settore aeronautico. Ingaggia dunque gli ingegneri Giovanni Pegna e Giuseppe Gabrielli (cui succederà Giovanni Casiraghi), assegnando loro il progetto di un primo prototipo di velivolo Rondine. Diversi saranno i prototipi prodotti negli anni a venire e nel 1924, con l'acquisizione dello stabilimento di Pontedera, inizia la produzione di motori e di veicoli non più su licenza ma su brevetto proprio.

Molti sono i motori prodotti (circa 16 tra gli anni '20 e '40), ma manca ancora un salto di qualità tale da legittimare il passaggio a una produzione in serie. Nel frattempo, mentre è soprattutto il settore ferroviario a registrare gli esiti migliori, entrano in società anche i figli di Rinaldo Piaggio, Armando e Enrico. Gli anni fra il 1935 e il 1940 sono forieri di successi: le esportazioni crescono esponenzialmente, così come il numero di addetti, che dal 1934 al 1939 cresce del 415%. Piaggio inizia a produrre praticamente di tutto per il settore trasporti: teleferiche, funicolari, rimorchi, *tramways*, autocarri, filobus, fallendo di un soffio una collaborazione per l'entrata nel settore automobilistico. Nel 1938 muore Rinaldo Piaggio e i suoi due figli gli succedono nel ruolo di Amministratore Delegato. L'esperienza della guerra è molto negativa per Piaggio: lo stabilimento di Pontedera viene distrutto dai bombardamenti, così come vengono danneggiate le unità produttive di Pisa e Finale.

Il fenomeno Vespa

1.1.4. I due fratelli Piaggio assumono mansioni diverse all'interno dell'azienda. Mentre Armando si occupa delle unità produttive di Genova-Sestri e di Finale Ligure, dedite soprattutto all'attività aeronautica e ferroviaria, Enrico si dedica invece agli impianti di Pisa e Pontedera, con in mente un progetto ambizioso: contribuire alla motorizzazione della popolazione italiana con la creazione di un veicolo semplice, a basso costo, fruibile da tutti. Per la realizzazione di questa impresa egli si avvale della collaborazione di Corradino D'Ascanio, geniale progettista aeronautico a cui si deve la progettazione del primo elicottero moderno. Un primo prototipo di Vespa viene prodotto a Pontedera nell'Aprile del 1946 e subito commercializzato.

Dopo la prima tiepida accoglienza, già dalla fine del 1947 la produzione inizia a decollare. Il successo è enorme e senza precedenti: in dieci anni verrà prodotto circa un milione di esemplari e l'apertura ai mercati esteri sarà pressoché immediata. Viene presa la decisione di dedicare lo stabilimento di Pontedera esclusivamente a Vespa, ormai prodotto di punta Piaggio. Mentre l'esportazione di Vespa continua a crescere, nascono nuovi prodotti: il 1948 è l'anno di Ape, che nell'Italia della ricostruzione contribuisce alla ripresa dei commerci. Nel 1949 viene creato Moscone, piccolo e innovativo motore marino fuoribordo. Il 1957 è l'anno di Vespa 400, il primo e unico tentativo di Piaggio nel campo delle utilitarie, fallito per via di una domanda insufficiente. Ma questi sono soprattutto gli anni di Vespa: il veicolo segna la motorizzazione di massa e prima del 1965 saranno già stati prodotti più di tre milioni di esemplari. Con la costruzione della «Leonardo da Vinci» termina la grande stagione di costruzione di transatlantici e lo stesso settore aeronautico segna una crisi. Nel 1964 avviene una separazione societaria fra I.A.M. Rinaldo Piaggio (settore aeronautico-ferroviario) e Piaggio & C. (scooter).

Gli anni della diversificazione produttiva

1.1.5. Nel 1965, alla morte di Enrico Piaggio, Umberto Agnelli succede alla presidenza di Piaggio & C. Il 1967 segna la nascita di Ciao, capostipite dei ciclomotori di moderna concezione. Nel 1969 viene poi assunto il controllo della Gilera di Arcore, una delle più antiche case motociclistiche europee, celebre soprattutto per le sue imprese

sportive. Sono questi gli anni della diversificazione: un netto cambio di mentalità spinge a passare da una produzione quasi monotematica (Vespa) a un proliferare di nuovi prodotti, fra cui il ciclomotore Bravo del 1973 ma anche trattori agricoli. Nel 1979 viene costituita la nuova Società Piaggio Adriatica s.p.a. di Lanciano, con stabilimento ad A-tessa. Nel frattempo cresce l'occupazione, che nel 1980 sale al massimo storico. Dopo l'acquisizione di Bianchi (1981), alla fine degli anni '80 Piaggio registra una piccola crisi del prodotto Vespa, che viene tamponata con l'introduzione di nuovi veicoli come Cosa, Superbravo, Grillo, ApeCar D, tutti lanciati fra il 1987 e il 1988. Nel 1988 sale alla presidenza Piaggio Gustavo Denegri, con Giovanni Alberto Agnelli in consiglio d'amministrazione.

I recenti sviluppi

1.1.6. L'entrata negli anni '90 segna la costituzione di Piaggio & C. in holding, mentre viene eletto presidente di Piaggio V.E. Giovanni Alberto Agnelli. Nel 1990 vengono proposti ancora nuovi veicoli: la nuova Vespa 50, Ape Poker a quattro ruote, il ciclomotore Scatto e soprattutto Sfera, scooter dalle forti caratteristiche tecnologiche ma ancorato al tempo stesso alla tradizione. Nascono poi, forti dei nuovi progressi tecnologici, scooter leggeri come Quartz e Zip, Skipper e poi, dal 1994, Hexagon, che segna l'ingresso nel settore dei maxiscooter, destinato a trovare il prodotto di punta in X9. Anche il marchio Gilera registra importanti successi con gli scooter più sportivi, come Typhoon e Runner. Nel 1996, in occasione del cinquantenario della rivoluzionaria creazione di Enrico Piaggio e Corradino D'Ascanio, nasce la nuova Vespa, con il modello ET4 125. La parentela con il modello del 1946 è evidente, ma sono molte le novità a livello di tecnologia e design, a segnare un nuovo successo di uno stile che non invecchia.

Con l'inizio del 2000 il controllo della società passa al gruppo finanziario Morgan Grenfell Private Equity (Deutsche Bank). Nel maggio 2001 Dante Razzano diviene Presidente di Piaggio e Stefano Rosselli Del Turco è nominato Amministratore Delegato.

Il marchio Piaggio è oggi più che mai al passo coi tempi, grazie una gamma di veicoli in grado di rispondere a ogni esigenza. Recenti modelli come X9 500 o Beverly 500, che rappresentano un inedito punto di incontro tra la moto e lo scooter, testimoniano del continuo impegno contenutistico e tecnologico che motiva Piaggio, facendone il

leader europeo del mercato delle due ruote. I marchi gestiti dal Gruppo oltre a Piaggio sono: Gilera (scooter e moto), Vespa (scooter), Derbi (scooter e moto), Puch (scooter). Il 24 luglio 2001 è stato inoltre firmato l'accordo per l'ingresso di Piaggio nel capitale azionario di MV Agusta di Schiranna (Varese), con una quota di partecipazione del 20%. Il Gruppo MV Agusta opera con marchi di assoluto prestigio quali MV, Husqvarna e Cagiva.

La ripresa produttiva registrata nel primo semestre del 2003 ha messo fine alla fase di mobilità e di cassa integrazione, alle quali l'azienda aveva dovuto ricorrere fin dal 1998 e, più pesantemente, dal 2001. Negli ultimi due anni, infatti, il calo di produzione è stato di oltre 200 mila unità. Il 2001 si era chiuso con un totale di 320 mila scooter e un calo complessivo di ordinativi del 30%. Ancora peggio il 2002, che ha toccato a malapena quota 300 mila. Cifre gravi per un'azienda con una capacità produttiva di 500 mila unità l'anno. In tali anni i lavoratori degli stabilimenti di Pontedera hanno conosciuto a più riprese la cassa integrazione.

Quest'anno l'azienda sta registrando aumenti di ordinativi e fatturato, tanto da aver messo fine alle procedure di mobilità dei lavoratori. La ripresa è peraltro decisiva per tutto il comprensorio, dove oltre 7 mila persone vivono lavorando per la Piaggio o per le aziende dell'indotto.

Resta da risolvere il «nodo» dei 600 milioni di euro di indebitamento con le banche.

L'accordo per il cambio di controllo del gruppo, siglato dopo una lunga trattativa lo scorso 24 settembre (*closing* 23 ottobre) da Immsi, il *pool* di banche creditrici del Gruppo Piaggio (27 banche di 15 gruppi creditizi) e l'azionista di maggioranza Morgan Grenfell Private Equity, sembra costituire al riguardo il punto di partenza per il complessivo risanamento finanziario del gruppo, nonché per il riorientamento delle strategie competitive, attraverso interventi mirati a recuperare gli attuali *gap* di efficienza nei comparti produttivi e della distribuzione.

1.2. Il «sistema di business»

1.2.1. Oggi il «sistema di *business*» del Gruppo Piaggio si fonda su tre principali *aree di business*:

- 1) *veicoli a due ruote: scooter, moto 50, maxiscooter e Granturismo*; il Gruppo Piaggio è leader europeo nel mercato degli scooter e delle moto 50. Le gamme offerte dai marchi Piaggio, Vespa, Gilera e Derbi (con i modelli Ciao, Free, Zip, Nrg Mc3, Typhoon, Liberty, Skipper, Vespa, Atlantis, Runner, GSM, GPR Racing, Senda, Beverly, Hexagon, X9) rappresentano la più completa offerta presente sul mercato da 50 a 500 cc, automatici e plurimarca;
- 2) *veicoli trasporto leggero 3-4 ruote*; il *business* dei veicoli commerciali leggeri (VTL) si sviluppa su tre segmenti: *mobility* (dedicato al soddisfacimento dei bisogni di mobilità personale), *utility* (per soddisfare le esigenze, spesso variegata, del cliente professionale che utilizza il veicolo per lavoro) e *flotte* (dedicata alle municipalità, alle amministrazioni e ai grandi clienti pubblici e privati), con soluzioni dedicate a numerose categorie professionali attraverso «prodotti personalizzati». Si tratta di una gamma completa, con più di 50 allestimenti disponibili, ed in progressivo ampliamento grazie alle straordinarie doti di flessibilità degli chassis Ape, Porter e Porter maxx. Trai veicoli in parola rientrano l'Ape 50, l'Ape 50 Cross, l'Ape Tm, l'Ape 50 Web, la Gamma Porte e, a breve, la nuova vettura Piaggio, Ape 50, in grado di soddisfare le differenziate esigenze professionali sia delle piccole realtà imprenditoriali sia dei grandi clienti (flotte, comuni e municipalità);
- 3) *motori*; il settore motori di Piaggio si distingue per un continuo processo di progresso e ricerca, finalizzato a rispondere ad ogni esigenza di mobilità. Eccellenza tecnologica, un vasto *range* di prodotti, massima flessibilità di operazione: questi i mezzi con cui ci avviciniamo al nostro obiettivo principale, la soddisfazione di tutti i nostri clienti. La «*Engine Business Unit*» di Piaggio, con sede a Pontedera (PI), si occupa di ideare, sviluppare, testare e produrre motori adatti a ogni esigenza di mobilità. L'attività di ricerca sui motori è soprattutto orientata al massimo contenimento delle emissioni inquinanti e dei consumi di carburante. Tali obiettivi vengono perseguiti spaziando fra diverse soluzioni tecniche, che coprono l'intera gamma di veicoli Piaggio: ciclomotori, scooter, motociclette, veicoli da lavoro, con un *range* di motorizzazioni che va da 36 a 600 cc.

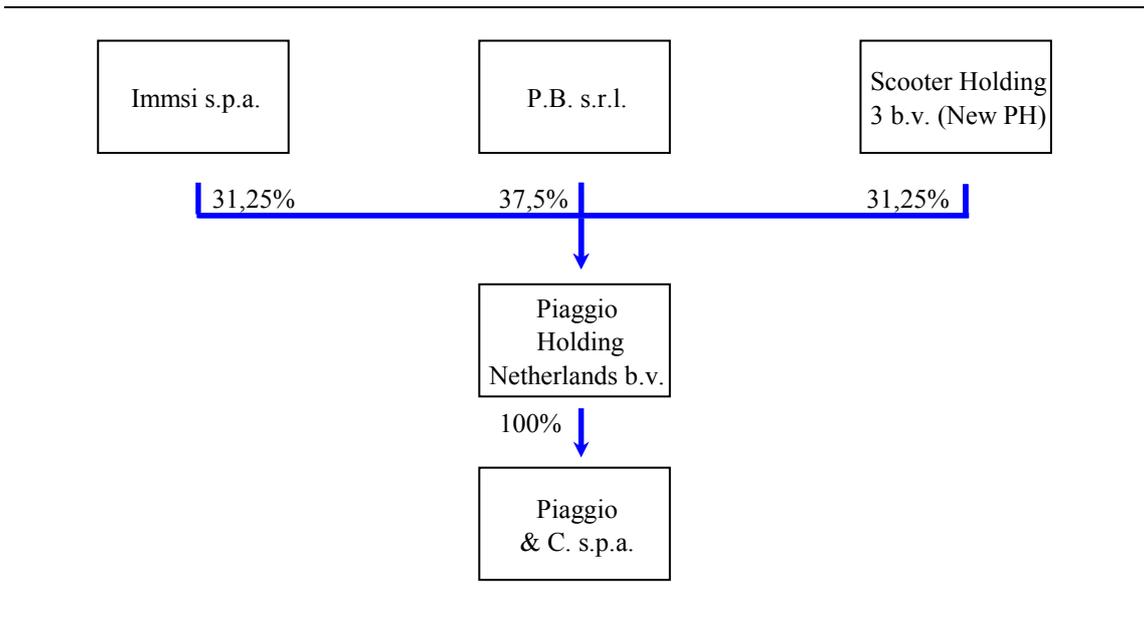
1.2.2. Le suddette *aree di business* sono presidiate secondo un modello di divisione del lavoro che prevede:

- la concentrazione delle attività di progettazione presso Piaggio & C. s.p.a., a Pontedera (PI);
- l’allestimento del processo produttivo in più unità aziendali, in funzione del *business* presidiato:
 - nello stabilimento produttivo di Pontedera vengono realizzati i prodotti di marchio Piaggio destinati al mercato europeo;
 - nella consociata spagnola Nacional Motor S.A. vengono realizzati i prodotti di marchio Derbi destinati al mercato europeo;
 - nella partecipata indiana Piaggio India PVT LTD vengono prodotti i veicoli industriali leggeri «marcati» Ape Piaggio, sostanzialmente differenti dai veicoli industriali leggeri prodotti e commercializzati in Europa;
- una struttura commerciale che insiste su *dealer* e su *concessionari* in prevalenza *esterni* al gruppo e che, quando di proprietà del Gruppo, fanno riferimento in via pressoché esclusiva a Piaggio.

1.3. Il progetto di ristrutturazione istituzionale e organizzativa del Gruppo

1.3.1. L’accordo tra Immsi, il *pool* di banche finanziatrici e il fondo di investimento che fa capo a Deutch Bank rappresenta per il gruppo il presupposto per una *ristrutturazione* che si snoda sia sul *piano istituzionale*, in particolare attraverso la *ridefinizione* dei ruoli rivestiti dagli attuali *stakeholder* e l’ingresso di nuovi soggetti istituzionali, sia sul *piano gestionale*, per effetto da un lato della *rimodellazione* dei meccanismi organizzativi di coordinamento dei processi aziendali e interaziendali e, dall’altro, della *rifocalizzazione* delle strategie di *business* e della *ridefinizione* delle forme di finanziamento.

Figura 7.1 – La nuova conformazione societaria del Gruppo Piaggio.



1.3.2. La ristrutturazione del Gruppo: rinnovamento dei connotati istituzionali

1.3.2.1. La ristrutturazione che si profila sul piano istituzionale si snoda attraverso:

- a) *il coinvolgimento di nuove identità istituzionali.* Immsi s.p.a. è destinata a rivestire un ruolo chiave sia nel governo dell'intero gruppo, sia nel supporto finanziario allo sviluppo industriale dello stesso; Piaggio Holding Netherlands b.v. è invece il veicolo societario nel quale confluiscono gli apporti dei tre partner che si ripartiscono il controllo del Gruppo, secondo differenziati saggi di partecipazione al capitale e differenziate prerogative di governance; PH2 e Scooter Holding 3 sono società neocostituite attraverso le quali il precedente soggetto di governo partecipa al capitale di Piaggio Holding Netherlands b.v..
- b) *la ridefinizione dei ruoli rivestiti da alcune soggettività già coinvolte nella «precedente gestione Piaggio».* Le banche si trasformano da entità creditriche ad azionisti di maggioranza (partecipando al capitale di Piaggio Holding Netherlands b.v. nella misura del 37,5%), attraverso la costituzione di Piaggio Banche s.r.l., società alla quale le stesse partecipano al capitale in proporzione al credito fino a quel momento vantato nei confronti del Gruppo; a

tale mutamento di ruolo consegue il cambiamento della natura del legame attraverso il quale le stesse sono attratte al Gruppo in attesa di essere rimborsate per i finanziamenti concessi.

Piaggio Holding s.p.a. (PH) «cede» il proprio ruolo di azionista di maggioranza e partecipa al nuovo Gruppo Piaggio e al veicolo societario Piaggio Holding Netherlands b.v. attraverso *Scooter Holding 3* e *PH 2* (società neocostituita nella quale confluiscono gli apporti soltanto di alcuni dei precedenti azionisti).

Conseguentemente muta la composizione dei portatori di capitale di rischio di Piaggio & C. s.p.a. ovvero la modalità di partecipazione allo stesso: mentre precedentemente all'operazione di ristrutturazione tale società era direttamente partecipata da Piaggio holding s.p.a (PH), a sua volta direttamente partecipata dal fondo di investimento Morgan Grenfell Private equity, il riassetto prevede l'interposizione, tra i tre principali azionisti e Piaggio & C. s.p.a. (P&C), di *Piaggio Holding Netherlands b.v.*, quale veicolo societario attraverso il quale i tre suddetti azionisti governano le attività operative allocate in Piaggio & C.. Peraltro Morgan Grenfell non partecipa al veicolo societario direttamente, bensì attraverso la neocostituita *Scooter Holding 3*, nella quale confluiscono gli apporti di PH e di PH 2.

- c) *la rimodellazione delle relazioni intrattenute con gli stakeholder diversi dai portatori di capitale di rischio e di credito.* Il progetto industriale predisposto dalla nuova proprietà mira ad allontanare il Gruppo dall'incertezza degli ultimi anni, quando è stata più volte ventilata l'ipotesi di uno smembramento dei comparti produttivi. Ciò dovrebbe sia dare stabilità occupazionale ai dipendenti che nel corso della prima parte di quest'anno sono rientrati dalla «mobilità», sia garantire lavoro al sistema di piccole aziende sub-fornitrici che ruotano intorno al Gruppo Piaggio.

1.3.3. Le società coinvolte

Immsi s.p.a.

La Società è stata costituita tramite scissione del ramo d'azienda immobiliare di Sirti s.p.a. nel febbraio 2000 (con negoziazione delle azioni ordinarie presso la Borsa Valori di Milano a partire dal giorno successivo alla costituzione) e fino al 22 novembre 2002 è risultata direttamente controllata da Telecom Italia che, in tale data, ha ceduto la propria partecipazione, pari al 45% delle azioni ordinarie, all'attuale controllante OMNIAPARTECIPAZIONI s.p.a. di Mantova, società il cui controllo fa capo, attraverso la OMNIAINVEST s.p.a. e la OMNIAHOLDING s.p.a. di Mantova, all'imprenditore mantovano Roberto Colaninno.

A seguito di tale cessione, ai sensi del D.Lgs. 24/02/98 n. 58, OMNIAPARTECIPAZIONI s.p.a. ha promosso un'offerta pubblica di acquisto sulle residue azioni ordinarie che si è conclusa il 13 gennaio 2003 e che ha condotto ad una quota di partecipazione complessiva detenuta dalla OMNIAPARTECIPAZIONI s.p.a. stessa del 50,35%. Tale quota si è incrementata attraverso acquisizioni dirette dal mercato ed al momento in cui si scrive risulta pari al 53,3%. OMNIAINVEST s.p.a., società che controlla OMNIAPARTECIPAZIONI s.p.a., ad oggi detiene a sua volta n. 2.670.000 azioni di Immsi pari a circa l'1,21% del capitale.

L'assemblea del 17 marzo 2003 ha deliberato l'ampliamento dell'oggetto sociale prevedendo l'attività di assunzione di partecipazioni non nei confronti del pubblico ed il trasferimento della sede sociale a Mantova. Sono infatti intervenute novità significative nella missione della Società, riguardo a oggetto sociale e statuto, che consentono di affiancare all'attività immobiliare, gestita in ottica di maggior dinamicità e sviluppo, la possibilità di acquisire e sviluppare partecipazioni significative in imprese e società industriali e di servizi, assumendone contestualmente la responsabilità di indirizzo strategico e gestionale. L'obiettivo è la massimizzazione del valore patrimoniale e di mercato di Immsi per farne il soggetto di riferimento di un gruppo aziendale integrato e diversificato, con capacità di crescita, sia per linee interne sia attraverso acquisizioni, favorita dalle competenze acquisite nel tempo dai nuovi azionisti.

È stato presentato, insieme con il gruppo americano AIG Lincoln International, uno dei maggiori operatori mondiali nei settori assicurativo, finanziario e immobiliare,

la manifestazione di interesse per la partecipazione all'asta competitiva per l'assegnazione dell'area Fiera di Milano nell'ambito del progetto di riqualificazione dell'area stessa deliberato dalla Fondazione Fiera.

Immsi sta inoltre definendo con primari Istituti di Credito nazionali i termini e le condizioni di un finanziamento al fine di acquisire risorse necessarie alle iniziative industriali in programma. Al riguardo è inoltre deliberata l'acquisizione di una quota di partecipazione nella società Capitalia s.p.a. in esecuzione della quale sono state acquistate sul mercato sino al 30 giugno n. 1.500.000 azioni. Ad oggi a seguito di ulteriori acquisizioni sul mercato, Immsi detiene azioni Capitalia s.p.a. pari a circa lo 0,5% del capitale. La partecipazione, unitamente agli acquisti pressoché equivalenti eseguiti dalla controllante OMNIAHOLDING S.p.a, assume importanza strategica per Immsi alla luce degli scopi e degli obiettivi che i nuovi azionisti di controllo della Società hanno introdotto. Questo investimento finanziario costituisce infatti una valida sinergia da affiancare all'attività immobiliare e agli investimenti nei settori industriali e dei servizi con l'intento di partecipare attivamente in una logica imprenditoriale alla valorizzazione e allo sviluppo delle attività acquisite.

Immsi partecipa al progetto di ristrutturazione del Gruppo Piaggio attraverso una partecipazione del 31,25% nel capitale della Piaggio Holding Netherlands di diritto olandese e detenendo nella stessa il 50,1% dei diritti di voto.

L'accordo raggiunto con gli altri due *partner* prevede che Immsi acquisti da PB parte dei crediti da quest'ultima vantati nei confronti di P&C, per l'importo nominale di Euro 115 milioni. Tali crediti vengono poi conferiti in Piaggio Holding Netherlands b.v., contro emissione a suo favore di 100.000 Azioni di classe A e 2 *A Priority Shares*. Immsi, inoltre, eroga a P&C un finanziamento a breve termine per un importo complessivo pari a Euro 15 milioni, con rendimento in linea con quelli previsti per le operazioni di credito a breve termine concesse dagli Istituti Finanziatori a P&C, in attesa della definizione della struttura finanziaria del Gruppo Piaggio.

P.B. s.r.l. (Pb)

P.B. è la neocostituita società che raccoglie come azionisti le 27 banche creditrici nei confronti del Gruppo. Tutte le 27 banche creditrici, invitate a far parte del progetto

di acquisizione della Piaggio da parte della Immsi di Roberto Colaninno, hanno infatti accettato di entrare a far parte del Gruppo Piaggio in qualità di azionisti.

L'istituto bancario maggiormente coinvolto nell'operazione è Banca Intesa, che partecipa al capitale di P.B. s.r.l. nella misura del 42% del capitale, mentre il Monte dei Paschi di Siena per l'8%, Unicredito per il 7% e il restante 43% è distribuito tra i rimanenti 24 istituti bancari che fanno parte della cordata coordinata da Banca Intesa.

Gli istituti finanziatori si sono impegnati sia a cedere a PB crediti da essi vantati nei confronti di Piaggio & C., derivanti dal finanziamento accordato per un importo complessivo di Euro 250 milioni (tale finanziamento è stato concesso nel dicembre 2000), sia a rinegoziare con P&C i termini del finanziamento.

Le banche, attraverso la conversione dei debiti in azioni, detengono il 37,5% del capitale di Piaggio Holding Netherlands b.v., società di diritto olandese che controlla Piaggio e che consente alle banche creditrici di partecipare al capitale della nuova società attraverso un unico soggetto societario (P.B., appunto). Non sono invece previste posizioni singole di istituti bancari all'interno di Piaggio Holding Netherlands b.v..

Con riguardo alla tipologia di azioni emesse da Piaggio Holding Netherlands b.v., Pb riceve, contro conferimento dei crediti acquisiti dalle singole banche, n. 120.000 Azioni B e n. 2 B Priority Shares.

Morgan Grenfell Private Equity (MGPE)

Il fondo Morgan Grenfell Private Equity identifica il terzo *shareholder* di riferimento del *nuovo* Gruppo Piaggio, in rappresentanza sia delle «*limited partership*» di diritto inglese (denominate «DEP IV»), sia della società Morgan Grenfell Development Capital Syndacation Limited.

Tale fondo ha controllato la Piaggio fino al progetto di acquisizione proposto da Immsi. Prima di tale progetto il fondo controllava Piaggio con circa il 57% del capitale, esercitando tuttavia fino all'86,5% dei diritti di voto per conto di altri investitori (tra i quali Tpg e altri fondi d'investimento).

MGPE procura le dimissioni irrevocabili di tutti gli amministratori di P&C e delle partecipate ritenute «rilevanti» dalle rispettive cariche nel consiglio di amministrazione di P&C e delle partecipate in parola. Ciò al fine di consentire l'insediamento dei nuovi soggetti di governo.

Inoltre, MGPE fa sì che Scooter Holding 3 si assuma irrevocabilmente tutte le obbligazioni ed acquisti tutti i diritti di PH.

Piaggio Holding s.p.a. (PH)

Piaggio Holding s.p.a., antecedentemente all'accordo con gli altri due *partner*, costituiva la *holding* del Gruppo Piaggio. Con l'accordo PH «cede» il proprio ruolo di azionista di maggioranza e partecipa al *nuovo* Gruppo Piaggio e al veicolo societario Piaggio Holding Netherlands b.v. attraverso le neocostituite Scooter Holding 3 e PH 2.

PH conferisce le Azioni P&C in Scooter Holding 3 e si impegna a: *a)* cedere a P&C il ramo di azienda servizi; *b)* trasferire a P&C il 100% delle azioni di Nacional Motor, la partecipata spagnola; *c)* cedere a P&C i crediti vantati dalla stessa vantati nei confronti delle tre partecipate Nacional Motor, di Derbi Italia S.r.l e di P&D S.p.A..

PH 2

PH 2 indica la società che sarà inizialmente partecipata dal fondo Morgan Grenfell Private Equity e che sarà, successivamente alla data di esecuzione del contratto, partecipata in tutto o in parte dai soci diretti o indiretti di PH.

PH 2 conferisce i crediti per un importo nominale di Euro 15 milioni, contro emissione a suo favore di n. 15.000 Azioni D; inoltre, in una fase successiva, la stessa società conferisce in New PH tutte le azioni dalla stessa detenute in Piaggio Holding Netherlands b.v..

Scooter Holding 3 b.v. (New PH)

È la società neocostituita da PH, nella quale confluiscono le partecipazioni dirette e indirette del precedente soggetto di governo del Gruppo Piaggio. In particolare, MGPE acquista da PB o fa acquistare da PH 2 i crediti vantati da PB nei confronti di P&C, per l'importo nominale di Euro 15 milioni. A Scooter Holding 3 vengono conferite le azioni P&C precedentemente detenute da PH, attraverso un'emissione a suo favore di 85.000 Azioni C e n. 2 C Priority Shares. Alla stessa vengono inoltre conferite tutte le azioni detenute da PH 2 in Piaggio Holding Netherlands b.v..

Piaggio Holding Netherlands b.v.

Piaggio Holding Netherlands è la società olandese di diritto olandese a cui partecipano i tre suddetti azionisti di riferimento: Immsi s.p.a., P.B. s.r.l. e Scooter Holding 3 b.v..

Il patrimonio complessivo di Piaggio Holding Netherlands b.v. è pari a 320 milioni di euro, a fronte dei seguenti apporti: Immsi conferisce 100 milioni sotto forma di liquidità, P.B. conferisce 120 milioni per effetto della conversione di una parte dei loro crediti in equity, Scooter Holding 3 conferisce 100 milioni, di cui 85 sotto forma di *asset* (attività industriali e commerciali di Piaggio & C.) e 15 sotto forma di liquidità.

Piaggio Holding Netherlands b.v. rileva soltanto la «parte» operativa del gruppo di Pontedera, cioè Piaggio & C (e le sue partecipate) e non la controllante PH. Il senso di questa scelta è rintracciabile nella causa di 120 milioni intentata contro Piaggio holding da Mv Augusta, quando il gruppo toscano acquistò per 15 milioni il 20% di tale società, impegnandosi a rilevare i marchi Husquarna e Cagica se le banche avessero dato il via libera alla ristrutturazione del debito di Mv. L'assenso degli istituti di credito non è arrivato e Piaggio ha considerato decaduto l'accordo. L'azione legale avviata da Mv ha suggerito ai nuovi azionisti di Piaggio di cautelarsi, separando la sorte delle attività industriali, amministrative e commerciali da quelle della holding, che resta infatti in mano ai precedenti azionisti (Morgan Grenfell Private Equity, Tpg e altri fondi d'investimento)¹.

Immsi ha la maggioranza dei diritti di voto nell'assemblea e la maggioranza dei Consiglieri di Amministrazione. In particolare, il Supervisory Board della Società si compone di nove membri: cinque membri sono nominati su indicazione di IMMSI, due membri sono nominati su indicazione di PB, due membri sono nominati su indicazione di New PH.

Piaggio & C. s.p.a. (P&C)

Piaggio & C. è la società operativa a capo del Gruppo Piaggio, ora direttamente controllata dalla *newco* di diritto olandese Piaggio Holding Netherlands b.v..

¹ Le parti coinvolte nel contenzioso hanno ora raggiunto un accordo in base al quale il gruppo di Pontedera restituisce a Mv Augusta il 20% acquistato per 15 milioni nel marzo 2002. In più Piaggio dovrebbe versare a Mv una somma che potrebbe superare i 10 milioni con risarcimento per la mancata acquisizione dei marchi Husquarna e Cagiva (Fonte: Nicola Di Molfetta, «Accordo Piaggio-Mv Augusta», *Il Sole 24 Ore*, venerdì 26 settembre 2003, p. 36).

Piaggio & C. viene ricapitalizzata per 235 milioni, interamente sottoscritti da Piaggio Holding Netherlands b.v.. Immsi concede inoltre a quest'ultima un finanziamento a breve per 15 milioni.

I consigli di amministrazione di P&C e delle partecipate più importanti – tra le quali Derbi e National Motor – sono composti da nove membri: cinque amministratori sono nominati su indicazione di IMMSI, due amministratori sono nominati su indicazione di PB, due amministratori sono nominati su indicazione di Scooter Holding 3.

1.3.4. La ristrutturazione dei profili gestionali del Gruppo

1.3.4.1. La ristrutturazione dei profili gestionali del gruppo si risolve da un lato nella *rimodellazione* dei meccanismi organizzativi di coordinamento dei processi aziendali e interaziendali e, dall'altro, nella rifocalizzazione delle strategie di *business*.

Il progetto industriale della *nuova* Piaggio si focalizza sulla definizione di strategie competitive essenzialmente rivolte a due *aree di business*: quella delle *due ruote sul mercato europeo* e quella dei *veicoli industriali leggeri, in particolare nel mercato indiano*, per le quali è atteso un consolidamento della posizione competitiva. A tali due *aree di business* se ne associano altre due: quella dei *pezzi di ricambio e degli accessori* e quella dei *motori*, per le quali è previsto un incremento di fatturato di tipo *inerziale*, cioè indotto dall'andamento delle due primarie aree di business.

In particolare, le strategie competitive del Gruppo sono indirizzate a garantire:

1. *un miglior sfruttamento del marchio Vespa*, al fine di colmare l'attuale *gap* fra la percezione del valore da parte del cliente e le (insoddisfacenti) *performance* registrate dal marchio;
2. *un miglior posizionamento nel segmento dei motocicli*, attraverso un ventaglio di opzioni che spazia dalla creazione di un gruppo integrato di produzione di motocicli con i marchi Gilera e Derbi all'ingresso in nuove nicchie di mercato (p.e. segmento *off-road*);
3. *il riposizionamento dei veicoli industriali leggeri*, in particolare nel mercato europeo, a fronte dell'attuale *phase-out* dell'Ape, di una regolamentazione sulle emissioni inquinanti e sull'obbligo di patente anche per la guida

dell'Ape 50 del tutto incerta, nonché di una forte competizione anche da parte dei produttori di autoveicoli.

4. *il sottostante rilancio delle attività di ricerca e sviluppo*, per le quali sono previste investimenti per 230 milioni di Euro.

Le aree di intervento giudicate prioritarie riguardano:

- a) *il miglioramento dell'efficienza operative*, attraverso il raggiungimento di sinergie nei processi di acquisizione e di progettazione e la razionalizzazione dei processi produttivi e amministrativi;
- b) *l'incremento del value-to-customer*, attraverso:
 - il «ripensamento» delle *strategie di prezzo*;
 - un *product management* orientato sia alla definizione dei prodotti da dismettere (*phase-out*), sia all'introduzione di nuovi prodotti;
 - un miglioramento delle strategie di *marketing*;
- c) *il consolidamento della competitività del segmento dei veicoli industriali leggeri nel mercato indiano*, mediante la dismissione di alcuni prodotti e l'introduzione di nuovi; in particolare, il consolidamento della competitività dell'area di *business* in esame è atteso sia sul fronte delle quote di mercato, sia su quello dei margini di profitto.

La ricerca di condizioni di efficienza prevede in particolare:

- la rinegoziazione delle condizioni contrattuali con i dieci principali fornitori;
- la razionalizzazione dei fornitori diretti, con una diminuzione, in 2-3 anni, di circa il 25% del numero degli stessi;
- il ricorso anche a fornitori internazionali;
- un programma di razionalizzazione dei costi generali;
- un modello di miglioramento della produttività del lavoro;
- la razionalizzazione dei processi amministrativi e produttivi delle consociate estere.

2. Il modello di «ripartizione» del rischio economico generale tra gli shareholder

2.1. Gli *shareholder* che danno vita al progetto di ristrutturazione istituzionale e gestionale del Gruppo Piaggio partecipano al capitale di rischio della Piaggio Holding Netherlands di diritto olandese apportando contributi eterogenei e detenendo azioni di categorie differenti:

- a. *Immsi* detiene 100.000 azioni di Classe A, ciascuna per un valore nominale di Euro 1,00, e 2 *Priority Shares* di classe A; di fatto apporta al gruppo risorse finanziarie per complessivi 115 milioni di euro, di cui 100 a titolo di capitale di rischio e 15 a titolo di finanziamento a breve termine concesso a P&C (peraltro, si prevede che tale finanziamento sia rimborsato nei primissimi mesi successivi alla stipulazione del contratto);
- b. *Pb* detiene 120.000 azioni di Classe B della Società, ciascuna per un valore nominale di Euro 1,00; e 2 *Priority Shares* di classe B; *Pb*, a fronte di tali azioni, conferisce in Piaggio Holding Netherlands i crediti precedentemente vantati dai propri azionisti nei confronti di P&C;
- c. *Scooter Holding 3*, attraverso PH detiene 85.000 azioni di Classe C, ciascuna per un valore nominale di Euro 1,00 e, attraverso PH2, detiene 15.000 azioni di Classe D, per un valore nominale di Euro 1,00; *Scooter Holding 3*, detiene altresì 2 *Priority Shares* di classe C. *Scooter Holding 3* apporta in Piaggio Holding Netherlands la partecipazione in P&C, precedentemente detenuta da PH, per un valore di 85 milioni e 15 milioni sotto forma di risorse finanziarie.

Consegue la seguente ripartizione del capitale azionario di Piaggio Holding Netherlands: 31,25% a *Immsi*, 37,5% a P.B., 31,25% a *Scooter Holding 3*, mentre le sei *Priority Shares* (due di classe A, due di classe B e due di classe C) attribuiscono diritti di indirizzo gestionale del Gruppo diversificati in funzione degli obiettivi che ciascuna parte si attende di conseguire partecipando al Gruppo. Ad *Immsi* spetta il governo del Gruppo perché ogni socio partecipa all'assemblea con un voto (qualunque sia la percentuale), tranne i detentori di azioni A, che esprimono fino a sei voti. Tuttavia, alcune scelte gestionali di natura «straordinaria», quali aumenti di capitale, distribuzione di profitti, fusioni, scissioni e *spin-off*) richiedono il voto favorevole dei portatori di azioni B e C.

2.2. I tre *partner* vantano diritti patrimoniali, di governance e di possibile fuoriuscita dal Gruppo del tutto differenziati, in coerenza con i rispettivi obiettivi perseguiti attraverso la partecipazione al progetto di ristrutturazione del Gruppo.

Le diverse finalità e prospettive perseguite da ciascuno *shareholder* trovano riscontro nel *contratto d'investimento*, nel *patto parasociale* e nello *statuto* della Piaggio Holding Netherlands, ove sono infatti previste diverse modalità di partecipazione sia al processo di *governance* del Gruppo, sia al rischio d'impresa. In particolare:

- a. il *soggetto di governo di Immsi* ha sul Gruppo Piaggio obiettivi di investimento di medio-lungo termine, volendo governare il Gruppo per un periodo di tempo che si estende oltre la fase di ristrutturazione istituzionale e gestionale dello stesso, la quale dovrebbe dilungarsi fino al 2006 (anno in cui si prefigura la quotazione del Gruppo) o al massimo fino al 2008 (anno in cui è prevista la «cessazione» di Piaggio Holding Netherlands);
- b. le *banche*, attraverso *Pb*, desiderano ottenere il rimborso dei finanziamenti concessi a più riprese al Gruppo; l'obiettivo degli istituti creditori si concretizza nel recupero, nel lasso di tempo più breve possibile, dei finanziamenti complessivamente concessi. Gli stessi non vantano invece attese di governo del Gruppo, sebbene, anche attraverso la stipulazione del *patto parasociale*, sia consentito agli stessi di esercitare un'influenza significativa sull'indirizzo della gestione, perlomeno per quanto riguarda le operazioni di natura straordinaria;
- c. il fondo di investimento *Morgan Grenfell Private Equity*, desideroso di valorizzare al meglio l'investimento compiuto nel 2000, considera ormai «scaduto» il tempo di permanenza nel Gruppo Piaggio; ne consegue che è attesa un'uscita di MGPE dal Gruppo non appena le condizioni di mercato e di redditività di quest'ultimo consentiranno al fondo di disinvestire senza realizzare perdite.

2.3. Coerentemente con tali obiettivi, i tre *partner* hanno ideato un piano di rimborso dei contributi apportati variabile in funzione dell'*equity value* raggiunto dal Gruppo al momento in cui i *partner* esercitano l'opzione di uscita dallo stesso, mediante la richiesta di rimborso delle proprie partecipazioni in Piaggio Holding Netherlands.

In particolare, i *diritti patrimoniali* dei tre *shareholder* sono strutturati in modo che la distribuzione di somme agli stessi delle diverse classi di Azioni avvenga in ragione di una «tabella» di *attribuzione dei valori*, che i soci hanno negoziato e che ritengono congrua in relazione alle rispettive partecipazioni nella Piaggio Holding Netherlands e alle diverse finalità e prospettive perseguite con l'investimento nella stessa. Tale «tabella» si articola in funzione da un lato delle diverse categorie di azioni detenute dai diversi soci e, dall'altro, in base ai diversi «intervalli» di *equity value* raggiunto del Gruppo (v. *figura 7.2*).

Come si evince dalle *figure 7.3 e 7.4*, la ripartizione dell'*equity value* tra i soci del gruppo non avviene in modo «lineare» rispetto ai diversi «scaglioni» nei quali oggi si ipotizza che l'*equity value* del Gruppo si possa posizionare al momento della fuoriuscita dal Gruppo di uno o più *partner*. Ciò in aderenza alle differenziate attese di *performance* del Gruppo da parte dei tre *partner* e alla correlata «disponibilità» di partecipazione al rischio d'impresa in funzione alle *performance di valore* dello stesso.

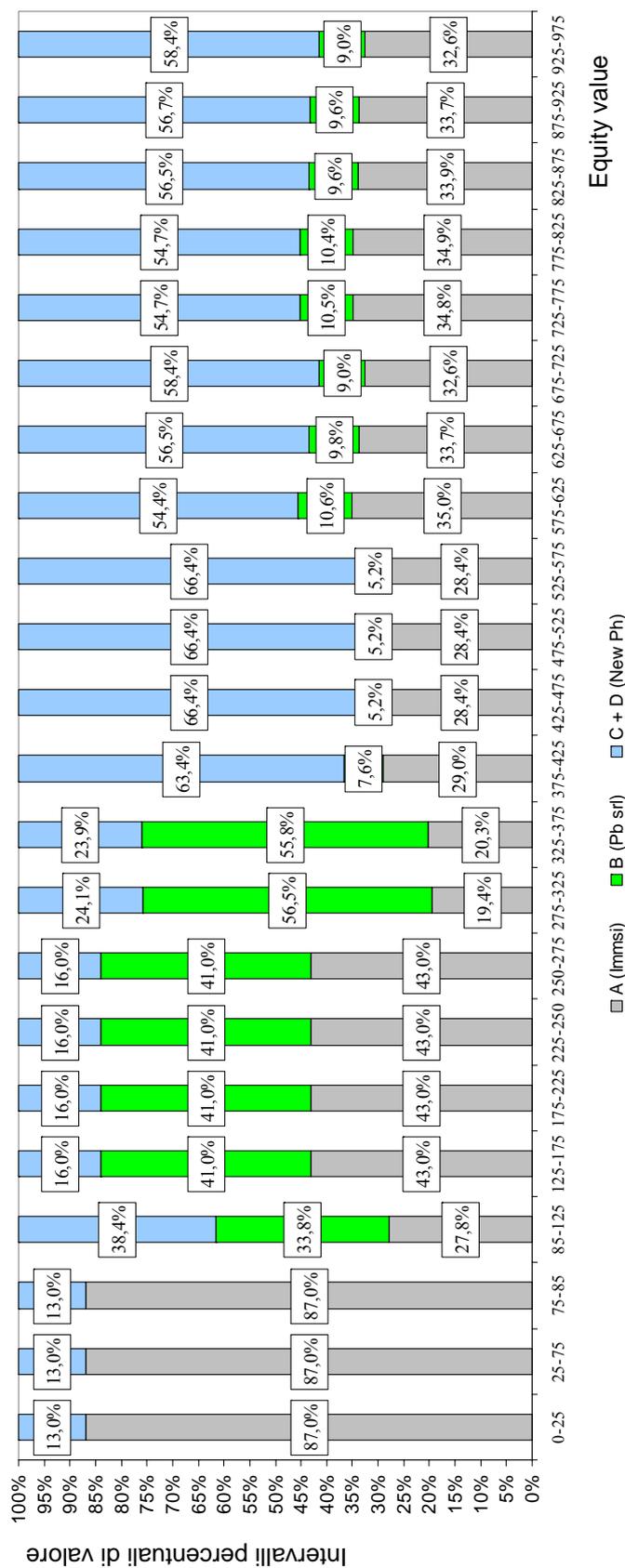
Figura 7.2 – La «tabella» di attribuzione dei valori ai diversi azionisti di Piaggio Holding Netherlands.

Equity value (mio. di euro)		Attribuzione intervalli di valore				Totale	Proventi totali* (mio. di euro)			
da	a	A Immsi	B Pb	C New Ph	D New Ph		A Immsi	B Pb	C New Ph	D New Ph
0	25	87,0%	0,0%	0,0%	13,0%	100,0%	21,7	0,0	0,0	3,3
25	75	87,0%	0,0%	0,0%	13,0%	100,0%	65,2	0,0	0,0	9,8
75	85	87,0%	0,0%	0,0%	13,0%	100,0%	73,9	0,0	0,0	11,1
85	125	27,8%	33,8%	34,2%	4,2%	100,0%	85,0	13,5	13,7	12,8
125	175	43,0%	41,0%	9,5%	6,5%	100,0%	106,6	34	18,4	16
175	225	43,0%	41,0%	9,5%	6,5%	100,0%	128,1	54,5	23,2	19,2
225	250	43,0%	41,0%	9,5%	6,5%	100,0%	138,8	64,8	25,6	20,8
250	275	43,0%	41,0%	9,5%	6,5%	100,0%	149,6	75	27,9	22,4
275	325	19,4%	56,5%	21,2%	2,9%	100,0%	159,3	103,3	38,5	23,9
325	375	20,3%	55,8%	20,9%	3,0%	100,0%	169,4	131,2	49	25,4
375	425	29,0%	7,6%	59,0%	4,4%	100,0%	184,0	135	78,5	27,6
425	474	28,4%	5,2%	62,1%	4,3%	100,0%	198,2	137,6	109,5	29,7
475	525	28,4%	5,2%	62,1%	4,3%	100,0%	212,4	140,2	140,6	31,9
525	575	28,4%	5,2%	62,1%	4,3%	100,0%	226,6	142,8	171,6	34
575	625	35,0%	10,6%	49,2%	5,2%	100,0%	244,1	148,1	196,2	36,6
625	675	33,7%	9,8%	51,5%	5,0%	100,0%	260,9	153	222	39,1
675	725	32,6%	9,0%	53,5%	4,9%	100,0%	277,2	157,5	248,7	41,6
725	775	34,8%	10,5%	49,5%	5,2%	100,0%	294,6	162,7	273,5	44,2
775	825	34,9%	10,4%	49,5%	5,2%	100,0%	312,2	167,9	298,2	46,8
825	875	33,9%	9,6%	51,4%	5,1%	100,0%	329,0	172,7	323,9	49,4
875	925	33,7%	9,6%	51,6%	5,1%	100,0%	345,9	177,5	349,7	51,9
925	975	32,6%	9,0%	53,5%	4,9%	100,0%	362,2	182	376,5	54,3
975	in poi	32,6%	9,0%	53,5%	4,9%	100,0%

* L'espressione *proventi totali* esprime il valore di liquidazione della partecipazione detenuta in Piaggio Holding Netherlands in ipotesi di cessione del pacchetto azionario.

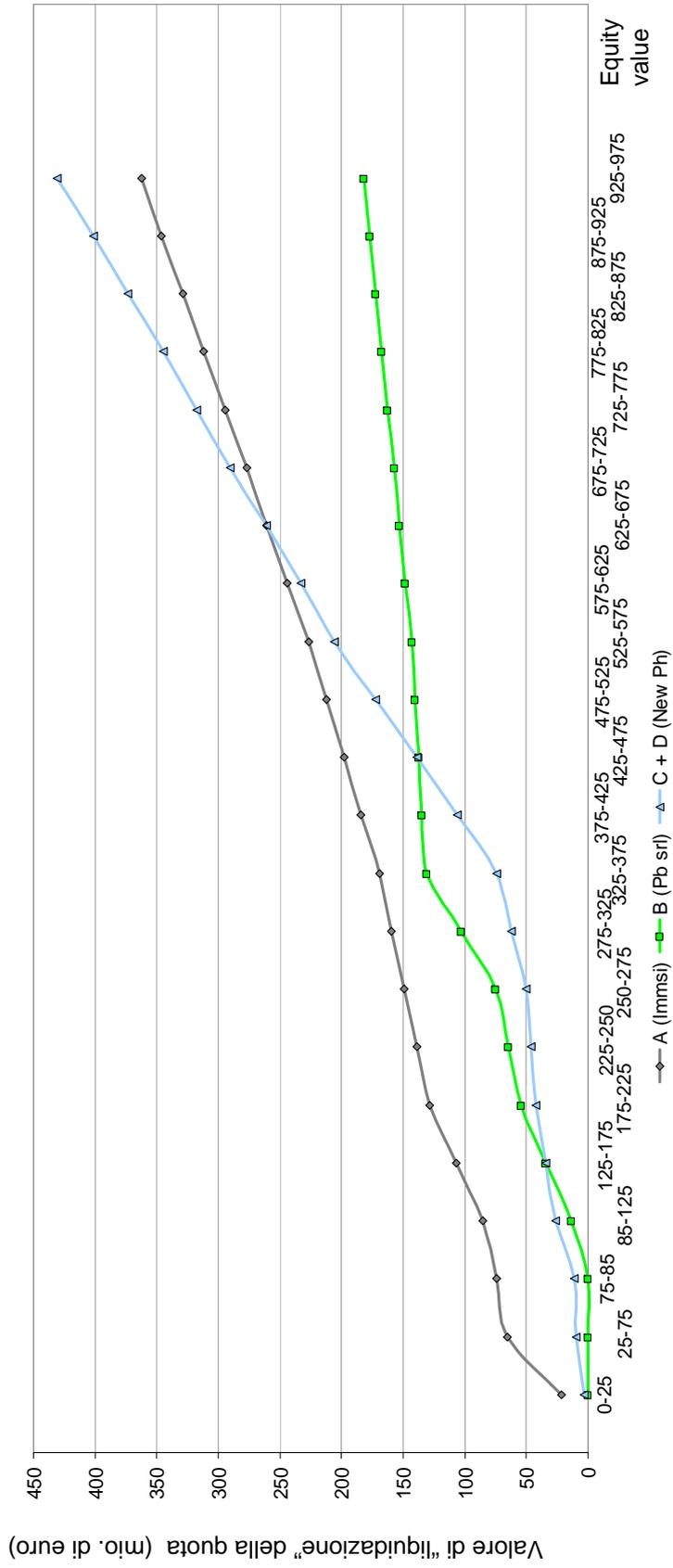
Fonte: la tabella qui riportata è pubblicata in MF, 27 settembre 2003, p. 12.

Figura 7.3 – Percentuali di partecipazione degli *stockholder* alla ripartizione dell'*equity value* del Gruppo Piaggio.



Fonte: mia elaborazione delle informazioni contenute nella precedente tabella 7.2.

Figura 7.4 – Partecipazione degli *stockholder* alla ripartizione dell' *equity value* del Gruppo Piaggio.



Fonte: mia elaborazione delle informazioni contenute nella precedente tabella 7.2.

In particolare:

- a. *Immsi* si cautela nell'ipotesi in cui l'*equity value* misurato al momento della liquidazione della partecipazione di uno o più soci sia inferiore all'attuale *equity value*; di contro, *Immsi*, nelle situazioni in cui l'*equity value* del Gruppo aumenti esponenzialmente rinuncia a quote via via più significative dello stesso;
- b. *Pb*, invece, partecipa al rischio d'impresa e ne sopporta le conseguenze in misura maggiore rispetto agli altri due *partner* nel caso l'*equity value* del Gruppo al momento della liquidazione della sua quota sia inferiore all'attuale *equity value*. Addirittura, per valori di *equity* inferiori a 85 milioni di Euro, *Pb* subisce una «liquidazione gratuita» della propria quota. Per intervalli di *equity value* tra 125 e 375 milioni di Euro, *Pb* riceve una remunerazione ben più significativa di quella degli altri due *partner*; infine, negli intervalli di *equity value* superiori a 375 milioni di Euro, *Pb* vede via via ridursi la propria quota di partecipazione al valore di liquidazione del Gruppo.
- c. *Scooter Holding 3*, infine, allo stesso modo di *Pb*, appare meno cautelata per valori di *equity* inferiori a quelli attuali, mentre partecipa in misura crescente alla ripartizione dell'*equity value* man mano che questo tende ad aumentare.

2.4. La fuoriuscita dal Gruppo di ciascun *partner* è sottoposto a vari vincoli, correlati al ruolo ricoperto dagli stessi nel Gruppo. Ciò rende ancora più evidente i caratteri di differenziazione secondo i quali ciascun *partner* «desidera» partecipare al rischio d'impresa. Invero, non solo ciascun *partner* è ricompensato in misura differenziata in funzione del contributo apportato², ma è anche soggetto a diversi vincoli in ordine alle modalità di uscita dal gruppo, sia sotto il profilo delle modalità di rimborso di quanto conferito, sia per quanto riguarda l'orizzonte temporale secondo il quale gli stessi restano vincolati al Gruppo.

² Ciò spiega peraltro perché, pur essendo detenute dalla medesima società – la *Scooter Holding* b.v. (New PH), al cui capitale partecipano PH e PH 2 –, alle azioni di classe C, cui corrisponde il conferimento in NEWCO della partecipazione di P&C precedentemente detenuta da PH, siano attribuiti *diritti patrimoniali diversi* rispetto alle azioni di classe D, cui corrisponde il conferimento da parte di PH 2 di nuove risorse finanziarie per un ammontare di 15 milioni di Euro.

Le condizioni di fuoriuscita di PB e di Scooter Holding 3 dal Gruppo Piaggio sono state definite in aderenza all'intenzione di attivare il processo di quotazione non appena possibile, anche prima del 1° settembre 2006, qualora il Gruppo raggiungesse risultati ritenuti soddisfacenti e fossero presenti le idonee condizioni di mercato. La quotazione dovrà comunque avvenire tramite un collocamento primario, eventualmente associato ad un collocamento secondario.

Il patto prevede la possibilità per Pb e per Scooter Holding 3 di compiere atti di disposizione diversi dalla costituzione in pegno aventi a oggetto tutte, e non parte, delle azioni della società da ciascuna di esse detenute a un unico cessionario. Ciò a patto che il cessionario aderisca, diventandone parte a tutti gli effetti, al patto parasociale siglato dai tre nuovi *partner* Immsi, Pb e Scooter Holding 3. Condizione necessaria per il passaggio di proprietà e la contestuale adesione al patto di sindacato è il gradimento degli altri soci. Per la costituzione in pegno, invece, gli istituti di credito e Morgan Grenfell devono comunque mantenere i diritti amministrativi di pertinenza delle azioni.

Se invece Pb e Scooter Holding 3 decidono di cedere le azioni a più di un acquirente, devono concedere agli altri soci un'opzione di acquisto esercitabile pro-quota in proporzione alle azioni possedute. Il valore di liquidazione delle azioni offerte in vendita dal socio uscente (il cd «valore di liquidazione alla quotazione») sarà determinato secondo la «Tabella» di *attribuzione dei valori*, in ragione di un valore pari a: *a*) il valore delle azioni quotate possedute dalla Piaggio Holding Netherlands, calcolato in base al prezzo di collocamento delle stesse azioni quotate, diminuito *b*) dell'eventuale debito finanziario della Piaggio Holding Netherlands e maggiorato *c*) della liquidità esistente in Piaggio Holding Netherlands alla data della liquidazione delle azioni.

Tali prerogative non spettano invece a Immsi. Per quest'ultima, infatti, sono previste una serie di clausole che prevedono contestualmente anche la via d'uscita degli altri soci a un determinato prezzo.

Qualora entro la prima data tra il giorno di approvazione del bilancio di Piaggio & C. al 31 dicembre 2007 e il 31 marzo 2008 non fosse intervenuta la quotazione Pb e Scooter Holding 3 potranno offrire in vendita a Immsi il 100%, e non parte, delle loro azioni e dei diritti del socio uscente di cui ciascuna sia titolare al prezzo determinato in base alla valutazione, che avverrà attraverso la nomina di un *arbitratore* incaricato di

valutare il 100% della Piaggio & C. e delle sue partecipate, nonché il 100% del Gruppo Piaggio.

Una volta avvenuta la valutazione il trasferimento delle azioni del socio uscente e il corrisposto dovuto da Immsi a fronte del trasferimento sarà corrisposto per cassa entro 12 mesi dalla data dell'offerta di vendita oltre agli interessi a tasso di mercato.

Nel caso in cui Immsi non voglia accettare l'offerta dei titoli verrà prevista la vendita mediante asta del 100% del Gruppo Piaggio al miglior offerente. Tale asta si svolge sotto la condizione che il *prezzo minimo* di cessione non sia inferiore a quello dell'offerta rifiutata da Immsi. A tale asta Immsi non può partecipare.

Nel caso in cui l'asta si concluda con la mancata cessione dei titoli offerti, ha luogo una seconda asta, alla quale può partecipare Immsi e per la quale non è prevista una base d'asta vincolante.

3. Il gruppo aziendale come strumento di «trasformazione» dei rischi

.....