

Telco-Telefonica, scene da un divorzio

L'alleanza ha creato più problemi di quanti ne abbia risolti e in Argentina l'antitrust ha bloccato Telecom
L'accordo tra i soci prevede la scissione se le decisioni di una authority determinano danni patrimoniali

LE STRATEGIE DELLE TLC / Sia per Bernabè, sia per Alierta il mercato sudamericano ricopre importanza strategica e irrinunciabile. E l'intreccio societario sta limitando fortemente la capacità di azione del gruppo italiano. Stanno arrivando al pettine di una alleanza innaturale tra due concorrenti

Telecom Italia - Telefonica un divorzio lungo un anno

Nell'aprile 2010 scade il patto che lega i soci di Telco. Un'alleanza che non ha portato agli spagnoli i risultati sperati e che sta creando problemi cruciali per il gruppo italiano. Ci sono ancora dodici mesi per trovare una soluzione

MARCO PANARA

Il problema numero uno di Telecom in questo momento non è la montagna di debiti, e neanche l'erosione delle quote di mercato. Il problema numero uno è Telco, anzi, più precisamente, la presenza in Telco della spagnola Telefonica che della scatola che controlla Telecom possiede il 42,3 per cento del capitale. Non è una novità. Telecom è un'azienda tecnologicamente attrezzata, con un ricco flusso di cassa, ma con un azionariato che dal giorno dopo la sua privatizzazione non è mai stato quello giusto per garantire all'azienda la stabilità necessaria.

I primi azionisti privati, il nocciolino duro che affidò la guida dell'impresa a Gian Mario Rossignolo, perché troppo debole; i secondi, i mitici campioni del capitalismo padano (dei quali è rimasto ben poco), perché scaricarono sull'azienda i debiti fatti per comprarla; i terzi, la Olimpia dominata dalla Pirelli di Marco Tronchetti Provera, perché essendo troppo indebitata ha spremuto l'azienda vendendo buona parte delle sue attività internazionali e distribuendo dividendi troppo generosi, e ha infine raddoppiato i debiti di Telecom con il discusso acquisto delle minoranze di Tim. Siamo così arrivati ai quar-

ti, ovvero a Telco, che per evitare che la Telecom finisse in mani estere - la volevano il tycoon messicano Carlos Slim e l'americana Att - e per salvare la Pirelli, la pagarono il cinquantacinque per cento in più di quello che valeva sul mercato e coinvolsero nella partita il "socio industriale" Telefonica, colosso concorrente di Telecom, che però ebbe il pregio di essere quello che nell'operazione mise gran parte della cassa.

Il problema è che Telecom sapeva fare benissimo il suo mestiere e non aveva bisogno di un socio industriale che glielo insegnasse, e del rapporto con Telefonica ha prevalso fino ad oggi più che la potenziale sinergia il fatto di avere in casa un concorrente, tra l'altro più ricco e più forte. Avere un concorrente in casa non è cosa semplice da gestire, tanto più che questo azionista-concorrente potrebbe avere l'interesse a diventare un giorno padrone della casa che oggi lo ospita.

Al momento il punto più delicato è l'America Latina, dove tutti e due i gruppi hanno interessi importanti. Per evitare commistioni e conflitti

si è deciso che i rappresentanti di Telefonica nel consiglio di amministrazione di Telecom non partecipino alle decisioni che riguardano le partecipate Telecom in America Latina. Ma alle autorità locali questo muro interno non basta. In Argentina, dove il governo sta perseguendo con determinazione una politica di riportare sotto le bandiere nazionali le maggiori imprese - lo ha fatto con il gruppo petrolifero Ypf e con Aerolíneas Argentinas - Telecom ha una posizione importante. Ha infatti il 50 per cento di Sofora che controlla Telecom Argentina, e in più un'opzione per acquistare dalla famiglia Wertheim un altro 48 per cento. In pratica Telecom avrebbe gli strumenti per assicurarsi il controllo pieno di Telecom Argentina. Senonché, con la motivazione che Telefonica, che è anch'essa presente in Argentina, ha il 42 per cento di Telco (ovvero il 10 per cento di Telecom Italia), le autorità argentine hanno bloccato l'opzione e sospeso i diritti di voto di Telecom Italia nella sua partecipata a Buenos Aires. Nella forma un'azione anti-



trust, per evitare che Telefonica direttamente e indirettamente diventi l'operatore dominante nel paese, nella sostanza uno stop alla presenza di Telecom Italia.

In Brasile, mercato assai più importante, le cose sono me-

no drammatiche, ma la Cvm, la Consob di Brasilia, ha imposto un'offerta pubblica di acquisto di Telco sulle quote di minoranza di Tim Participacoes con la motivazione che essendo cambiata la proprietà di Telecom e quindi di Tim Brasil, gli effetti devono scendere a cascata su tutta la filiera, senza lasciare indietro gli azionisti di minoranza. La questione è ancora aperta e gli analisti si dicono convinti che alla fine l'opa non si farà per tante ragioni, la più dirimente delle quali sarebbe che non c'è stato un passaggio di azioni di Tim Participacoes e quindi non ci sarebbe neanche un prezzo di riferimento alla quale farla.

Tuttavia, al di là delle specifiche problematiche, Brasile e Argentina rivelano in maniera trasparente la realtà: ovvero che la convivenza dei due concorrenti sotto lo stesso tetto procura a Telecom Italia più problemi di quanti non ne risolva. A questo punto si pone, sia pure in tempi non necessariamente brevissimi, la questione dell'assetto di Telco. Oggi Telefonica ne è il primo azionista con il 42,3 per cento, poi ci so-

no Generali con il 28,1, Intesa San Paolo e Mediobanca con il 10,6 per cento ciascuna e Benetton con l'8,4 per cento. Gli italiani hanno nel loro insieme la maggioranza ma Telefonica è il principale azionista singolo. Telco ha poco meno di 3,7 miliardi di debiti e il dividendo di 5 centesimi per azione incassato quest'anno le consente di pagare gli interessi ma non basta per ridurre l'indebitamento e tanto meno per pagare dividendi. Il

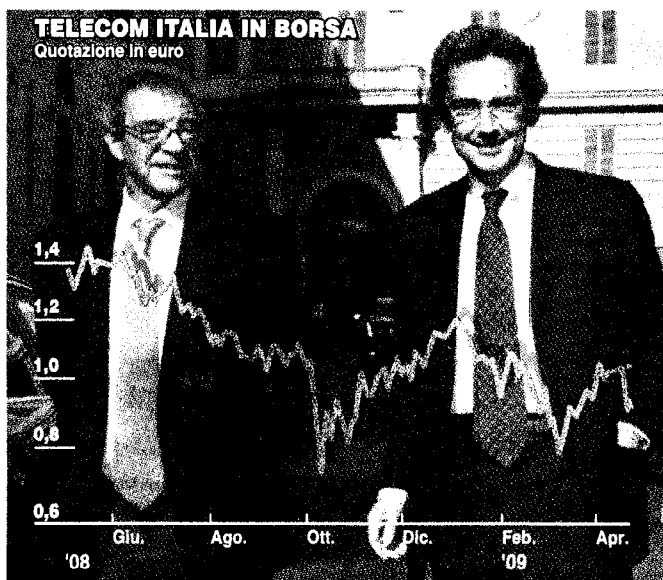
che la rende una società ingessata e senza storia, a meno che in futuro Telecom non sia in grado di remunerare il suo capitale in maniera assai più consistente (ma non è una prospettiva molto realistica visto l'indebitamento di Telecom stessa, la situazione dell'economia in generale e l'erosione dei margini nel settore delle tlc in particolare) oppure i soci non decidano di mettere mano al portafoglio e ricapitalizzare la società.

Ma questo è un problema che almeno per un po' può aspettare. Più delicata e urgente è la situazione che è emersa in America Latina e che potrebbe oggettivamente danneggiare gli interessi di Telecom. Tecnicamente una via d'uscita c'è. I soci di Telco hanno infatti siglato un accordo che prevede la possibilità di sciogliere la società nel caso in cui le autorità adottino decisioni che determinino un danno patrimoniale per Telefonica o per Te-

lecom. Nel primo caso sarebbe Telefonica a poter attivare lo scioglimento di Telco e nel secondo caso gli azionisti italiani. Sembrerebbe una situazione estrema, ma alla luce di quanto sta accadendo a Buenos Aires non lo è, visto che la semplice presenza di Telefonica nel capitale di Telco potrebbe costare a Telecom la permanenza su quell'importante mercato.

Nel caso di dissoluzione di Telco i soci si dividerebbero in

Ci sono dei meccanismi che garantiscono lo scioglimento del patto prima dei termini ma questo farebbe emergere tutte le minusvalenze



proporzione le azioni di Telecom e i 3,7 miliardi di debiti che la finanziaria ha nella pancia. I problemi regolatori verrebbero a cadere perché Telefonica avrebbe solo il 10 per cento e non potrebbe essere considerato azionista di controllo e Telecom Italia si troverebbe ad essere una public company con azionisti di rilievo ma nessuno di controllo.

Ad un passaggio del genere ci sarebbero naturalmente anche delle controindicazioni. La prima è che gli azionisti di Telco, che ha già svalutato la sua partecipazione in Telecom portando il prezzo di carico da 2,69 a 2,2 euro per azione (per un totale di 1,5 miliardi), non avendo ragione di incorporare nei valori di carico un premio di maggioranza, dovrebbero ciascuno svalutare ulteriormente la propria quota, visto che il titolo viaggia poco sopra un euro e quindi metà del valore al quale Telco lo ha in portafoglio. La seconda controindicazione è che Telecom, senza più padroni, si troverebbe più esposta a opa ostili, che possono sempre arrivare anche se gli analisti non ritengono che sia probabile in questa fase, vista la situazione dei mercati e la difficoltà a finanziare operazioni del genere, l'indebitamento elevato di Telecom che renderebbe difficile scaricare sulla società il costo dell'opa, e le prospettive non straordinarie dei grandi operatori del settore.

La discussione sulla presenza di Telefonica in Telecom Italia diventerà presto calda, e se non sarà l'Argentina ad aizzare il fuoco c'è comunque la scadenza dell'aprile 2010. In quella data l'accordo che ha dato vita a Telco scadrà e si dovrà decidere se tenerlo in piedi, e a quali condizioni, oppure abbandonarlo.

La palla è in mano agli azionisti. Telecom di questa partita è oggetto e non soggetto, e l'unico strumento che ha per agevolare una soluzione è lavorare perché il valore delle sue azioni diventi meno distante dai 2,2 euro ai quali Telco l'ha in carico.

In questa fase dei mercati gli analisti ritengono improbabile il rischio di scalate ostili

Qui accanto, la compagine azionaria di Telco, la scatola che controlla Telecom Italia

GLI AZIONISTI DI TELCO



TELEFONICA
42,3%
Julio Linares
Numero uno operativo del gruppo

Telefonica



GENERALI
28,1%
Antoine Bernheim
Presidente della compagnia triestina



MEDIOBANCA
10,6%
Cesare Geronzi
Presidente dell'istituto di Piazzetta Cuccia



INTESA SAN PAOLO
10,6%
Giovanni Bazoli
Presidente del consiglio di sorveglianza



BENETTON
8,4%
Gilberto Benetton
Fondatore del gruppo insieme ai fratelli

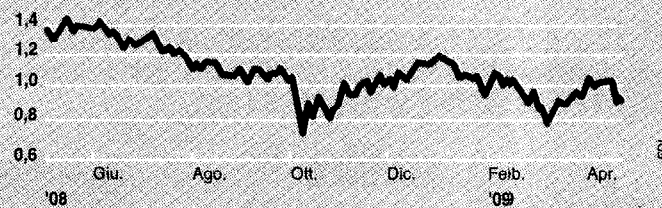


24,5%



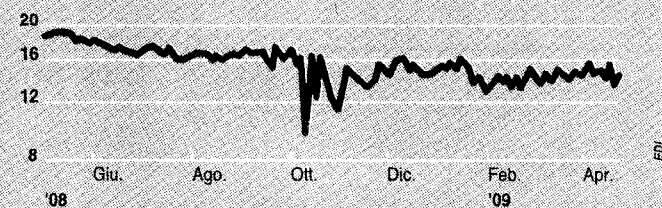
“
La mossa di Buenos Aires ha bloccato l'opzione degli italiani sulla società argentina
”

TELECOM ITALIA Quotazione in euro



A destra, l'amministratore delegato di Telecom Italia Franco Bernabè e il presidente Gabriele Galateri di Genola

TELEFONICA Quotazione in euro



LE TELECOM IN BORSA

Capitalizzazioni in miliardi di euro

Telefonica	71,36
France Telecom	42,67
Deutsche Telekom	39,17
Telecom Italia	12,64

