

I conti in rosso della Telco allontanano la Cassa depositi

di Massimo Mucchetti

La telenovela di Telecom Italia ha un protagonista che, prima di tutto, dovrebbe mettere a posto i propri conti. Stiamo parlando di Telco, la holding che riunisce il 22,45% del capitale dell'ex monopolio dei telefoni in mano alla spagnola Telefonica, per poco meno della metà, e a Generali, Mediobanca e Intesa Sanpaolo per il resto. Telco comanda sull'assemblea di Telecom alla quale partecipano soci con poco meno del 40% delle azioni ordinarie. Ma il suo stato patrimoniale non pare adatto ad attrarre altri investitori: meno che mai soggetti pubblici come la Cassa depositi e prestiti.

I conti sono presto fatti. All'attivo, per 6,5 miliardi, Telco ha il pacchetto azionario Telecom Italia; al passivo, capitale e riserve per 3,3 miliardi più debiti con le banche per 3,2 miliardi. Le banche sono Intesa Sanpaolo, Mediobanca, Société Générale, Unicredit, Monte dei Paschi e Interbanca. Unicredit, Mps e Interbanca hanno ridotto la loro esposizione. I crediti sono assistiti da pegni che assorbono l'intera partecipazione in Telecom. L'ultimo bilancio, chiuso il 30 aprile 2009, mostra una perdita di 1,6 miliardi, dovuta alla svalutazione delle azioni Telecom da 2,7 a 2,2 euro l'una. Senza questa posta negativa straordinaria, il conto economico avrebbe comunque chiuso in rosso per una trentina di milioni perché i dividendi elargiti dalla partecipata non bastano a pareggiare gli interessi passivi sul debito.

Questo squilibrio ordinario rivela che Telco è un soggetto strutturalmente incapace di rimborsare il debito. Il che rende il creditore azionista di fatto. Ma questo è niente a fronte del problema del valore reale della partecipazione Telecom. Il titolo Telecom quota attorno all'euro, ovvero un po' meno della metà del suo valore di libro. Se adeguasse questo valore contabile a quello corrente in Borsa, Telco non avrebbe più patrimonio netto. Ma Telefonica, Mediobanca, Intesa Sanpaolo e Generali sostengono che i flussi di cassa futuri consentirebbero di recuperare il valore. La domanda è: ci dobbiamo ancora credere? Informalmente, i soci eccellenti parlano di un premio di maggioranza che giustificerebbe il valore di libro. Senonché Telco non è un soggetto coeso, ma un coacervo di azionisti con idee diverse sul futuro della «loro» società e in evidente conflitto d'interessi (Telefonica è addirittura un concorrente, le banche sono azioniste e creditrici). E nessun altro ha voluto entrare in Telco nonostante Intesa abbia lasciato la porta aperta.

In teoria, se vendessero a Telefonica, i tre soci italiani potrebbero prendere qualcosa di più delle quotazioni. Ma è arduo immaginare un passaggio del controllo senza Opa. E César Alierta, che ha enormi stock option, difficilmente avanzerà offerte tali da far crollare le quotazioni di Telefonica. Dunque, il premio è di molto inferiore a quanto appare nei conti. Ma c'è di più. Se è vero che Telco comanda, ed è vero perché può far nominare e revocare gli amministratori, perché non consolida integralmente Telecom Italia? Forse per non dare l'idea che i suoi soci siano in qualche modo garanti del debito Telecom, costituito in gran parte di obbligazioni?

Il bilancio di Telco dipende da Telecom. Se qualche consigliere indipendente cominciasse finalmente a contestare la congruità dei 44 miliardi di avviamenti, un'enormità, oltre la metà dell'attivo, metterebbe in luce la pesante eredità di un passato con cui questa espressione del capitalismo relazionale italiano non ha mai voluto fare i conti. Da anni, ormai, Telecom capitalizza meno del patrimonio netto. Questo vuol dire che ormai il mercato non crede alla «verità» di un patrimonio netto di 27 miliardi che la Borsa non stima più di 20. Ma se il gruppo Telecom svalutasse gli avviamenti, a cominciare da quelli formati in Telecom Spa in seguito alla fusione con Tim, andrebbe in perdita e non potrebbe dare il dividendo. E Telco segnerebbe un deficit e non potrebbe più evitare la svalutazione del pacchetto Telecom.

Se questa è la situazione, per quali ragioni la Cassa depositi e prestiti, sempre attenta al risparmio postale che la alimenta, dovrebbe investire in Telco forzando addirittura lo Statuto? Piuttosto metta i denari direttamente in Telecom facilitando un grande aumento di capitale che lasci al palo gli spagnoli. Oppure, se l'obiettivo è dotare l'Italia di una rete di nuova generazione come il Giappone, la Corea e Singapore nonostante lo scetticismo di Telecom, il governo metta i miliardi della Cassa in una nuova società industriale, aperta ai privati, che acquisti da Telecom a prezzo di mercato il diritto di posare la rete nuova usando anche le infrastrutture della vecchia.