

**LETTERA AL RISPARMIATORE**

# Dal passato torna il conguaglio pagato dalla Ciri per la pace su Mondadori

di Antonella Olivieri

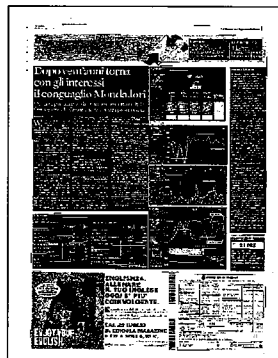
**D**al passato torna con gli interessi il conguaglio pagato dalla **Ciri** alla Fininvest per mettere fine alla "guerra dei vent'anni". Le condizioni della pace conclusasi con la spartizione della Mondadori sono state rimesse in discussione dal Tribunale che, dopo due gradi di giudizio, ha stabilito in 560 milioni l'indennizzo a favore della holding del gruppo **De Benedetti**. Il tesoretto incassato in settimana sarà però "intoccabile" fino alla pronuncia definitiva della Cassazione, alla quale la finanziaria della famiglia Berlusconi ha annunciato farà ricorso. Ci vorranno ancora uno o due anni per sapere se la guerra di Segrate si concluderà davvero con il maxi-risarcimento a **Ciri** e con la soddisfazione del Fisco, che se ne incamererà quasi un terzo. Nel frattempo la somma sarà contabilizzata secondo i dettami del



lo Ias 37, sterilizzandone l'impatto sul bilancio della holding. Di fatto però il capitale sarà gestito con l'obiettivo di farlo fruttare almeno gli interessi legali (1,5% annuo) che sarebbero dovuti alla controparte nel caso in cui la somma dovesse essere restituita.

C'è ancora tempo perciò per pensare il da farsi. Premature le ipotesi circolate finora sull'utilizzo dell'indennizzo che comunque, se non sarà cancellato dalla Cassazione (che non decide nel merito, ma sulla forma), dovrebbe essere impiegato prioritariamente nelle attività esistenti: Sogefi (componenti auto), L'Espresso (media), Sorgenia (energia) e Kos (servizi sanitari). Distribuire il provento straordinario in dividendi significherebbe che la holding non avrebbe trovato il modo di impiegarlo più proficuamente.

» pagina 21



# Dopo vent'anni torna con gli interessi il conguaglio Mondadori

## Ma l'assegno staccato da Fininvest resta intoccabile fino a quando la Cassazione non si sarà pronunciata

di Antonella Olivieri

**W**hat if? Cosa sarebbe successo se la Cir anziché pagare avesse ricevuto per la spartizione del gruppo Mondadori? Curiosamente, le sliding doors del destino hanno riconsegnato sulla soglia della holding del gruppo De Benedetti proprio i circa 180 milioni del conguaglio versato vent'anni fa per porre fine alla guerra di Segrate. Con tanto di interessi, per la bellezza di 560 milioni di euro. È solo un caso che le cifre coincidano, perché la Corte d'Appello ha seguito altre strade per quantificare l'entità del risarcimento a carico della Fininvest, scontando la somma inizialmente stabilita in primo grado. Ma il passato non ritorna e riazzerare la situazione consegnando l'oggetto del contendere - il 50% di Mondadori che oggi è nelle mani del Biscione - non è più possibile, non solo perché la quota detenuta da Fininvest oggi vale la metà dell'indennizzo stabilito dal giudice, ma anche perché vent'anni sono un'eternità per un settore che è stato attraversato da profondi cambiamenti come quello dell'editoria.

Vent'anni fa la Cir non era al massimo della forma. Era reduce dalla disfatta subita sul fronte belga con la mancata conquista di Sgb, costata inizialmente il sacrificio di mille miliardi di vecchie lire: in contanti il vincitore Suez aveva pagato solo la metà di quanto investito dal gruppo De Benedetti per arrivare al 45% della holding di Bruxelles. Per compensare l'ammacco Cir si era rivenduta in fretta e furia le attività Buitoni, rimaste in portafoglio meno di tre anni. E mentre la battaglia di Segrate si avviava alla conclusione col conguaglio che negli accordi di spartizione cambiava direzione - da Cir a Fininvest, anziché il contrario come si era inizialmente ipotizzato - la perla del gruppo, Olivetti, comin-

ciava a mostrare i primi sintomi di difficoltà.

Fatto sta che i trascorsi hanno lasciato il segno. Riclassificando con consolidamento a equity l'ultimo bilancio della Cir per confrontarlo con quello del '90 (la pace di Segrate è stata siglata il 9 maggio '91) come se la holding fosse una cassaforte - si veda la tabella di analisi su dati R&S e Il Sole-24Ore - si scopre che, al netto dell'inflazione, il capitale netto tangibile in vent'anni ha perso quasi il 36% del suo valore. In linea con la capitalizzazione di Borsa che, con lo stesso criterio, è scesa di oltre il 37%. Ma oggi, sotto il profilo patrimoniale, la situazione appare decisamente più solida: nella cassaforte Cir la liquidità di competenza è superiore al debito di spettan-

### IL TESORETTO

I 560 milioni di indennizzo saranno contabilizzati secondo lo Ias 37 neutralizzandoli in bilancio, ma di fatto saranno gestiti per farli fruttare almeno gli interessi legali dell'1,5%

za e se vent'anni fa i debiti erano pari a quasi tre volte il capitale netto tangibile, oggi il loro peso è sceso al 44%. Nel contempo anche il controllo delle attività sottostanti si è fatto più saldo: le minoranze azionarie si sono ridimensionate infatti dal 69% al 41% del patrimonio netto del gruppo.

Borsisticamente parlando - in questo caso prendiamo in considerazione il total return del titolo (quotazioni e cedole reinvestite) - all'inizio degli anni '90 era iniziato un lungo declino interrotto solo dalla spettacolare impennata culminata nell'euforia irrazionale del 2000. Da inizio '99, quando con la nascita di Sorgenia il gruppo ha iniziato ad

assumere la configurazione attuale, fino ai giorni nostri, il ritorno per l'azionista è stato un confortante +125%.

E allora non si può che guardare avanti e immaginare come la Cir impiegherà una somma che da sola vale quasi la metà della sua attuale capitalizzazione di Borsa. Per ora l'assegno da 560 milioni che la cassaforte della famiglia Berlusconi ha staccato a favore del contendente è "intoccabile". Fininvest ha già annunciato che ricorrerà in Cassazione - ha tempo fino ai primi di ottobre per farlo - e sebbene il merito non sia più in discussione, il "vizio di forma" potrebbe cancellare due gradi di giudizio. In quel caso il tesoretto tornerebbe indietro con gli interessi legali (1,5% all'anno) maturati nel frattempo. Intoccabile ma non trasparente, la somma comparirà nel bilancio della Cir seguendo i dettami dello Ias 37, secondo cui devono essere sospesi gli effetti contabili delle sopravvenienze legate a eventi non certi e definitivi, fino a quando l'iter non sia arrivato allo stadio finale: i 560 milioni, insomma, compariranno sia nell'attivo che nel passivo, annullandosi. Di fatto entreranno in tesoreria con l'obiettivo di farli fruttare almeno l'1,5% all'anno. Se la gestione sarà efficace, l'eccedenza resterà comunque come compenso nelle casse della Cir. Se poi la Cassazione dovesse confermare la sentenza d'Appello, a festeggiare sarà anche il Fisco che, tra Ires e Irap, incasserà quasi il 30% della somma. Per Cir l'introito netto corrisponderebbe a circa 50 centesimi per azione (1,6 euro le ultime quotazioni di Borsa). Premature le voci circolate finora sull'utilizzo del provento straordinario: passeranno ancora uno o due anni prima che la Cassazione si pronunci. Sempre che le sliding doors del destino non si mettano a girare in senso inverso, riportandosi via il tesoretto arrivato dal passato.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

**Domande & risposte**

**Da cosa ha origine la cifra di 560 milioni corrisposta da Fininvest alla Cir?**

La vicenda risale alla fine degli anni '80 quando i due gruppi si contendevano il controllo di Mondadori. Nell'87 la Cir holding del gruppo De Benedetti, aveva iniziato a costruire posizioni nel capitale della casa editrice di Segrate e nella controllante Ame finanziaria. L'editore, la famiglia Formenton, aveva poi siglato un accordo per cedere azioni Amef alla Cir ma, al dunque, aveva poi venduto a Fininvest. Da lì ha avuto origine il contenzioso tra Cir e Fininvest sfociato infine nella spartizione della Mondadori, concordata il 9 maggio '91. L'Editoriale L'Espresso, con La Repubblica e i quotidiani locali era andata a De Benedetti, la Mondadori, con Panorama, gli altri periodici e i libri alla finanziaria della famiglia Berlusconi. Ma, contrariamente alle ipotesi iniziali secondo cui Cir avrebbe dovuto ricevere un conguaglio monetario per riequilibrare la spartizione, fu invece la holding di De Benedetti a versare alla controparte 365 miliardi di lire. La "pace" di Segrate fu però condizionata dalla corruzione, passata in giudicato, del giudice Vittorio Metta della Corte d'Appello che aveva considerato non valido l'accordo intercorso tra i Formenton e la Cir con la promessa di vendita a quest'ultima. Sulla base di questo presupposto il Tribunale civile ha stabilito un'indennizzo a favore di Cir che, comprensivo degli interessi maturati nel frattempo, è stato poi ridimensionato in secondo grado da 750 a 540 milioni (più altri 20 milioni di interessi). Fininvest ha annunciato però che ricorrerà in Cassazione.

**Quale è la configurazione attuale della Cir?**

La Cir fa sempre capo alla Cofide della famiglia De Benedetti, ma a guidarla oggi è Rodolfo, primogenito di Carlo che ha mantenuto per sé la carica di presidente dell'Espresso. In portafoglio ci sono le due partecipazioni storiche - Sogefi attiva nella componentistica auto e L'Espresso nell'editoria - e due start-up: Sorigenia, fondata nel '99 e attiva nell'energia e Kos, holding nei servizi sanitari costituita nel 2003. L'attività di holding di partecipazioni (tutte di controllo) è affiancata da investimenti finanziari. L'ottica è di lungo periodo, ma nulla nella holding è intoccabile. Per Kos era stata ipotizzata la quotazione, destinata a slittare qualche anno dopo l'ingresso nel capitale della divisione di private equity di Axa. Sono circolate anche voci di vendita di Sorigenia originate dal momento particolare del settore: sulla piazza italiana c'è Suez che ha divorziato da Acea e l'incognita di Edf su Edison, che di fatto già controlla. Sogefi è tornata a macinare profitti, dopo il rosso del 2009 (il primo in trent'anni), mentre

L'Espresso ha attraversato la crisi dell'editoria uscendone con un utile di 50 milioni (dopo 140 milioni di tagli in meno di due anni).

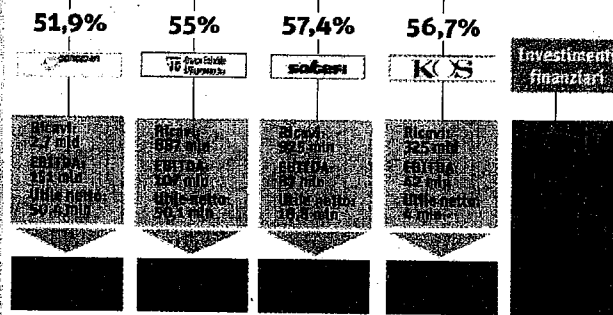
**Il gruppo Cir**

**L'ORGANIGRAMMA**



**COFIDE**

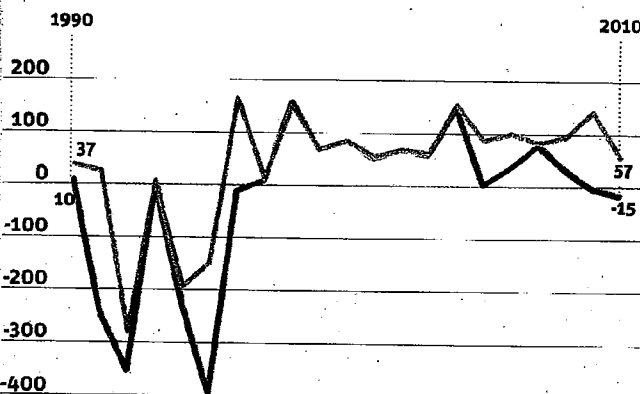
45,9%



**GLI UTILI**



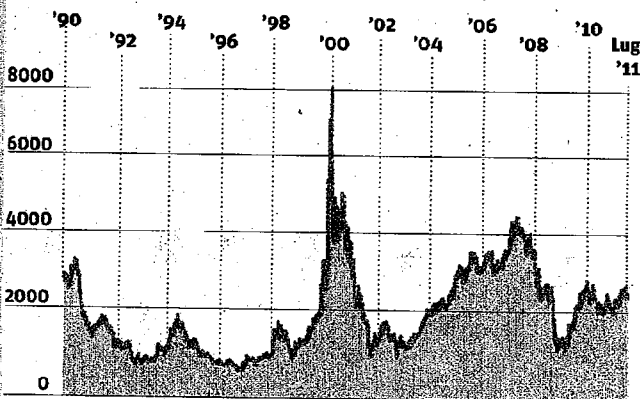
In milioni di euro



**TOTAL RETURN**



Indice Total Return Cir



Fonte: Datastream

**Attuali e oggi**

Dati in milioni di euro

**CONSOLIDAMENTO INTEGRALE**

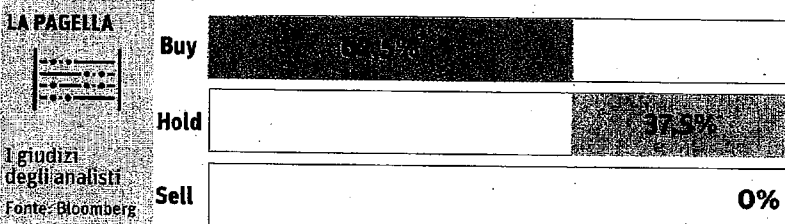
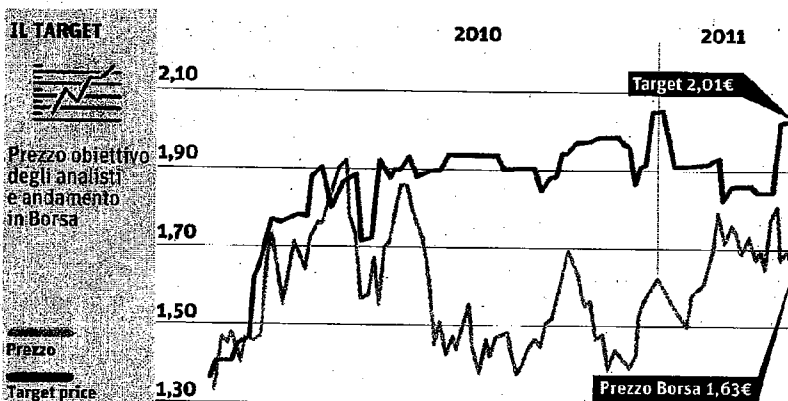
	1990*	2010
Capitale netto (Cn)	1.172	1.487
Minoranze	2.615	1.036
<b>Totale</b>	<b>3.787</b>	<b>2.523</b>
Attivi immateriali	-403	-1.391
<b>Capitale netto tangibile (Cnt)</b>	<b>3.384</b>	<b>1.132</b>
Debiti finanziari (Df)	7.391	3.166
Cassa, banche, titoli (Cbt)	5.236	954
Minoranze/Capitale netto totale	69,1%	41,1%
Df/Cnt	218,4%	279,7%
Df-Cbt/Cnt	63,7%	195,4%

**CONSOLIDAMENTO A EQUITY**

	1990	2010*
Capitale netto (Cn)	1.172	1.487
Attivi immateriali	-29	-196
<b>Capitale netto tangibile (Cnt)</b>	<b>1.143</b>	<b>1.291</b>
Debiti finanziari (Df)	3.340	568
Cassa, banche, titoli (Cbt)	2.483	591
Df/Cnt	292,2%	44,0%
Df-Cbt/Cnt	75,0%	-
Valore di Borsa	935	1.034
Variatione al netto dell'inflazione	-37,2%	
Variatione del capitale netto tangibile al netto dell'inflazione	-35,8%	

\*Stime R&S

Analisi su dati R&S e Il Sole 24 Ore



**SPECIALE ONLINE**

Il Sole **24 ORE**

Sono disponibili sul sito [www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com) le analisi di bilancio e previsionali curate da Amf-Analisi mercati finanziari (gruppo Il Sole-24Ore). Per le vostre domande: [letteraalrisparmiatore@ilsole24ore.com](mailto:letteraalrisparmiatore@ilsole24ore.com)

.com

[www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com)

**LETTERA AL RISPARMIATORE**  
**CIR: LA GUERRA DI SEGRATE**

**IL PATRIMONIO**

**-35,8%**

Il capitale netto tangibile deflazionato cala dal '90

**IL TOTAL RETURN**

**+125%**

Il ritorno complessivo per gli azionisti dal '99