



Signori Azionisti,

nel 2014 il NAV (Net Asset Value) di EXOR è cresciuto del 14,8%, in un contesto caratterizzato da una minore crescita dei mercati azionari globali: l'indice MSCI World in dollari è infatti aumentato del 2,93%, mentre quello denominato in euro (il nostro *benchmark*) è salito del 17,2%, grazie alla positiva performance del dollaro. A causa del forte deprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro, la nostra performance è risultata inferiore del 2,4% rispetto al MSCI World Index denominato in euro.

Come evidenziato l'anno scorso, a influire sul nostro risultato sono state soprattutto FCA e CNH Industrial (entrambe nate dal Gruppo Fiat), che insieme rappresentano il 57,2% del nostro Gross Asset Value. La somma delle loro capitalizzazioni ha quasi raggiunto il massimo valore storico toccato dal Gruppo Fiat nel 2007, pari a € 29,5 miliardi; in verità è FCA che è andata bene, mentre sua sorella ha perso il 19% del suo valore. Rimango comunque fermamente convinto che il valore di CNH Industrial rispecchierà l'andamento delle attività sottostanti e le sue prospettive future.

È interessante notare che se escludessimo dal calcolo CNH Industrial, il nostro NAV risulterebbe cresciuto del 31,1%, cioè 14 punti meglio del nostro benchmark.

#### PERFORMANCE DEL NAV DI EXOR RISPETTO ALL'INDICE MSCI WORLD (in Euro)

Anno	Variazione percentuale annua		
	1 - NAV di EXOR	2 - Indice MSCI World in Euro	Differenza (1-2)
2009	93,3	37,8	55,5
2010	45,8	17,2	28,6
2011	-24,4	-4,5	-19,9
2012	20,6	11,4	9,2
2013	16,2	18,7	-2,5
2014	14,8	17,2	-2,4
<b>Ritorno medio annuale</b>	<b>23,5</b>	<b>16,1</b>	<b>7,4</b>

Nota: i dati 2009 iniziano dal 1° marzo, primo giorno di contrattazione dei titoli EXOR alla Borsa Italiana

#### NET ASSET VALUE (NAV) DI EXOR

€ milioni	31/12/2013	31/12/2014	Variazione	
			assoluta	percentuale
<b>Valore totale degli attivi (GAV)</b>	10.313	<b>12.005</b>	<b>1.692</b>	<b>+16,4%</b>
<b>Debito Lordo</b>	(1.291)	<b>(1.671)</b>	<b>(380)</b>	<b>+29,4%</b>
<b>Costi di struttura ordinari per 10 anni</b>	(170)	<b>(170)</b>	-	-
<b>Net Asset Value (NAV)</b>	8.852	<b>10.164</b>	<b>1.312</b>	<b>+14,8%</b>

Ciò detto, il 2014 è stato un anno molto significativo per la vostra società, a partire dall'annuncio del 1° gennaio, quando Fiat ha comunicato l'acquisto delle rimanenti azioni Chrysler che ancora non possedeva: una mossa che ha portato alla creazione di FCA – Fiat Chrysler Automobiles – il settimo più grande gruppo automobilistico del mondo.

Il 13 di Ottobre, data della quotazione di FCA al NYSE è stato davvero un giorno di cui andare fieri, come si può vedere da queste fotografie:



Ma è stato soprattutto un ulteriore stimolo per continuare a costruire (e a vendere) grandi automobili, come ogni giorno fanno Sergio Marchionne, la sua squadra di vertice e le più di 300.000 persone che lavorano in FCA.

Si narra che Leonardo da Vinci una volta disse:

*"Da tempo mi accorsi che le persone che conseguono i propri obiettivi raramente rallentano e lasciano che le cose accadano. Sono infatti loro stessi a muoversi e farle capitare."*

Questa frase rende bene il tipo di cultura che Sergio è riuscito a creare in FCA.

È proprio per questo che abbiamo tanta fiducia nel suo futuro e che abbiamo investito 886 milioni di dollari nel prestito obbligazionario a conversione obbligatoria emesso il 15 dicembre 2014: il nostro più grande investimento dell'anno.



## **GROSS ASSET VALUE**

Vorrei ora descrivere in dettaglio le quattro componenti del nostro Gross Asset Value, o Valore Totale degli Attivi, che sono sintetizzate nella tabella seguente:

### **VALORE TOTALE DEGLI ATTIVI (GAV)**

€ milioni	31/12/2013	31/12/2014	Variazione	
			assoluta	percentuale
Investimenti	6.445	8.347	1.902	+29,5%
Investimenti finanziari	663	663	0	+0,0%
Cassa ed equivalenti	2.572	2.233	(339)	-13,2%
Azioni proprie	633	762	129	+20,4%
<b>Valore totale degli attivi (GAV)</b>	<b>10.313</b>	<b>12.005</b>	<b>1.692</b>	<b>+16,4%</b>

### **INVESTIMENTI (64,3% del GAV)**

È la voce principale dei nostri attivi. Guardiamo dunque ai tre grandi investimenti che rappresentano il 64,3% del nostro GAV.

### **FCA (interesse economico del 29,19%; 36,7% del GAV)**

FCA ha chiuso il 2014 con buoni risultati: 4,6 milioni di auto vendute e record di vendite del marchio Jeep con oltre 1 milione di auto (quando Fiat diede vita all'alleanza con Chrysler Jeep ne vendeva appena 337.000).

I ricavi sono cresciuti dell'11% a € 96,1 miliardi, con un EBIT di € 3,7 miliardi, un debito industriale netto pari a € 7,7 miliardi e liquidità disponibile per € 26,2 miliardi. Questi numeri includono il prestito obbligazionario a conversione obbligatoria di \$ 2,9 miliardi, accolto con grande favore dagli investitori, che hanno così dimostrato la loro fiducia nel futuro della società, il cui piano di sviluppo era stato presentato a Auburn Hills il 6 maggio 2014.

I punti fondamentali del piano al 2018 sono:

- 1) Volumi di Jeep quasi raddoppiati nel 2018, con circa 1,9 milioni di auto vendute, grazie all'estensione della gamma prodotti e all'espansione su nuovi mercati;
- 2) Accelerazione nello sviluppo dei marchi premium, con previsioni di vendite al 2018 che includono 75.000 Maserati (nel 2014 ne sono state vendute 36.448, + 140% rispetto all'anno prima) e 400.000 magnifiche Alfa Romeo;
- 3) Riposizionamento del marchio FIAT con la gamma 500, per sfuggire al "massacro" del mercato di massa, soprattutto in Europa (dove FCA ha iniziato a fare soldi a livello operativo nell'ultimo trimestre del 2014) e collocarsi in nicchie più redditizie;
- 4) Infine, obiettivi chiari per i nostri grandi marchi americani Chrysler, Dodge e RAM, con ambiziosi target di vendita pari a 2,1 milioni di unità, cioè il 30% delle 7 milioni di automobili totali che FCA prevede di vendere nel 2018.

Centrando questi obiettivi, nel 2018 la Società potrà contare su ricavi cresciuti a circa € 132 miliardi, con un EBITDA di circa € 17 miliardi, un EBIT quasi triplicato a € 9 miliardi e un utile netto di € 5 miliardi.

Il capitale richiesto per questo piano è notevole: per lanciare circa 80 nuovi modelli la società investirà circa € 55 miliardi, di cui circa € 8 miliardi contabilizzati a conto economico come Ricerca & Sviluppo. Il resto, per due terzi investito negli stabilimenti e nelle linee di montaggio, verrà capitalizzato.

Abbiamo imparato quanto capitale può essere risparmiato grazie ai maggiori volumi che FCA ha oggi rispetto a quelli che la singola Fiat aveva in passato. Per esempio: la 500X e la Jeep Renegade sono due auto molto diverse, ma sono assemblate nello stesso stabilimento e condividono la Ricerca & Sviluppo, permettendo così di ridurre di circa € 1 miliardo l'investimento totale richiesto.

Perciò sono convinto che il settore debba ulteriormente consolidarsi ed è quello che accadrà in futuro. C'è da sperare che il consolidamento sia guidato più dalla ragione e dal buon senso, che non dall'emergenza; e che tenga conto, come abbiamo fatto noi, di fattori importanti come le identità e le culture, evitando gli errori tipici delle operazioni di conquista, che finiscono col portare divisioni, e creando invece una cultura comune capace di superare le barriere nazionali. Questa è una delle cose più importanti che abbiamo imparato quando abbiamo unito Fiat e Chrysler per dare vita a FCA.

*Last but not least*, Ferrari, che presto inizierà una nuova vita a sé come società quotata, diventando una delle partecipate detenute direttamente da EXOR. Dal punto di vista commerciale, il 2014 è stato un anno eccellente, con ricavi in crescita del 18% grazie soprattutto al successo de LaFerrari, la prima auto di produzione ad adottare un sistema ibrido derivato dalla F1, capace di sviluppare una potenza massima totale di 963 CV e una velocità massima di 350 km/h, da zero a 100 km/h in meno di 3 secondi. Una perfetta sintesi di ingegneria e design che solo 499 fortunati clienti hanno potuto aggiudicarsi, ad un prezzo di listino di € 1.210.000.

Purtroppo in pista i risultati sono stati diversi: la stagione di Formula 1 della squadra è stata infatti un vero disastro. Per la prima volta in 20 anni, la Ferrari non è riuscita a vincere neanche una gara e inevitabilmente si è dovuto procedere con dei cambiamenti. Il più importante è stata l'uscita di Luca di Montezemolo, che per oltre 20 anni aveva guidato la società con grande energia e impegno.

Luca è stato particolarmente bravo a preservare il fascino e la magia del marchio Ferrari (considerato uno dei più forti al mondo), creando le migliori automobili del mondo: una sintesi inimitabile di stile, potenza e tecnologia avanzata. Quando ha dato avvio alla sua Presidenza nel 1991, Ferrari vendeva 4.487 auto all'anno, fatturava € 340 milioni e generava un utile di € 13 milioni. Nel 2014 ha venduto 7.255 automobili, con ricavi pari a € 2,8 miliardi e un utile netto di € 265 milioni.



Nel corso della presidenza di Luca fino al 2008, la Scuderia Ferrari è riuscita a aumentare i successi conseguiti sui circuiti da gara, grazie alla coppia fortissima formata da Jean Todt e dall'irraggiungibile Michael Schumacher. Jean ha regalato ai tifosi anni di straordinari successi, vincendo 106 Gran Prix, 8 Campionati Costruttori e 6 Titoli Piloti, tanto che Ferrari ad oggi è il team che vanta il maggior numero di vittorie nella storia della Formula 1, oltre che 16 Titoli Costruttori e 15 Titoli Piloti in totale.

Il compito di ritornare a questi fasti tocca ora a Sergio Marchionne, che è impegnato a tenere vivo lo spirito creato da Enzo Ferrari (*“Le esigenze legate alla produzione di serie mi sono estranee”*), preservando l'esclusività delle Ferrari e al contempo facendo proprio l'imperativo della vittoria in pista: *“Nessuno ricorda chi arriva secondo”*, diceva il Drake.

A Maranello molte altre cose sono già state cambiate e sono felice di constatare che abbiamo avuto un buon inizio del 2015. Maurizio Arrivabene ha preso la guida della Scuderia Ferrari; al volante ci sono due grandi campioni del mondo come Kimi Raikkonen e Sebastian Vettel; e la squadra è salita di nuovo sul gradino più alto del podio.

### **CNH Industrial (interesse economico del 26,97%; 20,5% del GAV)**

Nonostante l'anno difficile per le attività agricole, che hanno generato il 90% dell'utile operativo di CNH Industrial (l'area NAFTA – il più grande mercato per i trattori e le mietitrebbia – si è ridotta del 25%), la Società ha fatto registrare ricavi per \$ 32,6 miliardi e un utile netto superiore di circa \$ 700 milioni rispetto al 2013 (tenendo invece conto delle rettifiche legate agli oneri di ristrutturazione l'utile netto è stato in linea con quello dell'anno prima).

È interessante notare che i margini di redditività delle attività agricole sono diminuite solo di 0,4 punti nel 2014, rispetto ai principali concorrenti che hanno invece perso circa 2 punti, mentre i suoi multipli (EV/EBITDA) sono scesi più della media del settore, da 4,6x a 3,7x. Rispetto ai concorrenti, CNH Industrial viene scambiata in Borsa ad uno sconto superiore al 50%.

I mercati di capitali, lo sappiamo, guardano con diffidenza alla ciclicità tipica delle attività agricole, ma noi abbiamo un approccio di lungo termine e abbiamo ragioni per essere fiduciosi nel loro futuro; lo abbiamo intravisto quando Richard Tobin e la sua squadra hanno presentato gli obiettivi al 2018, che sono:

- 1) Ampliare la gamma prodotti per il settore agricolo e aumentare la presenza geografica (nel 2014 il Gruppo ha ricevuto l'incarico di costruire a Harbin, in Cina, il primo stabilimento in esclusiva proprietà per la produzione di macchinari per il raccolto);
- 2) Riposizionare i due marchi del segmento macchine movimento terra, tornando a crescere e a fare utili;
- 3) Sfruttare il potenziale della nuova gamma dei veicoli industriali, razionalizzandone l'assetto produttivo;

- 4) Valorizzare sul piano commerciale il vantaggio tecnologico acquisito nel settore dei motori e delle trasmissioni.

Il che significa, tradotto in termini di obiettivi finanziari:

- 1) Ricavi netti nel 2018 pari a \$ 38 miliardi (1,2x rispetto ai \$ 31 miliardi del 2014);
- 2) Utile operativo di \$ 3,4 miliardi nel 2018, rispetto a \$ 2.0 miliardi del 2014 (1,7x);
- 3) Utile netto di \$ 2,2 miliardi nel 2018 rispetto ai \$ 940 milioni del 2014 (2,3x);
- 4) Debito netto azzerato nel 2018 rispetto a \$ 2,7 miliardi del 2014.

Nonostante l'importanza delle attività agricole, ci sono buone sorprese che arrivano dagli altri comparti, che vanno sottolineate: la più significativa riguarda le macchine movimento terra, che sono tornate a fare soldi. Merito di Rich, che oltre a essere il CEO del Gruppo, ha assunto anche la responsabilità diretta di queste attività.

Senza dimenticare i veicoli industriali, che generano quasi un terzo dei ricavi totali: queste attività sono in ripresa e Pierre Lahutte e la sua squadra stanno lavorando sodo per aumentarne la redditività, con il lancio del nuovo Daily e della gamma di prodotti Euro 6.

L'ampiezza delle nostre attività nei *capital goods* permetterà a CNH Industrial di mitigare in parte le difficoltà che il segmento agricolo continuerà a affrontare nel 2015.

Continuo a essere fiducioso della qualità dei business di CNH Industrial e dei suoi primati nel campo dell'innovazione: gli oltre 6.000 professionisti specializzati che lavorano nei circa 50 centri di ricerca e sviluppo e gli oltre 8.000 brevetti registrati faranno sì che la Società possa continuare a svilupparsi in modo redditizio, rispondendo ad alcuni bisogni fondamentali del mondo, quali cibo, infrastrutture e trasporti. E se ne avrete l'occasione, vi suggerisco di visitare il Padiglione del marchio agricolo New Holland all'Expo di Milano, dal 1° maggio al 31 Ottobre: qui i visitatori potranno approfondire il ruolo svolto dalla meccanizzazione agricola nella catena mondiale della produzione alimentare.

### **CUSHMAN & WAKEFIELD (capitale sociale dell'80,89%; 7,1% del GAV)**

Il 2014 è stato un anno notevole per Cushman & Wakefield ("C&W"), con risultati record sia nei ricavi che nei margini. I ricavi netti hanno toccato i \$ 2,1 miliardi (+ 15,9% rispetto al 2013), l'EBITDA rettificato è stato di \$ 175,4 milioni e il margine dell'EBITDA rettificato ha toccato l'8,4% (un livello mai raggiunto prima nella storia della Società).

Abbiamo acquisito C&W nel marzo del 2007, pochi mesi prima che la crisi dei mutui *subprime* mettesse seriamente in crisi il settore immobiliare americano.

All'epoca la Società fatturava \$ 1,5 miliardi, con un EBITDA rettificato di \$ 116 milioni e un margine di EBITDA del 7,6%. La sua attività si basava per lo più sulle transazioni ed era poco presente al di fuori del Nord America.





All'epoca guardavamo con cautela al ciclo immobiliare statunitense, ma non ci aspettavamo certo che potesse contrarsi in quel modo. Ciononostante, C&W si è dimostrata capace di superare questi anni difficili senza dover ricorrere ad aumenti di capitale, a differenza dei suoi principali concorrenti, grazie alla sua solidità finanziaria.

Dal 2010 C&W si è concentrata sul miglioramento della sua performance operativa, facendo un uso prudente ed efficace del capitale (sia per la crescita interna che esterna) e diversificando l'offerta con nuovi servizi e in nuovi mercati. C&W oggi è un marchio molto più forte, globale e diversificato, ed è anche l'unica tra le principali società americane di servizi per il settore immobiliare ad aver incrementato i margini di EBITDA dalla crisi del 2007.

Nel 2014, C&W ha effettuato stime in tutto il mondo per un valore di oltre \$ 1.200 miliardi, ha intermediato spazi per un totale di 538 milioni di *square feet* - incluso il contratto per Salesforce.com, il più grande mai realizzato a San Francisco - e per i più famosi complessi immobiliari del mondo, come il One World Trade Centre di New York, Regent Street a Londra e le Swires Properties di Hong Kong. Ha rappresentato clienti di livello mondiale come Citibank, JP Morgan, MetLife, Amazon, Unilever, Microsoft e Zara.

Il 2014 è stato anche il primo anno completo di Ed Forst alla guida della Società come Amministratore Delegato. Il suo impegno e il lavoro della sua straordinaria squadra hanno prodotto nel corso dell'anno risultati senza precedenti. Il suo arrivo ha portato dinamismo e vitalità, consentendo alla Società di attrarre nuovi professionisti di grande talento (come Raymond Kelly, ex responsabile della Polizia di New York, che ora guida il nuovo Risk Management Group di C&W e Laura Pomerantz, Vice Presidente e responsabile degli Strategic Accounts).

Nel dicembre 2014 la Società ha completato l'acquisizione di Massey Knakal, il più grande investimento effettuato da quando EXOR è diventata azionista di controllo, diventando così il numero 1 a New York per numero di transazioni nel campo delle *investment sales* e acquisendo un ruolo di primo piano nei *capital markets*.

È stato bello lavorare con Ed e vedere il modo in cui ha stabilito gli obiettivi di C&W al 2017, anno in cui festeggerà il suo primo secolo di vita.

Sono convinto che insieme ai 37 componenti del Global Management Team e agli straordinari professionisti che lavorano per C&W, Ed riuscirà a centrare gli obiettivi ambiziosi di sviluppo che ha stabilito in vista del Centenario, in termini di ricavi e di margine di EBITDA.

I nostri altri investimenti nel complesso sono andati bene; qui di seguito vorrei segnalarvi alcuni dei fatti più significativi.

Nella Lettera dell'anno scorso, mi sono concentrato in particolare su Almacantar e Juventus. Entrambe hanno avuto un grande 2014: la società immobiliare di Londra ha continuato a prosperare sull'onda di un mercato in crescita; e la Juventus ha vinto il suo terzo scudetto di fila, aumentando ulteriormente i suoi ricavi.

Quest'anno, vorrei puntare la vostra attenzione su Banijay, The Economist e Sequana.

Iniziamo da Banijay, da noi fondata nel 2008 insieme a Bernard Arnault, alla Famiglia De Agostini e all'imprenditore Stéphane Courbit, che l'ha portata a diventare una delle più grandi società di produzione televisiva indipendente del mondo.

La Società è cresciuta anche attraverso lo sviluppo di contenuti per altre piattaforme multimediali, soprattutto digitali, e ha esteso la sua presenza geografica, sviluppando una significativa attività negli USA.

Grazie a Stéphane e all'AD Marco Bassetti, che è arrivato in Società nel 2013, Banijay ha chiuso un ottimo 2014, con risultati record sia per ricavi, pari a € 350 milioni, sia per l'EBITDA (circa € 50 milioni, un margine di redditività tra i più alti del settore).

Banijay ha costruito una base solida su cui poggeranno le prossime fasi del suo sviluppo.

Per restare nel campo dei media, l'Economist - una vera istituzione del giornalismo, da tempi in cui fu fondato nel 1843 - ha accelerato la transizione verso un modello che integra la stampa, il digitale e servizi innovativi.

L'AD Chris Stibbs e il direttore John Micklethwait, insieme ai loro colleghi, hanno usato lo strumento dell'innovazione per portare la voce inconfondibile dell'Economist nel mondo dell'informazione digitale e in quello, sempre più rilevante, del *mobile*, in modo originale e accattivante: come ad esempio con l'app "Espresso", un'edizione concentrata mattutina che riporta il punto di vista dell'Economist sulle principali notizie, e con piani di sviluppo nei video.

Nonostante le incertezze legate ai profondi cambiamenti che il mondo dei media sta vivendo, e le numerose infauste previsioni per l'intero settore, questa frase di Michel de Montaigne

*"La mia vita è stata piena di terribili disgrazie, la maggior parte delle quali mai avvenute."*

e i risultati positivi conseguiti dal The Economist Group, mi ispirano grande fiducia nel futuro di questa società unica al mondo.

Banijay e l'Economist hanno avuto entrambe un anno molto positivo. Però bisogna riconoscere che non tutto è andato liscio nel 2014. È stato un anno difficile per Sequana, tanto che il Presidente e AD Pascal Lebard ha dovuto negoziare una ristrutturazione finanziaria, che ha





comportato una parziale cancellazione del debito da parte delle banche e un aumento di capitale da 66 milioni di euro (cui abbiamo partecipato per la nostra quota del 17%).

D'altro canto l'operazione ha permesso di rafforzare la situazione finanziaria di Sequana, consentendo alla Società di concentrarsi nella produzione, distribuzione e vendita di carta e di prodotti cartari.

Questo nuovo corso si è rispecchiato nell'andamento delle azioni; abbiamo quindi ceduto una parte della nostra quota a prezzi superiori rispetto a quelli dell'aumento di capitale, portando la nostra partecipazione sotto il 2%. Intendiamo dismettere l'intera nostra quota entro la fine del 2015, alle giuste condizioni economiche, semplificando così ulteriormente i nostri investimenti.

### **INVESTIMENTI FINANZIARI (5,5% del GAV)**

Nel 2014 i nostri investimenti finanziari hanno generato un guadagno medio del 14,3%.

Nel corso dell'anno abbiamo leggermente ridotto la nostra esposizione diretta in azioni (gli investimenti che abbiamo effettuato direttamente ci hanno fatto guadagnare il 14,1%) e abbiamo dismesso alcune quote che avevamo acquistato in fondi gestiti da terzi.

Il nostro investimento più rilevante è nel fondo Black Ant (rappresenta il 59,16% dei nostri investimenti finanziari), che ha generato un guadagno del 12,7%; alla fine dell'anno il fondo risultava investito per il 36% in azioni di società quotate e in opzioni, per il 40% in obbligazioni e per il 24% in liquidità.

I nostri investimenti in fondi diversi da Black Ant sono quelli che sono andati meglio, con un guadagno del 20,3%.

L'unico nostro nuovo investimento finanziario dell'anno è stato la partecipazione al collocamento di Lending Club.

Fondata nel 2006 da Renaud Laplanche, è diventata la società numero uno nei prestiti peer-to-peer negli USA, con una quota di mercato nel 2014 superiore al 75%.

Lending Club gestisce un servizio *on line* che fa incontrare chi investe e chi prende a prestito denaro, offrendo a entrambi condizioni economiche migliori rispetto a quelle disponibili presso i canali tradizionali. Finora ha intermediato prestiti per oltre \$ 7,6 miliardi, senza assumere rischi di credito.

Abbiamo acquistato circa lo 0,25% del capitale; tenuto conto del cambio e del prezzo dell'azione, a fine anno stavamo guadagnando il 47% circa.

La società ha un modello di business molto innovativo e presenta opportunità di sviluppo nel lungo termine; d'altro canto la concorrenza sarà agguerrita e naturalmente molte cose andranno

sottoposte a verifica. In questo contesto ricco di sfide, siamo felici che alla guida della società ci sia Renaud.

### **CASSA E EQUIVALENTI (18,6% del GAV)**

Nel corso dell'anno abbiamo mantenuto un impiego prudente: 68% in *time deposit*, 26% in fondi gestiti da terzi e 6% in obbligazioni societarie (rispetto al 2013 abbiamo aumentato leggermente la nostra esposizione ai fondi rispetto ai depositi).

I nostri *time deposit* hanno reso lo 0,90%, pari a tre volte la media del tasso semestrale EURIBOR 2014, mentre l'insieme di fondi e obbligazioni il 2,31%, per un guadagno medio complessivo dell'1,35%.

Il nostro obiettivo è di massimizzare i guadagni, badando però di avere la liquidità disponibile quando ci serve.

### **AZIONI PROPRIE (6,3% del GAV)**

Nel 2014 le azioni proprie hanno fatto meglio del nostro benchmark (+18,0% rispetto al +17,2%).

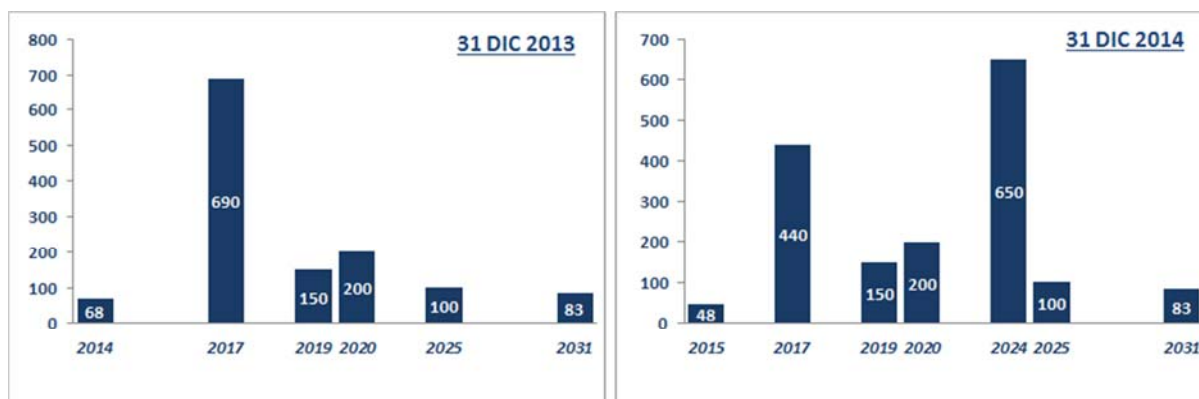
Grazie agli acquisti delle nostre azioni, effettuati sul mercato negli scorsi cinque anni, oggi possediamo circa il 10% del nostro capitale; il valore di queste azioni è triplicato rispetto al prezzo medio pagato.

### **DEBITO LORDO**

Nel 2014 abbiamo sfruttato favorevoli condizioni di mercato per riacquistare parte del nostro prestito obbligazionario in scadenza nel 2017, sostituendolo in ottobre con un nuovo prestito decennale offerto al pubblico sul mercato primario, il cui ammontare è stato incrementato a dicembre.

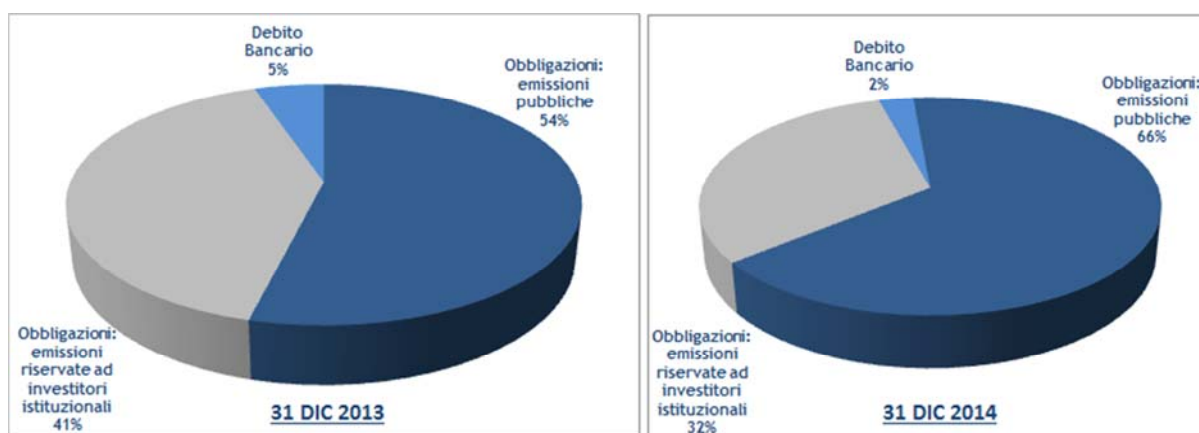


## PROSPETTO DELLE SCADENZE



Negli anni scorsi abbiamo gestito il nostro debito con la stessa disciplina e attenzione che usiamo nel trattare l'altro lato del nostro bilancio, quello degli attivi.

Ci siamo così assicurati tassi di interesse molto più bassi e differenziali di credito ridotti (il nostro prestito obbligazionario con scadenza 2024 paga una cedola del 2,5%, cioè meno della metà rispetto al 5,375% pagato dal prestito che scade nel 2017), riducendo il rilevante ammontare da rifinanziare nel '17.



Siamo soddisfatti della varietà delle nostre fonti di approvvigionamento: i prestiti bancari di breve termine li apprezziamo per la loro flessibilità, mentre come fonti di finanziamento di lungo termine puntiamo sui collocamenti privati, in aggiunta alle emissioni pubbliche.

Nel 2014, il costo medio del nostro debito è stato pari a 4,76%, rispetto al 5,05% del 2013, escludendo i costi relativi all'operazione di riacquisto.

## 2015

I primi mesi del nuovo anno sono stati intensi, a partire da Cushman & Wakefield. Alla luce di un 2014 molto positivo e del piano triennale molto ambizioso presentato dalla Società, abbiamo deciso di sondare l'interesse di potenziali acquirenti per la nostra partecipazione, a condizione che siano fermamente determinati a far crescere la Società anche nei suoi prossimi 100 anni.

In qualità di consigliere dell'Economist, inoltre, sono stato coinvolto nella nomina del nuovo Direttore. Dopo nove anni di successo, John Mickelthwait ha lasciato infatti la Direzione per andare a dirigere Bloomberg News, dove so che farà un ottimo lavoro. Quella sulla Direzione rientra tra le decisioni più importanti che spettano al Consiglio e il nostro Presidente Rupert Pennant-Rea (ex Direttore lui stesso) è stato un maestro nel portarne a termine l'articolata procedura.

Ogni candidato ha sottoposto il suo programma per la Direzione; un sottocomitato del Consiglio ne ha quindi selezionati tre, dopo aver ricevuto il parere su ciascun candidato dai giornalisti, che hanno avuto la possibilità di esprimersi sulla scelta del Direttore scrivendo al Presidente. La procedura si è quindi conclusa con un documento scritto, nel quale ognuno dei tre candidati finalisti ha descritto come avrebbe cambiato l'Economist una volta giunto alla direzione. Infine il Consiglio ha scelto Zanny Minton Beddoes, con l'approvazione del Consiglio dei *Trustees*, i preposti alla salvaguardia dell'identità e dell'indipendenza della testata. Ed è così che Zanny, la prima donna ad assumere questo incarico, è diventata la diciassettesima Direttrice dell'Economist. Sono certo che sarà bravissima a portare l'Economist nel futuro, tenendo sempre a mente la missione che il fondatore, il Right Honorable James Wilson, assegnò a questa grande istituzione: *“Prender partito nella dura battaglia tra l'intelligenza, che ci spinge verso il progresso, e un'ignoranza vile e timorosa, che lo ostacola.”*

Sono rimasto molto colpito dal modo in cui è stato scelto il Direttore e ho trovato molto positivo che al posto di una lunga ed estenuante battaglia, ci sia stata una competizione leale e rapida, che non ha lasciato morti sul campo. Tutti coloro che si erano candidati alla Direzione sono infatti rimasti al giornale, e anzi i due finalisti sono diventati vice-direttori. Tutto è filato liscio, e questo grazie soprattutto a Rupert. Sono un convinto sostenitore delle successioni interne nelle grandi organizzazioni, e l'Economist, che possiede moltissimi talenti, ne è un bell'esempio.

Parlando di nuove idee, continuiamo a cercare occasioni interessanti, concentrando la nostra attenzione sul settore dei servizi, soprattutto finanziari, che riteniamo possano stare bene con il resto dei nostri investimenti, che sono oggi prevalentemente in settori industriali ad alto impiego di capitale. Dalla creazione di EXOR nel 2009 non abbiamo realizzato grosse operazioni, ma abbiamo investito su di noi e sulle società che possediamo (ci piace quello che conosciamo).

Come diceva Churchill, di cui si ricorda quest'anno il 50° anniversario della scomparsa, *“Sono un ottimista. Essere altro non sembra servire un gran che”*;

Tenendo questo ben a mente, sono sempre più che ottimista che qualcosa di interessante e al giusto valore verrà fuori.



Quest'anno terremo la nostra Assemblea dei Soci il 29 maggio al Centro Congressi del Lingotto di Torino.

La nostra Assemblea non sarà l'unica ragione per venire al Lingotto quel giorno: sul tetto dell'ex fabbrica di auto, la Pinacoteca Giovanni e Marella Agnelli vi aspetta con la mostra sulla *Madonna del Divino Amore* di Raffaello, che vi farà scoprire la struttura interna del dipinto e le numerose varianti che l'artista ha sperimentato durante la stesura del capolavoro. Nello Scigno della Pinacoteca troverete anche la straordinaria collezione permanente, che spazia dalle vedute di Venezia del Canaletto alla Dresda di Bellotto, fino a un gruppo di sette capolavori di Matisse.

Come sempre, vi ricordo che sarà possibile porre domande prima dell'Assemblea attraverso la procedura descritta sul nostro sito web [www.exor.com](http://www.exor.com). Anche chi non è azionista potrà chiedere chiarimenti o spiegazioni mandando una breve mail al seguente indirizzo di posta elettronica: [agm@exor.com](mailto:agm@exor.com). Le domande saranno raccolte e ordinate per argomento e riceveranno risposta durante l'Assemblea.

Vi aspetto tutti al Lingotto!

John Elkann

