

LA QUESTIONE “TELECOM”

di Ferdinando Targetti

(in parte pubblicato sull'*Unità* del 4 ottobre 2006)

Il nocciolo duro di capitalisti senza capitali. La privatizzazione italiana del settore delle telecomunicazioni è una storia di luci e di molte ombre. La concorrenza nel settore è senz'altro aumentata, ma la storia dei governi societari di Telecom non è stata certo una storia di successi e le incerte vicende di oggi riflettono quell'esordio infelice. La Telecom (ex Stet) fu privatizzata nel 1997. Anche se non mancarono numerosissimi risparmiatori privati che corsero all'acquisto dei titoli Telecom, il governo scelse di costituire un nucleo stabile di azionisti, un “nocciolo duro”, costituito da un certo numero di istituzioni finanziarie con il 5,1% del capitale. In realtà il socio di riferimento di questo gruppo era l'Ifil di Agnelli, con un misero 0,6% del capitale, un nocciolo assai poco duro. Nel 1999 Colaninno e Gnutti, presero il controllo della società con un'Opa che rimase famosa per la dimensione e per aver fatto venire alla ribalta delle nuove figure, la “razza padana”, del capitalismo italiano. Sebbene di quell'Opa trassero beneficio non solo i raiders, ma anche gli azionisti minori, tuttavia questo secondo atto risentì del difetto dell'acquisizione a debito: in seguito all'operazione, Telecom si indebitò fino a 38 miliardi di euro. Il terzo atto è stato il passaggio del controllo da Colaninno-Gnutti a Tronchetti Provera e Benetton nel 2001. Fu una operazione al di fuori del mercato e quindi con poco beneficio per gli azionisti e oltre tutto fu anch'essa un'operazione basata sul debito. In realtà il debito principale si costituì in capo alle società Olimpia e Pirelli con le quali Tronchetti Provera controlla Telecom.

Il debito. La Telecom di Colaninno aveva, come si diceva, 38 miliardi di debiti; la Telecom di Tronchetti, dopo aver venduto per 15 miliardi la rete estera telefonica, in Europa e Sud America ad eccezione del Brasile, e acquistato a fine 2004, per 12 miliardi il 30% delle azioni della società di telefonia mobile Tim (della quale aveva già il 70%) ha cumulato altro debito e ha raggiunto la cifra attuale di 41 miliardi. Questo debito è simile a quello di France Telecom e Deutsche Telecom, ma quelle società sono più grandi. Tuttavia è opinione di molti analisti che il debito Telecom sia sostenibile data la robustezza “industriale” della società. Il debito pesante è quello delle società in alto alla catena di controllo. Le operazioni di “leverage by out” (acquisto con debito) non sono certo solo italiane; ciò che distingue in negativo il nostro paese è che queste operazioni da noi si abbinano al controllo societario attraverso le scatole cinesi.

Il controllo. Attraverso il sistema delle scatole cinesi Tronchetti Provera con lo 0,8% del valore di mercato di Telecom è riuscito a controllare la società. L'operazione di acquisizione ha potuto essere realizzata per il robusto credito concesso da un gruppo di banche italiane alle società in alto alla catena di controllo. Quel credito tuttavia aveva a garanzia delle azioni Telecom che all'epoca del prestito valevano circa 4 euro l'una; oggi esse valgono circa la metà del valore iniziale. Quindi se da un lato il vertice societario con la leva di un piccolo capitale proprio e con l'uso di scatole cinesi è riuscito a controllare una società di valore ben maggiore, dall'altro ha strapagato la società stessa e ha indebitato oltremisura le società di controllo, offrendo garanzie che ora hanno perso valore. Probabilmente furono formulate delle previsioni che sovrastimavano la redditività futura della società e la possibilità che Telecom, integrandosi con Tim, avrebbe potuto distribuire maggiori dividendi alle società poste ai piani alti della catena di controllo.

L'integrazione con Tim. Fino a poco tempo fa la strategia del management Telecom era quello di integrare la rete fissa con la rete mobile. I vantaggi avrebbero dovuto essere non solo gli elevati cash flow (ricavi lordi) generati dalla telefonia mobile, ma anche i vantaggi industriali che derivano dall'offerta futura di un unico apparecchio telefonico che cambia funzioni (fisso o mobile) a secondo dell'esigenza dell'utente. Da questa strategia era attesa una maggiore redditività

dell'impresa, ma l'andamento del valore delle azioni Telecom non ha riflesso queste prospettive. Una serie di fattori, come la riduzione della quota di mercato della telefonia mobile Tim, la lentezza di Telecom nello sviluppo della banda larga (di cui si dirà poi), il possibile timore dei mercati che i profitti futuri del settore sarebbero diminuiti per la concorrenza che deriva dalle comunicazioni telefoniche gratuite via internet, l'aumento dei debiti societari e dei saggi di interesse spiegano la discesa del valore delle azioni che da 3 euro del dicembre 2004 è passato a 2,24 di oggi.

Strategie delle compagnie telefoniche europee. Non bisogna pensare che la situazione delle compagnie telefoniche ex pubbliche degli altri paesi (British Telecom, Deutsche Telekom, France Telecom e la spagnola Telefónica) siano molto rosee. Negli anni '2000 la profittabilità del settore è diminuita, la concorrenza è aumentata e l'azione dei regolamentatori si è fatta più stringente. Dal 1999 al 2002 i valori azionari di tutte queste società, dopo il boom del 2000, sono crollati, tranne Telefónica, al 50% del valore iniziale, con tendenza al ribasso negli ultimi due anni, tranne BT che è in crescita. La risposta di tutte queste compagnie si basa su strategie simili. All'interno del paese integrazione tra telefonia fissa e mobile, sviluppo della banda larga e integrazione di banda larga-internet-televisione; all'esterno penetrazione dei mercati esteri con le operazioni di telefonia mobile e di banda larga.

Strategie Telecom future. La Telecom sembra nell'ultimo mese aver scelto una strada meno ambiziosa di quella dei concorrenti esteri. A settembre Telecom annuncia l'intenzione di incorporare Tim, con l'ovvio obiettivo di venderla. Il valore presunto di realizzo è di 32 miliardi di euro e gli acquirenti potenziali non mancano. Se a questa cifra si aggiungono 5 miliardi della possibile vendita della Telefonica do Brasil alla spagnola Telefónica si raggiunge una cifra vicina all'indebitamento complessivo. Di questa cifra una metà avrebbe potuto essere destinata alla riduzione del debito di Telecom e una metà avrebbe potuto essere distribuita agli azionisti e quindi alle società in alto nella catena di controllo, le quali avrebbero potuto sia rimborsare parte dei debiti alle banche che premono per la riduzione di valore del pegno azionario, sia rimborsare un prestito obbligazionario in scadenza. La situazione debitoria di quelle società si sarebbe riequilibrata, ma la forza industriale di Telecom ne sarebbe uscita fortemente danneggiata. L'operazione di scorporo della Tim, un cambio di politica aziendale di 180° dopo pochi mesi dall'incorporazione, è stata giustificata dal vertice della società con la volontà di puntare in un'altra direzione e cioè verso l'integrazione banda larga-internet-“contenuti” mediatici. Una direzione di marcia che le altre società estere perseguono senza però alienare la telefonia mobile.

Nuove tecnologie. Una volta la telefonia (fissa e mobile), l'informatica (internet) e la televisione erano tre attività economiche distinte; oggi tendono a diventare un'attività integrata e unica, detta IPTV (Internet Protocol Television). I contenuti audio e video del futuro (siti, blog, musica, clip, videogames e soprattutto i programmi tv - come film, show e partite - scelti a richiesta) saranno offerti da internet il quale utilizza i cavi del telefono. A questo punto Telecom dispone di un patrimonio di grande valore nella sua rete e nei 24 milioni di clienti della telefonia fissa. Puntare in questa direzione è quindi giusto. Tuttavia bisogna considerare quattro aspetti problematici. Il primo è che per dar vita a questa integrazione vanno compiuti investimenti consistenti per sviluppare la banda larga che consente di far passare sul cavo del telefono molte più informazioni del cavo normale. Ricordo che dei clienti Telecom solo 5,7 milioni hanno la banda larga. Il secondo è che nell'accordo tra chi trasmette i contenuti (Telecom) e il produttore di contenuti (Murdoch o Mediaset) è questo secondo a trovarsi in posizione di maggior forza contrattuale (Telecom ha il canale televisivo della 7, che è però una presenza abbastanza limitata nel settore dei media). Il terzo è che le grandi società estere investono in questo settore senza abbandonare il settore della telefonia mobile. Il quarto è che nei vari paesi le autorità per la concorrenza si orientano ad obbligare il proprietario della rete telefonica a non gestirla in condizioni di monopolio.

Regole antimonopolio. La rete telefonica va distinta in due: la trasmissione a grande distanza e il cosiddetto “ultimo miglio” o doppino telefonico e cioè il cavo di rame che parte dall'ultima centralina Telecom e arriva nelle case o negli uffici degli utenti. E' l'ultimo miglio della

rete fissa che ha la natura di un monopolio naturale, in quanto essendo difficilmente duplicabile (Fastweb ha un sistema alternativo di fibre ottiche che è tecnologicamente più avanzato della banda larga di Telecom, ma copre un'utenza assai inferiore, solo 608.000 abbonati) pone il proprietario in una posizione dominante. Sul mercato integrato dell'IPTV si affacciano molte società, telefoniche, informatiche di produzione di programmi mediatici e tutte devono poter avere le stesse garanzie di accesso alla rete perché si possa esercitare concorrenza fra loro. La concorrenza sull'ultimo miglio della rete fissa è obiettivo del Regolatore, in Italia la Agcom. Per conseguire questo obiettivo la via più efficace consiste nella separazione della rete dall'operatore dominante. Si possono seguire due strade, una di separazione funzionale-organizzativa, l'altra di separazione societaria. La soluzione data quest'anno da Ofcom, il regolatore inglese, dopo più di vent'anni dalla privatizzazione di BT, è consistita in una separazione di tipo funzionale della rete, che viene gestita dalla società Openreach entro BT, ma da essa separata da molte paratie. La separazione può peraltro anche essere societaria come è il caso di Terna nel settore elettrico, una società privata quotata in borsa, nella quale le società elettriche possono entrare, ma con una quota minoritaria.

Separazione della rete. Una tremenda polemica politica, che ha offuscato i termini della questione, si è scatenata sul progetto Rovati, il consulente economico di Prodi. Volendo distinguere la querelle politica dal contenuto della proposta, credo che "il piano Rovati" contenesse elementi accettabili. In buona sostanza esso prevedeva che, dato che doveva esserci una separazione tra società che gestisce la rete e Telecom, se questa separazione fosse stata proprietaria anziché funzionale, la Telecom avrebbe potuto ottenere da questa alienazione, anziché dalla alienazione della Tim, i fondi necessari per ridurre l'indebitamento. La società acquirente sarebbe stata costituita dalla Cassa Depositi e Prestiti e da Fondazioni bancarie e avrebbe avuto lo scopo di offrire servizi di rete in modo da garantire parità di trattamento a tutti gli operatori privati interessati e avrebbe dovuto ottenere un ritorno economico in modo da remunerare il capitale investito con un rendimento non elevato, ma a basso tasso di rischio (tipico rendimento per i capitali delle Fondazioni).

Aumento di capitale. Quella di Rovati era la soluzione migliore? No. Niente di male a mio parere che la separazione della rete possa essere societaria anziché funzionale (e se dovessero esserci le Fondazioni bancarie nel capitale della società della rete non griderei allo scandalo), ma la scelta non deve avvenire per risolvere i problemi di indebitamento di una società attraverso la quale un azionista controlla un'altra società. La separazione che dovrebbe a mio parere avvenire è invece proprio quella della sorte di Telecom dalla sorte delle società ai piani alti della catena di controllo (Olimpia e Pirelli). Per diminuire il debito di Telecom e per disporre di fondi per l'investimento nella banda larga la soluzione può consistere solo in un aumento di capitale della società. Se la strategia aziendale è buona i capitali sul mercato non mancano. Questa via tuttavia, comportando l'indebolimento dell'attuale gruppo di controllo, trova probabilmente l'ostilità di Pirelli e di Tronchetti Provera che controlla Pirelli attraverso un patto di sindacato con le maggiori banche e società assicuratrici d'Italia. Ma oggi il Presidente della Telecom è Guido Rossi che da sempre è il principale sostenitore della creazione in Italia di società governate con la formula della public company. Si può quindi ben sperare che la sua visione si imponga.

Public company e nazionalità. Ogni volta che si prospetta per una grande impresa italiana la soluzione della public company, si presenta la questione della possibilità che la società sia scalata da raider esteri. Le due posizioni estreme del liberismo puro e del nazionalismo colbertiano sono entrambe difettose. Il timore di creare una public company scalabile dall'estero ha portato ai gravi difetti dell'inconsistenza dei noccioli duri e della debolezza del controllo di capitalisti nostrani senza capitali, dei quali la vicenda Telecom è un esempio illuminante. Ma anche la posizione opposta dell'irrilevanza del passaporto dell'azionista di maggioranza non è senza difetti e non a caso nessun paese europeo continentale vede la sua società telefonica ex monopolista in mani estere. Tuttavia a mio parere il difetto principale non risiede tanto nel fatto che il raider possa essere straniero, quanto nel fatto che il raider possa avere un interesse privato che non coincide con quello pubblico qualora dalla società oggetto di scalata scaturiscano rilevanti economie esterne: si pensi ad

una scalata che, portando allo smembramento della società con rivendita dei singoli assets, massimizzi il ritorno di breve termine degli scalatori, ma che comprometta il destino di più lungo periodo di una società che, come quella telefonica, ha notevoli ricadute esterne, in quanto intorno ad essa si sviluppano attività pregiate di natura tecnologica, finanziaria, di comunicazione e di creatività. Difficile quindi la navigazione tra la Scilla liberista e la Cariddi colbertiana. Pur essendo le operazioni di aumento di capitale delle operazioni di mercato e che tali devono restare è tuttavia comprensibile che il governo, non dico intervenga in prima persona con acquisizioni dirette o con utilizzo muscoloso di golden shares, ma con una sorta di “moral suasion industriale” che affianchi il mercato perché tra le molteplici scelte che esso può compiere venga privilegiata quella in cui il rendimento privato sia il più vicino possibile a quello pubblico.

Nuove alleanze. Questa estate, cercando di sviluppare la strategia dell'integrazione media-telefonia, i vertici Telecom incontrarono Murdoch per vedere se era possibile un accordo. Sembra che l'accordo non si fece perché il magnate australiano era esclusivamente interessato ad acquisire i 24 milioni di clienti di Telecom, sebbene egli abbia dichiarato che si era ritirato perché in Italia c'è troppa politica. E' nell'orizzonte delle cose possibili che la questione si ripresenti in futuro con Mediaset nei panni di Murdoch. E' una questione delicata perché se da un lato potrebbe non essere disprezzabile la costituzione di un campione nazionale di peso europeo nel settore media-telefonia, d'altro canto si porrebbero gravi problemi dal lato del rafforzamento della posizione dominante di Mediaset, diventerebbe più urgente l'azione di separazione della rete da Telecom e da ultimo, ma non certo per importanza, diventerebbe ancora più pressante di quanto già non lo sia la necessità di risolvere la questione del conflitto di interessi di Berlusconi.