

Signori Azionisti,

L'artista tedesco Hans Hoffmann una volta ha detto: *“La capacità di semplificare significa eliminare il superfluo per far emergere il necessario.”* In EXOR abbiamo trascorso il 2016 seguendo il suo suggerimento – anche se non è stato semplice.

Abbiamo concluso l'anno con un'unica Società - EXOR NV – che si colloca tra i nostri investimenti e voi, nostri azionisti, piuttosto che le dieci che esistevano quando abbiamo iniziato questo processo 10 anni fa.

La nostra nuova società EXOR NV è un'organizzazione snella composta da 20 persone di talento pronte a nuove sfide. La maggior parte dei nostri ex colleghi di EXOR ha trovato nuovi incarichi all'interno delle nostre società. Siamo lieti che sia andata così, perché questo dimostra come le persone con alto potenziale possano costruire la propria carriera in EXOR, contribuendo anche a creare una cultura condivisa. In questo modo la nostra struttura rimane snella e noi riusciamo a restare vicino alle imprese in cui si crea valore per i nostri clienti e i nostri azionisti.

La domiciliazione in Olanda, dove hanno sede gran parte delle nostre società, non solo ci avvicina ai nostri investimenti, ma ci permette anche di creare un sistema di “fidelizzazione” che ha funzionato bene per CNHI, FCA e Ferrari e che incentiva gli azionisti di lungo termine, i quali mantenendo il possesso delle loro azioni nel tempo ricevono maggiori diritti di voto. Pensiamo al nostro business in un'ottica di lungo termine, e vogliamo incoraggiare i nostri azionisti a fare lo stesso.

L'altro cambiamento significativo che abbiamo fatto nel 2016 è stato quello di utilizzare il NAV per azione per misurare la nostra performance, piuttosto che solo la crescita del NAV. Crediamo che questo sia un indicatore più completo e quindi più significativo per i nostri azionisti. Abbiamo anche deciso di allineare il nuovo benchmark in modo più chiaro con la maggior parte dei nostri asset e i ricavi che generano, passando a una denominazione in Dollari e non più in Euro.

E infine abbiamo deciso di non includere in questa nuova metrica i nostri costi di struttura ordinari capitalizzati. In questo modo ci adeguiamo al modello standard con cui il mercato calcola il NAV. Questo ci aiuterà anche a evitare di confondere i nostri costi annuali con quelli che capitalizziamo. A scanso di equivoci, vorrei sottolineare che ciò non ridurrà in alcun modo la nostra attenzione nel tenere sotto controllo le spese, tanto che anzi nel 2017 ci aspettiamo di ridurre i costi a un livello inferiore ai 10 punti base del nostro GAV.

Il Valore Netto degli Attivi per azione di EXOR in Dollari, o NAV per azione, è cresciuto del 9,6% nel 2016, una performance superiore del 4,3% rispetto a quella dell'indice MSCI World denominato in Dollari (il nostro benchmark). Le nostre società quotate hanno contribuito positivamente, guidate soprattutto da CNHI, il cui valore azionario è aumentato del 25,5%, e da Ferrari, il cui valore azionario è aumentato del 23,5%.

Il grafico che segue rappresenta la nostra performance negli otto anni trascorsi dalla creazione di EXOR così come la conosciamo oggi, applicando le nuove metriche descritte sopra. È opportuno far notare che se avessimo mantenuto la denominazione in Euro il ritorno medio annuale sarebbe stato più alto, per via del rafforzamento del Dollaro USA. Detto questo crediamo che sia corretto applicare una misura che rifletta in maniera più adeguata la realtà geografica dei nostri asset.

**PERFORMANCE DEL NAV PER AZIONE DI EXOR RISPETTO ALL'INDICE MSCI WORLD (in Dollari)**

Year	Variazione percentuale annua		
	1 - NAV per azione di EXOR in Dollari	2 - Indice MSCI World in Dollari	Differenza (1-2)
2009	113,2	55,6	57,6
2010	33,7	9,6	24,1
2011	-26,2	-7,6	-18,6
2012	21,6	13,2	8,4
2013	21,0	24,1	-3,1
2014	0,8	2,9	-2,1
2015	8,4	-2,7	11,1
2016	9,6	5,3	4,3
<b>Ritorno medio annuale</b>	<b>18,2</b>	<b>11,4</b>	<b>6,8</b>

Note: i dati 2009 iniziano dal 1° marzo, primo giorno di contrattazione dei titoli EXOR alla Borsa Italiana. Dal 1 gennaio 2016 EXOR misura la sua performance sulla base del valore del NAV per azione. La performance storica del NAV rimane inalterata ad eccezione della conversione in US\$ e della mancata deduzione di 10 anni di costi di gestione. MSCI (\$) si riferisce all'indice MSCI World in US\$

**GROSS ASSET VALUE (GAV)**

Vorrei ora descrivere più in dettaglio i quattro componenti del nostro GAV, come riassunto nella tabella seguente:

**VALORE TOTALE DEGLI ATTIVI (GAV)**

\$ milioni	31/12/2015	31/12/2016	Variazione	
			assoluta	percentuale
Investimenti	11.037	17.683	6.646	+60,2%
Investimenti finanziari	631	382	(249)	-39,5%
Cassa ed equivalenti	4.393	215	(4.178)	-95,1%
Azioni proprie	231	187	(44)	-19,0%
<b>Valore totale degli attivi (GAV)</b>	<b>16.292</b>	<b>18.467</b>	<b>2.175</b>	<b>+13,4%</b>

**INVESTIMENTI (95,7% del GAV)**

La principale novità dell'anno è stata il completamento dell'acquisizione di PartnerRe il 18 marzo scorso. Colgo dunque l'occasione per raccontarvi un po' di più su questa società, perché ora rappresenta la più grande - e forse il meno noto - dei nostri investimenti.

Siamo stati molto fortunati nel nominare Emmanuel Clarke AD di PartnerRe. Nel corso degli ultimi venti anni, Emmanuel ha fatto una carriera interna in PartnerRe. Può contare su di un Consiglio di Amministrazione di sette membri, appena costituito, quattro dei quali sono indipendenti (Brian Dowd, Bilge Ogut, Patrick Thiele e Nikhil Srinivasan). Insieme offrono una profonda conoscenza del settore e una notevole competenza negli investimenti.

Emmanuel non ha perso tempo nel promuovere il cambiamento all'interno di PartnerRe: le comprovate capacità tecniche rimarranno le stesse, così come l'approccio prudente alla gestione dei rischi, ma il rapporto con i broker e le compagnie di assicurazione diventerà più forte.

All'interno della società, Emmanuel ha messo in campo un gruppo dirigente che riunisce manager esperti (due erano già parte dell'Executive Team), persone capaci di provenienza interna (due sono stati promossi a membri dell'Executive Team) e nuovi talenti (due componenti del team sono arrivati in PartnerRe dall'esterno).

Uno di questi nuovi arrivi è Mario Bonaccorso. Mario, che ha lavorato a stretto contatto con me in EXOR negli ultimi dieci anni con crescenti responsabilità, è stato determinante nella nostra decisione di entrare nel settore riassicurativo ed è una gran cosa che sia stato in grado di affiancare Emmanuel come CFO poco dopo il completamento dell'operazione. Da quel momento è stato molto impegnato ed è già riuscito a ridefinire l'attività di investimento della Società, chiarendo gli obiettivi, semplificando il numero di strategie di investimento e ottimizzando la sua organizzazione.

Mario ha ridotto il numero di strategie d'investimento principali nei portafogli a reddito fisso di PartnerRe da dieci a quattro: titoli di stato, obbligazioni societarie denominate in Dollari, obbligazioni societarie denominate in Euro e titoli garantiti da ipoteca. Questi investimenti a reddito fisso, che valgono circa \$15 miliardi pari all'89% del totale degli investimenti alla fine del 2016, costituiscono il capitale a garanzia delle nostre passività riassicurative. Per gestire questo portafoglio fisso, continueremo a fare affidamento sull'eccellente lavoro del team di gestione interno, che ha da sempre prodotto rendimenti superiori al benchmark nel corso degli ultimi anni, 2016 compreso.

La seconda parte in ordine di grandezza del portafoglio di investimenti di PartnerRe (che rappresenta l'8% del totale e vale circa \$1,3 miliardi a fine 2016) è quello degli "Investimenti finanziari" ed è composto da titoli di società quotate e non, credito strutturato, *venture*, fondi e un portafoglio di *insurance-linked securities*.

Coerentemente con la nostra scelta di evitare investimenti finanziari che non conosciamo bene o che non comprendiamo appieno, abbiamo ridotto il rischio di questa parte del portafoglio e, per la fine dell'anno, abbiamo chiuso tutti gli affidamenti in gestione di azioni di società quotate e tutte le allocazioni in obbligazioni *high yield* e dei mercati emergenti.

Alla fine del 2016 la Società ha inoltre dimezzato le dimensioni del "Principal Finance" (circa \$900 milioni, che rendono il 7%), un'attività di investimento in credito strutturato che ha avuto successo negli ultimi anni, ma la cui dimensione, illiquidità, profilo rischio/rendimento e caratteristiche di assorbimento di capitale non erano in linea con i nostri attuali obiettivi di investimento.

Infine, nel 2016 PartnerRe ha iniziato ad allocare capitale nell'immobiliare, un nuovo componente di lungo termine del proprio portafoglio di investimenti. L'*asset class* immobiliare funziona particolarmente bene nel portafoglio di PartnerRe, per diversi motivi:

1. Nel complesso l'immobiliare ha prodotto un buon rendimento nel tempo, comparabile con quello del mercato azionario (sebbene la nostra esperienza da broker immobiliari ai tempi di Cushman & Wakefield abbia dimostrato come sia importante scegliere bene il momento del ciclo, l'ubicazione degli immobili e i partner per avere successo);
2. Il settore immobiliare assorbe un minor livello di capitale rispetto ai titoli azionari in società quotate e non (30% contro il 40-55% per le azioni di società quotate, per esempio, e ancora più elevati per il private equity) nella maggior parte dei modelli delle autorità di

controllo e delle agenzie di rating;

3. L'immobiliare, con le sue caratteristiche ibride, in parte simili alle obbligazioni (redditi da locazione) e in parte alle azioni (apprezzamento del capitale) ne fanno un *asset class* relativamente indipendente, che offre vantaggi interessanti in fatto di diversificazione.

La Società ha iniziato a investire nell'immobiliare acquisendo da EXOR un patrimonio immobiliare di pregio nel centro di Londra per un valore di circa \$0,5 miliardi (attualmente il 3% degli investimenti totali di EXOR), tramite una partecipazione azionaria del 36% in Almacantar. Questa società ha goduto di un eccellente *track record* sin dalla sua fondazione nel 2009, ma nel 2016 ha sofferto, come la maggior parte del mercato delle proprietà di pregio nel centro di Londra, a causa della Brexit che ha ridotto il suo valore di mercato del 7%. Siamo però fiduciosi nelle sue prospettive grazie alle dinamiche fondamentali di domanda/offerta del mercato immobiliare londinese.

Inoltre, nella seconda metà del 2016, PartnerRe ha investito in un nuovo progetto di sviluppo a Long Island City, New York, al fianco di Tishman Speyer. Oltre a estendere dal punto di vista geografico il portafoglio immobiliare di PartnerRe, questo investimento ha rinnovato la collaborazione della mia Famiglia con la Famiglia Speyer. Infatti, più di 20 anni fa, nel 1995, abbiamo collaborato con successo con Tishman Speyer nell'acquisizione del Rockefeller Center di New York e Rob Speyer è oggi nel Consiglio di Amministrazione di EXOR. Siamo felici di poter lavorare ancor più strettamente con lui e con la sua azienda nei prossimi decenni.

Questi cambiamenti nella strategia di portafoglio hanno permesso di rendere più snella l'attività di investimento. Nel 2015, la società ha registrato spese nette legate agli investimenti di 31 punti base sugli *asset* in gestione. In questa prima parte del 2017 PartnerRe ha un costo annualizzato di circa 12 punti base, tra i più bassi del settore.

Grazie a questi cambiamenti, PartnerRe ha iniziato il 2017 con un'organizzazione di investimento stabile e efficiente, e con un portafoglio liquido e di qualità, che sta assorbendo meno capitale di 12 mesi fa. Nel 2016, PartnerRe ha raggiunto un *Net Total Return* del 2,4%, rispetto allo 0,8% del 2015. Tuttavia, l'approccio più prudente agli investimenti finanziari e in particolare la riduzione dell'esposizione ai titoli azionari statunitensi ha depresso i nostri rendimenti complessivi.

Ora vorrei passare a un altro aspetto del business, quello assicurativo. Il 2016 non è stato facile, perché i danni da catastrofi naturali sono tornati a livelli relativamente elevati in tutto il settore. Nel corso dell'anno, i danni da catastrofi naturali hanno causato perdite economiche di \$210 miliardi<sup>1</sup>, il 59% in più della media storica. Questi disastri hanno generato \$59 miliardi di danni assicurati per il settore della riassicurazione, il 37% sopra la media.

Cinque eventi hanno determinato il 36% di queste perdite. Questa concentrazione indica che l'esposizione di un riassicuratore a certi rischi e non ad altri – cosa che dipende sia dalla bravura sia dalla fortuna - può cambiare in modo significativo l'ultima riga del suo bilancio. PartnerRe è stata ovviamente colpita da alcuni di questi eventi, ma l'impatto è stato sostanzialmente in linea con quello subito da altri riassicuratori. E' nella natura di questo business il verificarsi di perdite e, fintanto che questi rischi sono prezzati in modo adeguato, siamo felici di assorbirle.

---

<sup>1</sup> Source: AON Benfield's "2016 Annual Global Climate and Catastrophe Report"

Nonostante quest'incremento di perdite da catastrofi naturali, l'eccesso di offerta di capitale in questo settore ha fatto sì che non si sia verificata la risposta del mercato attesa in questi casi, cioè un aumento dei prezzi. Nel gennaio 2017 - quando PartnerRe (come altri riassicuratori) rinnova il 65% circa dei suoi contratti annuali nell'assicurazione Non Vita - il mercato è stato caratterizzato da un'ulteriore erosione dei prezzi e delle condizioni, confermando il nostro outlook negativo per i prossimi anni. Pertanto pensiamo che probabilmente comincerà a scomparire il rilascio di capitale di riserva di cui il settore ha beneficiato.

Nel 2016 PartnerRe ha ridotto il proprio business (ovvero la quantità contratti riassicurativi che sottoscrive): i premi netti sono stati \$4.9 miliardi (erano \$5.2 miliardi nel 2015). Così facendo, PartnerRe ha ridotto il suo profilo di rischio, perché, nel primo anno in cui siamo diventati proprietari della Società e nel contesto attuale, abbiamo preferito essere cauti. Nel segmento Vita, i premi sono diminuiti del 3% rispetto al 2015, soprattutto per via di deliberate eliminazioni del business non redditizio sulla mortalità.

Nel 2016 PartnerRe è stata coinvolta anche in alcune importanti operazioni che hanno rafforzato la sua capacità di crescere quando miglioreranno le condizioni di mercato. Vorrei sottolinearne due.

In primo luogo, PartnerRe ha sfruttato il contesto eccezionalmente favorevole per l'incremento del debito con l'emissione di obbligazioni per €750 milioni a 10 anni all'1,25%. Questa emissione, che ha ricevuto ordini per oltre €3 miliardi, ha rappresentato la prima raccolta di debito per un assicuratore o riassicuratore delle Bermuda nel mercato delle obbligazioni denominate in Euro. PartnerRe conseguirà un risparmio annuale di \$16 milioni pre tasse sul pagamento di interessi e dividendi, perché ha utilizzato parte dei proventi per ricomprare \$250 milioni di obbligazioni senior, che costano il 6,875%, e per ricomprare \$150 milioni di azioni privilegiate, che pagano cedole con un rendimento tra il 6,50% e il 7,25%.

In secondo luogo, PartnerRe è passata dall'essere considerata preda di una possibile acquisizione al diventare un partner in grado di attrarre altre imprese di riassicurazione. Il miglior esempio di questo è Aurigen, uno degli ultimi business di rilievo di Riassicurazione Vita rimasti in Nord America, praticamente senza sovrapposizioni di clienti o di business con PartnerRe. Il settore Vita è una componente di business importante per PartnerRe, che ha rendimenti resilienti. Porta anche alla Società una squadra e un nuovo manager capace come Alan Ryder. Questa acquisizione da \$300 milioni cash (1x Book Value) manda un segnale forte sulla determinazione di PartnerRe di perseguire operazioni finalizzate a espandere la sua portata e il suo campo d'azione.

In termini di redditività, PartnerRe ha riportato un utile netto, al netto degli oneri non ricorrenti, di \$517 milioni per il 2016 (rispetto ai \$453 milioni del 2015), corrispondente a un utile netto ROE dell'8,6% (era il 7,4% nel 2015).

Dunque molte cose sono accadute nel 2016 e, fatto ancora più importante, la Società ha anche generato più di \$550 milioni di cassa operativa, al netto delle spese legate alla transazione conclusa con EXOR e a quella annullata in precedenza.

Nel 2016 i maggiori contributi alla crescita del nostro NAV per azione sono venuti da CNHI, FCA e Ferrari, le tre società forti e globali che sono emerse dalla trasformazione di un travagliato conglomerato italiano come FIAT SpA, grazie al talento unico di Sergio Marchionne. Il risultato di

questa trasformazione è evidente nel valore combinato di queste aziende che si è moltiplicato di quasi sette volte tra il 1° marzo 2009 - quando EXOR è stata creata - e il 31 dicembre 2016.

L'ultimo passo che ha permesso a FCA di concentrarsi sull'*automotive* è stato la distribuzione ai suoi azionisti della partecipazione detenuta nel settore dei media.

La mia Famiglia ha sempre avuto interesse per il settore dei giornali. La Stampa, terzo quotidiano in Italia con una forte presenza a Torino e nel Nord Ovest d'Italia, è stata acquisita dal mio bis-bis-nonno Giovanni Agnelli "il Senatore" nel 1920 e da allora è sempre appartenuta a FIAT, che ha mantenuto la sua identità unica, vicina alla sua comunità e al contempo aperta al mondo, con una copertura delle notizie seria e imparziale e con alcuni fra i migliori e più rispettati direttori del giornalismo italiano.

La genesi della seconda partecipazione di FCA nel mondo dei media, RCS, è passata attraverso diverse fasi. Nel 1973, in un momento politico molto travagliato per l'Italia, mio nonno ha investito nel Corriere della Sera per aiutare i suoi proprietari, la Famiglia Crespi, ad affrontare le difficoltà finanziarie del giornale e a trasferire la loro proprietà alla casa editrice Rizzoli. Nel 1984, con un consorzio di industriali e di istituzioni finanziarie, FIAT SpA è andata in soccorso della società che comprendeva Rizzoli e Corriere della Sera, che nel frattempo era diventata RCS e aveva incluso il più grande quotidiano sportivo italiano, la Gazzetta dello Sport. Ripristinando la salute finanziaria del Gruppo e dando stabilità alla proprietà, per più di trent'anni siamo riusciti a preservare un'importante voce nel dibattito nazionale italiano. Nel 2012, a causa di una combinazione fatta di cattiva gestione e di crisi nel settore dei quotidiani, RCS era sull'orlo del fallimento, con una perdita annuale di €500 milioni e un debito vicino a €1 miliardo. Per farvi fronte, FCA ha guidato un consorzio per fornire i capitali necessari alla salvaguardia della Società e, per il 2016 RCS è tornata di nuovo in utile, riducendo il suo debito a €366 milioni, contrariamente a gran parte delle previsioni.

Ho dedicato molto tempo a La Stampa e a RCS negli ultimi dieci anni, poiché credo, come il mio bis-bis-nonno e come mio nonno, nell'importanza di fonti di informazione indipendenti in una democrazia ben funzionante. Tuttavia, sono ormai passati i tempi in cui Lord Thomson of Fleet soleva dire: *"Io compro i giornali per fare i soldi, per comprare più giornali, per fare più soldi"*.

Le due principali fonti di ricavi per i giornali - annunci pubblicitari e vendite in edicola/abbonamenti - sono entrambi diminuiti significativamente in Italia negli ultimi dieci anni. Il mercato pubblicitario complessivo si è ridotto da €9,2 miliardi a €5,9 miliardi e la quota per i quotidiani è passata da circa il 21% a solo circa il 12% - una riduzione dei ricavi da pubblicità del 64%. Anche se il mercato pubblicitario digitale è aumentato, non ha sostituito i ricavi persi e la maggior parte della crescita è stata acquisita da Google e Facebook, che ora in Italia hanno un fatturato aggregato di quasi €1 miliardo. Allo stesso tempo le vendite in edicola e gli abbonamenti di tutti i giornali italiani sono diminuiti da 4,8 a 2,5 milioni di copie. A livello globale il quadro è leggermente migliore, ma le tendenze sono simili, con la pubblicità su carta stampata che scende da \$146 miliardi a \$80 miliardi e con i ricavi da diffusione (inclusa quella digitale) che si riducono da \$116 miliardi a \$98 miliardi.

I due grafici qui sotto sintetizzano bene come sia cambiato il mercato pubblicitario americano, il più grande al mondo, e come la diffusione sia in declino strutturale da molto tempo.

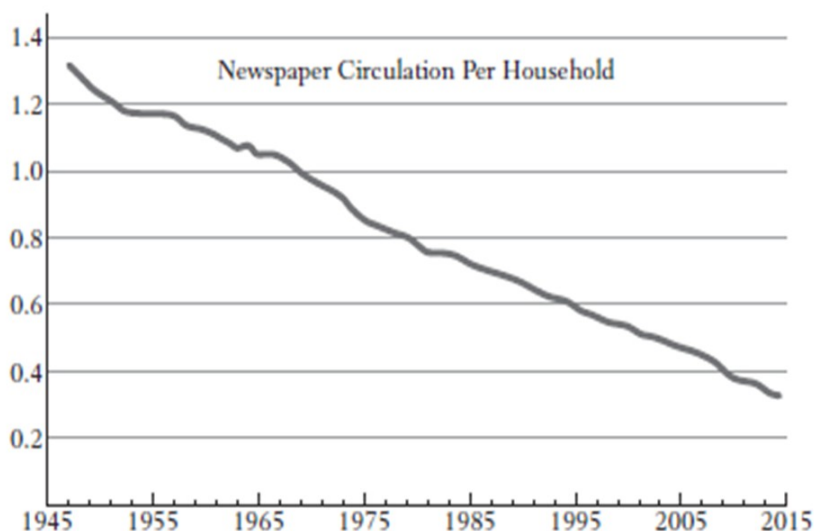
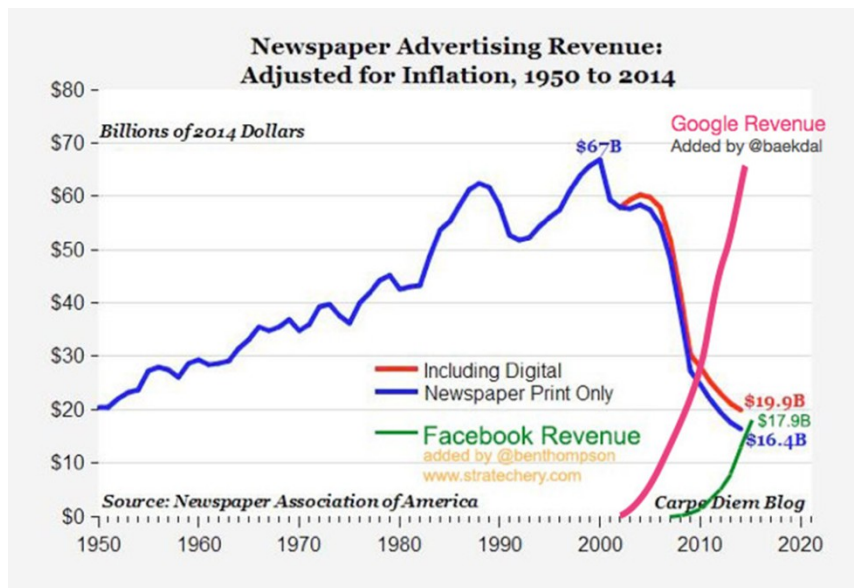


Figure 3: U.S. Newspaper Circulation per Household over Time. (Data for 1947-2007 are from Varian; data for 2008-2014 constructed by author.)

From Harvard Professor Bharat Anand's book, *The Content Trap*

Per sopravvivere in questo contesto molto più difficile, La Stampa ha tagliato i costi e ha partecipato al consolidamento del settore attraverso la fusione con Il Secolo XIX, il giornale di Genova di proprietà della famiglia Perrone, che all'inizio del 20° secolo erano i grandi rivali del Senatore Giovanni Agnelli. Ma la necessità porta i vecchi rivali a riavvicinarsi e il rapporto con Carlo Perrone ha avuto molto successo, tanto che ITEDI (la società derivante dalla fusione) ha chiuso il 2016 in utile e con il più alto margine operativo del settore.

Abbiamo quindi intrapreso un'ulteriore operazione per integrare ITEDI con GELE (Gruppo Editoriale L'Espresso). Questo è stato un momento molto importante per me personalmente, perché GELE stessa fu fondata dal mio prozio Carlo Caracciolo, l'editore di maggior successo in

Italia, dal quale ho ereditato sia la passione per i giornali sia la consapevolezza della loro importanza per la società.



Con Carlo Caracciolo

Il sogno dello zio Carlo era quello di veder realizzata questa unione e sono molto felice che insieme alla Famiglia De Benedetti (con cui condividiamo comuni radici, visto che siamo entrambi di Torino e legati al business delle auto), attuali proprietari di GELE, creeremo GEDI, il leader italiano nel settore dell'informazione, nonché uno dei più grandi in Europa, guidato da una manager di grande talento come Monica Mondardini.

GEDI avrà ricavi complessivi di circa €700 milioni, una redditività tra le più alte del settore, e non avrà debiti. Saprà unire la forza di numerose testate storiche e autorevoli come La Repubblica, La Stampa, Il Secolo XIX e i molti vivaci giornali locali di FINEGIL, con una diffusione media aggregata (carta + digitale) di circa 740.000 copie al giorno, più di 5,8 milioni di lettori e circa due milioni e mezzo di utenti digitali unici al giorno. Nel corso del 2017 le azioni della società risultante dall'integrazione saranno distribuite agli azionisti di FCA, ed EXOR diventerà il suo secondo più grande azionista.

Come La Stampa, anche RCS nel 2016 ha cambiato il suo assetto proprietario: oggi RCS è controllata e guidata da un imprenditore molto capace come Urbano Cairo, che con successo ha costruito e acquisito diverse società editoriali italiane nel corso degli ultimi vent'anni. Urbano ha mostrato un serio interesse per RCS, offrendo di comprare a un bel premio la società l'8 luglio 2016. Questo è stato un bene non solo per gli azionisti di FCA, ma anche per la stessa RCS, che beneficerà del suo talento, della chiarezza nella strategia e della stabilità.

Vorrei chiudere questa sezione della mia lettera dedicata all'editoria con un certo ottimismo della ragione. Il mercato dell'informazione rimane ampio e sta crescendo; perciò, se si è capaci di fare informazione affidabile e di qualità, credo che si possa avere successo. L'Economist, uno dei nostri altri investimenti, ne è un buon esempio: negli ultimi 10 anni ha aumentato di molto gli



abbonamenti (e non perché siano stati abbassati i prezzi). Negli corso degli ultimi 12 mesi i ricavi derivanti dalla diffusione complessiva sono cresciuti del 21% (vendite delle edicole incluse).

Penso inoltre che gli inserzionisti, in particolare le grandi aziende di beni di consumo, vorranno avere un controllo maggiore su dove andranno i loro annunci e di conseguenza vedremo una maggiore consapevolezza nella spesa pubblicitaria che dovrebbe avvantaggiare le società editoriali serie.

Dunque, se si fa informazione di valore in modo professionale, credo si possa avere un futuro nel business dei giornali: un futuro prospero, che è poi l'unico vero modo di salvaguardare l'indipendenza dei giornali.

Un futuro brillante è esattamente quello che sta costruendo anno dopo anno la Juventus. Il Club ha chiuso la scorsa stagione con fatturato in crescita (€388 milioni) e utili (€4 milioni), ma soprattutto con un magnifico risultato sportivo: il 5° scudetto consecutivo, cosa che lo colloca sullo stesso piano della più grande Juventus di tutti i tempi, quella del “quinquennio d'oro” degli anni '30.

Abbiamo vissuto cinque stagioni incredibili, giocate al J-Stadium, la “nostra casa” – come la chiama il Presidente del Club, mio cugino Andrea Agnelli. Lo stadio è stato inaugurato nel settembre 2011 e ha contribuito a riqualificare una zona periferica di Torino, grazie al J Medical Center, da poco inaugurato, e al J Village, che aprirà a breve. Da allora, la Juventus ha esteso significativamente la base dei propri tifosi (oltre ai 14 milioni in Italia, sono ormai più di 300 milioni gli appassionati nel mondo).

Nel 2016 abbiamo fatto un solo nuovo investimento, in Welltec, di cui abbiamo acquisito una partecipazione del 14% per circa €100 milioni.

Welltec è una società danese, fondata da Jørgen Hallundbæk per commercializzare un'invenzione rivoluzionaria: un robot capace di operare nei pozzi di petrolio e gas orizzontali o molto deviati. Il robot Welltec, ribattezzato “Well Tractor”, è in grado di strisciare all'interno dei pozzi di petrolio, portando a grandi distanze e profondità strumenti necessari per eseguire sofisticate operazioni di esplorazione e di manutenzione. Questo approccio innovativo è di gran lunga superiore alle tecnologie esistenti in termini di facilità d'utilizzo, di rapporto costi – efficacia e di sicurezza.

In aggiunta ai suoi robot, Welltec ha sviluppato una nuova gamma di sofisticate valvole e barriere anulari per l'attività di completamento dei pozzi. Le compagnie petrolifere e di estrazione del gas utilizzano questi prodotti per ridurre il costo di costruzione del pozzo, estenderne la portata e aumentare la capacità, la produzione e il drenaggio del gas o del petrolio.

Welltec oggi è presente in più di 25 paesi e detiene oltre 120 brevetti. Nel 2016, in linea con l'intero settore, è stata colpita da una crisi di mercato brusca e senza precedenti, dovuta al calo del prezzo del petrolio. Ciononostante, le performance finanziarie di Welltec hanno resistito meglio durante la fase di crisi rispetto alle altre aziende del settore. Per esempio, mentre nel 2016 i ricavi di Welltec sono diminuiti di circa il 23% (in linea con il settore), la Società ha registrato un margine EBITDA del 36% (un record rispetto ai suoi concorrenti).

Siamo stati fortunati a essere invitati a investire in Welltec da Ruthi Wertheimer, la cui Famiglia ha venduto ISCAR/IMC Group (la più grande società industriale israeliana) a Berkshire Hathaway. Da allora hanno investito con successo acquistando quote di minoranza in società controllate e spesso guidate da famiglie di imprenditori, operanti in specifici settori industriali. Abbiamo imparato molto dal suo approccio agli investimenti e siamo fortunati di averla con noi nel Consiglio di Amministrazione di EXOR.

Crediamo che ci sia un'interessante opportunità di mercato per EXOR nello stabilire questo tipo di "partnership" con imprenditori straordinari come Jørgen, fornendo capitale di lungo termine e aiutandoli a costruire grandi aziende.

Il senso di questo approccio è stato spiegato bene da uno dei più grandi imprenditori del mondo, Jeff Bezos, che disse: *"Se tutto quello che fai ha bisogno di un orizzonte temporale di tre anni per funzionare, allora sei in competizione con molte persone. Ma basta solo allungare l'orizzonte temporale ed è possibile impegnarsi su progetti che altrimenti non sarebbe possibile perseguire. In Amazon, siamo disposti a piantare i semi e farli crescere"*. Anche noi di EXOR.

#### INVESTIMENTI FINANZIARI (2,1% del GAV)

Poiché questa attività sarà ora portata avanti da PartnerRe nell'ambito dei suoi investimenti, abbiamo ceduto praticamente tutti i nostri investimenti finanziari. Tutto ciò che ci resta da fare è riscattare il fondo Black Ant a giugno 2017, che dal 2012 ha prodotto un rendimento medio annuo del 7,7%.

#### CASSA E EQUIVALENTI (1,2% DEL GAV)

Abbiamo usato tutta la nostra cassa nel 2016 (mantenendo solo un po' di strumenti equivalenti alla cassa) per acquisire il restante 90,1% delle azioni ordinarie di PartnerRe. Abbiamo quindi usato il nostro flusso di cassa per ridurre il debito lordo, visto che il flusso di dividendi in entrata è migliorato significativamente grazie a PartnerRe, con un aumento del flusso di cassa ordinario netto di circa 6 volte rispetto all'anno precedente.

#### AZIONI PROPRIE (1% del GAV)

Come approvato alla nostra Assemblea degli Azionisti lo scorso anno, le azioni proprie sono state annullate. E sempre faremo così ad eccezione delle azioni necessarie per i piani di incentivazione.

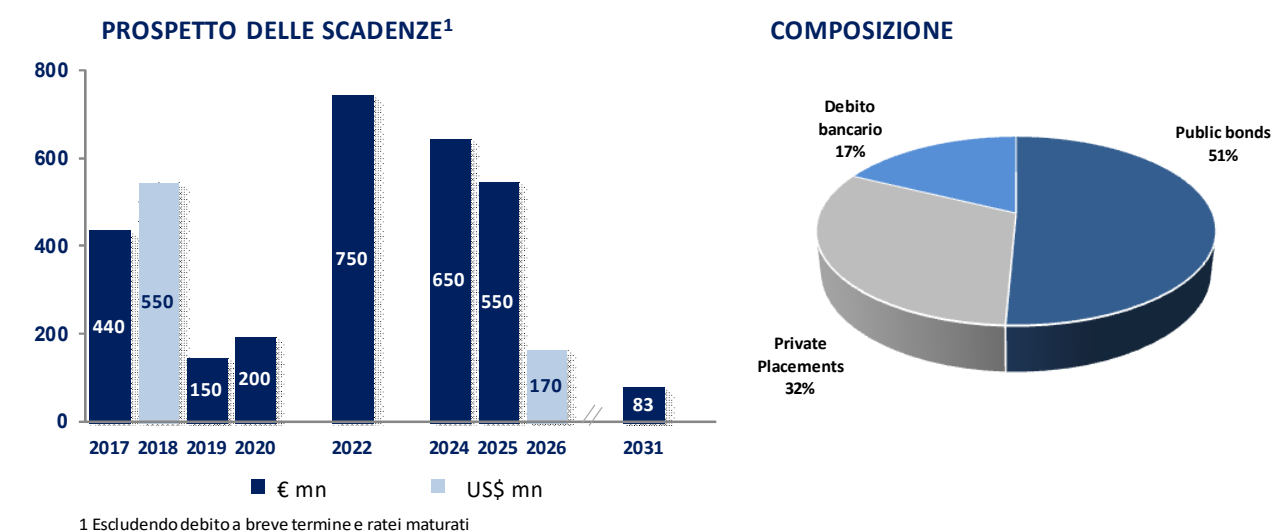
#### DEBITO LORDO

Nel 2016, ci siamo concentrati sulla riduzione del nostro debito lordo, sia attraverso cessioni di attivi sia tramite i dividendi ricevuti. Il nostro disciplinato approccio alla gestione del debito, sostenuto anche dalle performance dei nostri *asset*, ha ridotto il nostro rapporto debito/valore

degli investimenti al di sotto del 20% a fine anno, in linea con i nostri obiettivi, con un debito lordo pari a \$3,8 miliardi.

Nell'anno è stata realizzata anche la nostra prima emissione Euro-Dollaro, attraverso un *private placement* a 10 anni, che rappresenta un aumento nella nostra esposizione al Dollaro anche sul lato del debito. Abbiamo prezzato con successo un bond da \$170 milioni, con un risparmio di 20 punti base rispetto a una transazione in Euro sul mercato regolamentato. Abbiamo anche tratto vantaggio dalle interessanti condizioni offerte dagli attuali bassi tassi di interesse per riaprire le nostre obbligazioni a 10 anni, in scadenza a dicembre 2025, per €200 milioni.

## DEBITO LORDO AL 31 DICEMBRE 2016



Il costo ordinario medio del nostro debito nel 2016 è stato dell'1,52% in Dollari e del 3,16% in Euro (esclusa l'obbligazione da 5,375% che maturerà a giugno 2017). Il costo più alto del debito denominato in Euro è dovuto alla sua scadenza più lunga.

2017

In questa prima parte del 2017, il livello di incertezza mondiale è chiaramente aumentato. Tuttavia, una lezione che ho imparato pensando al mio bis-bis-nonno Giovanni Agnelli è l'importanza di essere resilienti e adattabili. Ha vissuto due guerre mondiali, l'ascesa del comunismo e del fascismo e i cambiamenti tecnologici senza precedenti che hanno reso possibile la rivoluzione industriale. In tutto questo, ha saputo costruire e sviluppare una delle più grandi imprese industriali del mondo.

Alla mia famiglia, erede di una storia imprenditoriale unica, spetta la responsabilità di continuare quello che Giovanni Agnelli ha iniziato, traendo ispirazione dal monito che ha lasciato alle generazioni future:

*Soprattutto bisogna guardare sempre al futuro, antivedere l'avvenire delle nuove invenzioni, non avere paura del "nuovo", cancellare dal proprio vocabolario la parola "impossibile".*

In occasione del 150° Anniversario della nascita del Fondatore, nel 2016, abbiamo deciso di trasformare la sua casa nel centro di Torino nei nuovi uffici della Fondazione Agnelli. Da quando è stata istituita in suo ricordo 50 anni fa, è diventata una delle principali istituzioni filantropiche in Italia, capace di dare un notevole contributo nel corso degli anni allo sviluppo del Paese. Siamo fortemente impegnati a far sì che tutto ciò continui e che anzi possa crescere traendo ispirazione dalla sua nuova sede.



I nuovi uffici della Fondazione Agnelli a Torino

Saremmo felici di mostrarvi questo cambiamento e per questo abbiamo deciso di ospitare qui il primo Investor Day annuale di EXOR il 5 ottobre 2017. Spero possiate partecipare a questo evento: sarà un'occasione per conoscere qualcosa in più sulle nostre attività e, spero, per passare una bella giornata insieme.