

# NEXTAM PARTNERS

Egregio  
Cavaliere del Lavoro  
Domenico Bosatelli  
Presidente  
**Unifind S.p.A.**  
Via T. Frizzoni, 17  
Bergamo

e, per conoscenza:

Egredi  
Consiglieri di Amministrazione  
**Gewiss S.p.A.**  
Via A. Volta, 1  
Cenate di Sotto  
Bergamo

Spettabile  
**CONSOB**  
Commissione Nazionale per le Società e la Borsa  
Divisione Emittenti  
Dottoressa Maria Mazzarella  
Ufficio O.P.A. e Assetti Proprietari  
Via G.B. Martini, 3  
00198 Roma

Milano, 23 Giugno 2010

*Egregio Cavaliere Bosatelli;*

Nextam Partners SGR e' una Societa' di Gestione del Risparmio Italiana indipendente, fondata alla fine del 2001 e completamente estranea al sistema bancario-assicurativo. L'attivo sotto gestione e' attualmente di poco superiore ad un miliardo di Euro, ed appartiene in prevalenza ad investitori privati. In campo azionario assumiamo le nostre decisioni in ossequio a principi di valutazione fondamentali, non abbiamo alcun interesse alla mera replica degli indici, non siamo influenzati dalle dimensioni delle Societa' che analizziamo ma solo dalla loro qualita', e di norma manteniamo i nostri investimenti per periodi di tempo anche molto estesi. Questo ci ha condotto, alcuni anni fa, ad investire per conto

# NEXTAM PARTNERS

dei nostri clienti in azioni Gewiss. Attualmente, portafogli gestiti da noi detengono circa l'1% delle azioni in circolazione, equivalente a circa il 4% delle azioni non possedute dal socio di controllo (in base alle informazioni ufficiali).

I nostri doveri di migliore tutela possibile del risparmio che ci viene affidato ci impongono di sottoporre alla Sua considerazione alcune osservazioni relative all'Offerta Pubblica di Acquisto che Lei sta, indirettamente, promuovendo sul flottante di Gewiss. Per rispetto dei principi di trasparenza che guidano il nostro operato pubblicheremo questa nota sul nostro sito, [www.nextampartners.com](http://www.nextampartners.com), e faremo lo stesso nel caso ricevessimo da Lei i chiarimenti richiesti, rendendoli pubblici.

Le nostre osservazioni riguardano due aspetti: le motivazioni dell'Offerta, il prezzo proposto.

Sul primo profilo, il Documento di Offerta redatto ai sensi delle norme in vigore elenca i seguenti obiettivi dell'operazione:

*“L'Offerta si inserisce in una più ampia operazione volta al perseguimento dello sviluppo e del consolidamento dell'attività dell'Emittente nonché alla riorganizzazione degli assetti proprietari e di corporate governance dello stesso.*

*È intenzione dell'Offerente, infatti, attraverso la promozione dell'Offerta ed il conseguimento della revoca delle Azioni dalla quotazione, far sì che l'Emittente possa concentrare i propri investimenti sul rafforzamento della posizione nel proprio mercato di riferimento nonché operare, a tal fine, con maggiore flessibilità ed efficienza nell'ambito della propria attività...*

*Poiché tali obiettivi di rafforzamento competitivo sono perseguibili nel lungo periodo, ciò potrebbe influenzare negativamente la redditività di breve-medio periodo dell'Emittente con un impatto negativo sul corso del titolo Gewiss (già caratterizzato da un ridotto volume medio giornaliero di scambi), eventualmente amplificato dalle poco favorevoli condizioni dei mercati borsistici.*

*L'Offerente ritiene che tali obiettivi di sviluppo e riorganizzazione possano essere più agevolmente ed efficacemente perseguiti con una ristretta base azionaria piuttosto che con un azionariato diffuso ed in una situazione caratterizzata da minori oneri e maggiore flessibilità gestionale e organizzativa.*

*Con la promozione dell'Offerta, inoltre, l'Offerente intende offrire agli attuali azionisti dell'Emittente una opportunità di disinvestimento a condizioni più favorevoli di quelle registrate negli ultimi mesi dal titolo Gewiss.”*

Le nostre osservazioni in proposito, e le questioni che Le poniamo, sono le seguenti:

# NEXTAM PARTNERS

- (1) in cosa consiste l'obiettivo di "riorganizzazione degli assetti proprietari"?  
Ci pare evidente che la solidità finanziaria del Suo Gruppo (solidità che deriva anche, dobbiamo darne atto, dalla Sua decisione di non dare credito ai suggerimenti spesso interessati di analisti, consulenti ed investitori che negli anni di sicuro le avranno sovente raccomandato un aggressivo utilizzo della leva finanziaria quando pareva che non essere massicciamente indebitati costituissero una palese evidenza di incapacità o, peggio, di arretratezza culturale), l'efficienza con la quale Lei l'ha sempre gestito, l'elevatezza degli investimenti passati e la conseguente qualità dell'offerta attuale, tutto ciò rende Gewiss potenzialmente molto attraente per i più grandi attori del settore. Non troveremmo quindi né sorprendente né disdicevole la prospettiva di un'integrazione di Gewiss in un Gruppo di più grandi dimensioni. Ma non sarebbe invece accettabile, da parte nostra, assistere oggi al completamento dell'Offerta per poi apprendere, nel prossimo futuro, che il passo successivo è consistito in una vendita definitiva ad un nuovo azionista di controllo, verosimilmente ad un prezzo superiore. Esistono purtroppo esempi precedenti che dimostrano come questo timore sia, in generale, fondato, in particolare in Italia. Al di là delle pur importantissime questioni di sostanza e principio in gioco, che sono all'origine della nostra domanda, ne uscirebbe indebolita la sua forte reputazione di imprenditore guidato solo dall'interesse dell'azienda e del tutto alieno a queste pratiche, peraltro molto "italiane". Le chiediamo quindi, ed è la prima richiesta che Le facciamo nell'interesse dei soggetti che affidandosi a noi oggi investono in azioni Gewiss, di escludere tale possibilità per il futuro verosimile.
- (2) Le motivazioni descritte nel Documento illustrano i vantaggi che deriverebbero a Gewiss dal venir meno della quotazione in Borsa. Allo stesso tempo, si prospetta la possibilità che le azioni strategiche intraprese sotto la Sua guida da qui in poi possano avere un impatto negativo sui risultati economici del Gruppo, e, di conseguenza, sul valore di Borsa. Le chiediamo, e questa è la nostra seconda domanda, di consentirci di capire meglio come sia possibile che decisioni assunte da Lei con l'obiettivo di rafforzare Gewiss possano condizionarne negativamente il valore di Borsa. Nel corso della lunga storia di Gewiss come azienda quotata abbiamo assistito a una strategia di investimento sul prodotto di intensità che a molti sarà parsa eccessiva (gli investimenti tecnici arrivarono al 25.6% delle vendite nel 1999, e l'indebitamento netto salì da 2 a 119 milioni di Euro tra il 1996 ed il 2000); abbiamo assistito ad una radicale revisione dei rapporti con la distribuzione in Italia della quale a posteriori si coglie la lungimiranza, ma che nel momento in cui veniva realizzata ha



# NEXTAM PARTNERS

rappresentato un rischio molto importante; abbiamo assistito ad acquisizioni che hanno permesso di accelerare lo sviluppo dell'offerta ma hanno comportato incertezze finanziarie non trascurabili e significativi impatti economici. Tutte queste azioni, ci pare, hanno comportato l'assunzione di rischi importanti, ma consentono oggi di posizionare Gewiss in modo idoneo a beneficiare sia in termini dimensionali che reddituali della stabilizzazione del clima congiunturale, quando essa si concretizzerà. Questo, perlomeno, è quanto abbiamo costantemente appreso dalla lettura, negli anni, dei Bilanci e delle informazioni redatte a beneficio degli investitori. Cosa è cambiato?

- (3) Per quanto ciò possa apparire paradossale, abbiamo un pregiudizio favorevole nei confronti delle Società che sono gestite con modesta attenzione alle valutazioni immediate della Borsa. Evitiamo sistematicamente di esporre i nostri clienti a Società dove il *management* appare eccessivamente "vocale" ed evidentemente guidato dal valore corrente di Borsa dell'azione. Non siamo appassionati né di annunci, né di *business plan* pluriennali, né di "guidance", né di ricostruzioni *pro-forma* dei risultati aziendali realizzate solo a "beneficio" di analisti e gestori. Non ci ha quindi mai disturbato il suo evidente modesto interesse, nel tempo, per il valore corrente di Borsa dell'azione Gewiss. Proprio per questo troviamo gli accenni del Documento all' *"impatto negativo sul corso del titolo Gewiss (già caratterizzato da un ridotto volume medio giornaliero di scambi), eventualmente amplificato dalle poco favorevoli condizioni dei mercati borsistici"* tra le motivazioni dell'Offerta poco convincenti. Ciò rafforza il nostro desiderio di porle le due questioni precedenti.

Veniamo dunque alla questione, molto importante, del prezzo di offerta. Il prezzo di 4.2 Euro per azione equivale ad una capitalizzazione di Borsa complessiva di circa 504 milioni di Euro. La posizione finanziaria netta consolidata era positiva per circa 93 milioni di Euro al 31 Dicembre 2009, ed era salita a 101 milioni di Euro al 31 Marzo 2010. Assumendo per semplicità una posizione finanziaria netta positiva pari a 100 milioni di Euro, e trascurando le eventuali attività periferiche iscritte a Bilancio, ne deriva, grossolanamente, un c.d. valore di impresa di poco superiore a 400 milioni di Euro. Dall'esterno non abbiamo naturalmente piena visibilità sugli obiettivi economici per l'esercizio in corso, ma il convincente andamento del primo trimestre del 2010 conferisce, a nostro avviso, un certo significato alle stime prevalenti di un c.d. *Ebitda* di 57 milioni di Euro per l'intero 2010 (fonte: *Bloomberg*). In proposito, ricordiamo che durante l'ancora vicino quinquennio 2004-2008, prima dell'esplosione finale della crisi, il Gruppo esprimeva *Ebitda*

## NEXTAM PARTNERS

annui compresi tra 62 ed 81 milioni di Euro. Non stiamo quindi, crediamo, prendendo in considerazione un livello di picco non sostenibile a medio termine. Assumendo questo riferimento, il prezzo di Offerta valuta l'impresa a circa 7.1 volte l'*Ebitda* corrente. E' molto difficile se non impossibile dare un giudizio assoluto di adeguatezza o meno di questo multiplo: la valutazione del capitale azionario e' una disciplina altamente soggettiva, mutevole e spesso piegata ad interessi strumentali. Soprattutto, essa dipende da previsioni sul futuro: e, come pare abbia detto Warren Buffett, "le previsioni sul futuro dicono poco sul futuro, ma dicono tutto su che le fa". Tuttavia, esistono perlomeno dei riferimenti relativi, che se espressi da mercati liquidi, regolamentati, trasparenti possono essere considerati un utile termine di raffronto. Non in senso assoluto, perche' ogni azienda fa storia a se', ma in senso, appunto, relativo. La medesima fonte (*Bloomberg*) evidenzia come in base alle stime di 20 analisti internazionali l'azione Legrand si tratti oggi ad un multiplo pari a circa 9.8 volte l'*Ebitda* 2010 (quotazione di Borsa del 22 Giugno). Un multiplo di quasi il 40% superiore a quello implicito nel prezzo di Offerta, come sopra velocemente stimato. Legrand e' un gruppo globale, di dimensioni pari a oltre 10 volte quelle di Gewiss, molto forte in particolare sul mercato Italiano, con una redditivita' elevata ed uno scopo geografico molto esteso. E' difficile affermare che Gewiss merita lo stesso multiplo corrente. Nondimeno, lo sconto ci appare eccessivamente ampio. Banalmente, nell'ultimo triennio, come noto attraversato dalla peggiore crisi del dopoguerra, il gruppo Gewiss ha migliorato la posizione finanziaria netta (positiva) da 41 a 93 milioni di Euro, distribuendo complessivamente 36 milioni di Euro in dividendi: una generazione di cassa dalla gestione di quasi 30 milioni di Euro medi annui, circa il 7.5% del valore d'impresa sopra approssimato. Includendo, lo ripetiamo, la peggiore recessione dal dopoguerra.

Ci pare quindi che il prezzo di Offerta non rappresenti compiutamente il valore del capitale economico di Gewiss, a meno di non dover assumere significative e permanenti riduzioni di redditivita' che non abbiamo mai colto come plausibili nella nostra analisi degli andamenti anche del pur difficile contesto ciclico attuale. Le chiediamo di conseguenza - e' la nostra terza ed ultima domanda - quali criteri ed ipotesi siano state assunte a fondamento della decisione in ordine al prezzo di Offerta. Per chiarezza, non ci sono sfuggiti i momenti in cui Lei sarebbe stato possibile, immaginiamo, procedere ad un'Offerta Pubblica con finalita' opportunistiche: pensiamo all'autunno del 2008 ad esempio, quando Lei ebbe la lucidita' di rilevare una consistente partecipazione messa in vendita da un c.d. investitore istituzionale a 2.6 Euro per azione. Chi, nel clima drammatico di quei mesi, avrebbe posto obiezioni

# NEXTAM PARTNERS

ad un'Offerta sul flottante a prezzi solo di poco superiori a quello? Non si saranno anche in quel caso affannati alla sua porta "consulenti" che Le prospettavano l'"opportunità" (magari gli stessi che per anni L'hanno incitata all'assunzione di leva finanziaria)? Le riconosciamo quindi correttezza di operato in quei momenti. Al tempo stesso, trattandosi ora del prezzo finale a cui l'investitore di minoranza in Gewiss si trova a liquidare il proprio investimento, pensiamo che esista una possibile valutazione piu' coerente con gli andamenti e le prospettive correnti cosi' come le abbiamo recentemente conosciute ed ascoltate nelle occasioni di incontro pubblico con la c.d. comunita' finanziaria (nell'ultima occasione, poco piu' di due mesi fa, con la Sua personale partecipazione).

In conclusione, le nostre tre domande (quali le motivazioni dell'offerta, quali i rischi per gli azionisti di minoranza impliciti nel mantenimento dello *status* di societa' quotata per Gewiss, quali i criteri e le ipotesi adottate ai fini della definizione del prezzo di offerta) hanno l'obiettivo di consentirci una piu' consapevole valutazione della stessa, nell'unico interesse degli investitori che rappresentiamo. Siamo forse al termine di una storia piu' che ventennale, quella della quotazione in Borsa di Gewiss. La decisione di quotarsi ed il comportamento mantenuto durante la quotazione qualificano fortemente l'opera di un imprenditore. Ma i termini dell'eventuale uscita dalla Borsa non sono meno importanti.

Distinti saluti.



Nicola Ricolfi  
Nextam Partners S.G.R.p.A.