



# Così Telefonica avanza Bernabè cerca alternative

● **L'operazione avrà un costo complessivo di 850 milioni, di cui la metà cash ● Entro quattro mesi gli iberici potranno avere il 100% di Telco ● Il gruppo non potrà acquisire più del 22,4% di Telecom Italia**

LUIGINA VENTURELLI  
MILANO

Nonostante i tentativi di assicurazione di Franco Bernabè, che ancora ieri scherzava sullo spagnolo, «purtroppo è una delle poche lingue che non parlo», il dato di fatto è incontrovertibile: nel giro di quattro mesi Telefonica sarà in grado di acquisire il cento per cento della holding che controlla l'ex compagnia telefonica di bandiera. Certo, tecnicamente «l'operazione riguarda Telco». Ma la costruzione societaria che in questi anni ha permesso ai vari capitani d'impresa nazionali di assicurarsi il massimo del controllo con il minimo dello sforzo d'investimento funzionerà anche per i nuovi arrivati iberici. Sempre che nel prossimo cda del 3 ottobre il presidente Bernabè, contrario alla cessione, non riesca a far passare una proposta alternativa.

**L'OPERAZIONE IN DUE TEMPI**  
I dettagli tecnici e la tempistica dell'operazione - che avrà un valore complessivo di 850 milioni di euro, di

...  
**Il presidente di Telecom: «Purtroppo lo spagnolo è una delle poche lingue che non parlo»**

cui una metà in denaro liquido e un'altra metà in azioni Telefonica - sono stati definiti con precisione la scorsa notte, nell'intesa raggiunta tra l'operatore spagnolo e i soci italiani, vale a dire Generali, Intesa Sanpaolo, e Mediobanca. L'accordo modificativo del patto parasociale relativo a Telco, che controlla il 22,4% di Telecom Italia e di cui gli spagnoli già possiedono il 46%, si realizzerà in due tempi. In una prima fase la società iberica sottoscriverà un aumento di capitale per 324 milioni di euro complessivi, pari a 1,09 euro per azione, in cambio del quale verranno emesse azioni prive di diritto di voto, poi convertibili in azioni con diritto di voto. In questo modo a Telco saranno garantite le risorse per rimborsare una prima parte dell'indebitamento bancario in scadenza a novembre, mentre i residui 700 milioni saranno interamente finanziati da Mediobanca e Intesa Sanpaolo in parti uguali.

In seguito a questo primo aumento di capitale, Telefonica si ritroverà proprietaria del 66% di Telco, mentre le Generali avranno il 19,32% e Intesa e Mediobanca il 7,34%. Contestualmente, la società spagnola sarà tenuta ad acquistare dai soci italiani, pro-quota, una parte del prestito obbligazionario di Telco fino al 70% del totale, in cambio di azioni proprie a 10,86 euro l'una.

La seconda fase dell'operazione, che partirà dopo aver ottenuto le diverse autorizzazioni richieste, prevede la sottoscrizione da parte di Telefonica di un nuovo aumento di capitale per 117 milioni di euro, sempre senza diritto di voto, convertibile poi in azioni ordinarie con diritto di voto, fino a raggiungere il 70% di Telco. Gli spagnoli potranno poi salire al 100% della holding a partire dal prossimo anno, sborsando un prezzo compreso tra 1,1 euro e il valore di mercato previsto al momento dell'esercizio, ma si tratta di un'opzione soggetta all'autorizzazione delle Autorità del Brasile e dell'Argentina. E in caso di esercizio dell'opzione di acquisto, Telefonica sarà obbligata ad acquistare a valore nominale anche tutte le quote residue del prestito obbligazionario in mano ai soci italiani.

Non appare però scontato il via libera dell'Autorità brasiliana. Tim Brasil è ad oggi l'asset più pregiato del gruppo italiano, l'unico di fatto a garantire potenzialità di crescita. Ma nel paese latino americano Telefonica possiede già Vivo, il primo operatore carioca, e la concentrazione del primo e secondo player del mercato creerebbe evidenti problemi. Verosimile, dunque, un futuro spezzatino di Tim Brasil.

**LE RASSICURAZIONE SPAGNOLE**  
Commentando l'accordo raggiunto per il riassetto della holding, Telefonica ne ha sottolineato i benefici in termini di «stabilità nell'azionariato di Telecom e indipendenza del gruppo», con un riferimento implicito ai paletti fissati in tema di azionariato e di governance. Gli spagnoli, infatti, non potranno salire oltre il 22,4% di Telecom Italia e non potranno acquistare direttamente altre azioni, a meno che «un soggetto terzo acquisti una partecipazione rilevante, del 10% o superiore», nella compagnia italiana. E i soci italiani di Telco si sono riservati l'indicazione del presidente e dell'amministratore delegato di Telecom anche quando Telefonica controllerà la maggioranza della holding. Il gruppo spagnolo ha inoltre assicurato che «continuerà ad astenersi dal partecipare o influenzare le decisioni che incidono sui mercati in cui entrambe le società sono presenti» e si è impegnata ancora a «contribuire allo sviluppo di Telecom Italia nel suo mercato interno».

Ieri, intanto, il titolo della compagnia ha chiuso la seduta di Borsa in rialzo dell'1,69% a 0,6 euro con volumi tripli rispetto alla media dell'ultimo mese, e ha trascinato tutti i titoli dei gruppi italiani coinvolti nella partita: Intesa Sanpaolo è salita dello 0,4%, le Generali dell'1,4% e Mediobanca del 3,6%.

...  
**La società iberica: «Garantite così stabilità nell'azionariato e indipendenza del gruppo»**

## Bisogna fermare un'operazione dannosa e sbagliata

IL COMMENTO

MASSIMO MUCCHETTI

SEGUE DALLA PRIMA

Quella volta, constatata la perplessità del governo, non insistette nei suoi progetti di fusione con Telecom Italia. Questa volta il manager spagnolo ha raggiunto un accordo notte tempo. Verrà a raccontare qualcosa a palazzo Chigi o si farà solo vigilare? Telefonica non porta soldi in Telecom Italia. I debiti ereditati dalla gestione Tronchetti, e ridotti solo in una misura ancora insufficiente dalla gestione Bernabè, restano lì. Telecom può galleggiare fino a quando la stretta di questa cieca regolazione europea non l'avrà soffocata e i morsi degli «over the top» (le varie Google, Amazon e così via) non l'avranno spolpata. La presa del potere da parte di Cesar Alierta, da sempre contrario a un aumento di capitale che ponga rimedio agli errori dei vecchi azionisti, non risolve nessuno dei problemi reali dell'azienda e meno mai fornisce i mezzi per gli investimenti nella banda larga di cui tanto di parla e si sparla. Questo, a un governo che dichiara di voler fare politica industriale e di voler realizzare un'Agenda Digitale, dovrebbe essere ben chiaro. Telefonica non solo non aiuta, ma farà dei danni. La sua presa del

potere in Telecom è subordinata all'autorizzazione a crescere da parte delle autorità Antitrust di Brasile e Argentina. Nei due Paesi, Telefonica ha sue attività in concorrenza con quelle di Telecom. Prima di completare l'operazione appena avviata, Alierta dovrà accordarsi con i regolatori e i governi sudamericani su come e a chi vendere Tim Brasil e Telecom Argentina. Non a caso l'acquisizione delle azioni con diritto di voto in Telco, la holding che controlla Telecom Italia, avverrà dopo questa intesa. Che toglierà a Telecom Italia i mercati del domani. Da cui ricavare risorse anche per noi. Ma l'accordo tra Telefonica e i suoi partner di Telco (Generali, Intesa Sanpaolo e Mediobanca) danneggia anche il mercato finanziario. Alierta promette 1,09 euro per azione ai suoi sodali, il doppio delle quotazioni correnti. Per il 78% dell'azionariato non è previsto nulla. Il passaggio del controllo avviene senza Opa. Non è la prima volta. Era già accaduto quando la lussemburghese Bell (Colaninno, Gnutti, Consorte e gli altri «capitani coraggiosi») vendettero a Pirelli e Benetton e quando poi Pirelli vendette a Telco. Ma questa non è una buona ragione per ripetersi. Se la si lascia passare così, senza nulla tentare, smettiamola poi di criticare il capitalismo di relazione. Che cosa è possibile fare? La Consob dovrebbe dichiarare Telco azionista di controllo di

Telecom. Ne deriverebbero conseguenze interessanti. Ragionando sulla sostanza, l'accertamento del controllo dovrebbe essere ovvio. Basta guardare ai prezzi della transazione Telco. Ma le forme sono importanti. E allora vediamo. Quando Tronchetti conferì le azioni Telecom di Pirelli nella holding Olimpia, progenitrice di Telco, si pose il problema se Olimpia controllasse Telecom, e dunque dovesse consolidarne i conti, o se non la controllasse. Tronchetti, duce di Telecom, disse alla Consob che la «sua» Olimpia non la controllava. E il collegio presieduto da Lamberto Cardia prese tempo. Vediamo se nelle prossime assemblee Olimpia nomina gli amministratori e, insomma, comanda. In quel caso si dichiarerà il controllo con le conseguenze del caso. Da allora né per Olimpia né per Telco è stato fatto il rendiconto delle loro infinite vittorie assembleari. Ma ora la Consob di Giuseppe Vegas può tirare una riga e fare le somme. Telefonica e i suoi partner hanno sottoscritto un nuovo patto di sindacato. Lo devono pubblicare e presentare alla Consob, perché esso coinvolge una società quotata, Telecom Italia. È quella l'occasione per chiarire se Telco ritiene di esercitare il controllo di fatto su Telecom oppure no. E starà alla Consob verificare la congruità del chiarimento. Se, come credo, la Consob dichiarerà il controllo di fatto, Telco

dovrà consolidare Telecom e Telefonica dovrà, probabilmente, consolidare la controllata Telco diventando un *monstrum* con 106 miliardi di debiti. Gli analisti chiederanno, Alierta risponderà. Lo statuto di Telecom Italia ancora assegna al governo italiano una *golden share*. I diritti speciali connessi a quest'azione sono stati ridefiniti nella primavera del 2012 dal governo Monti. Manca il regolamento delle comunicazioni, pur compreso dalla legge. Che cosa aspetta il governo a vararlo? Che i buoi siano scappati dalla stalla? In quel regolamento si dovrà dire quali sono le risorse strategiche delle aziende di telecomunicazioni. La rete in rame? Quella in fibra ottica? I router? I collegamenti internazionali? Lo si precisi e su questo si parli con i «padroni» di Telecom con la dignità del governo di un grande Paese. E si valuti quanto il cambio del controllo azionario possa o non possa incidere. Cambio, lo ripetiamo, che è lungi dall'essere perfezionato. E qui non c'è la *passivity rule* che bloccava le difese di chi era oggetto di un'Opa ostile. L'Opa, appunto. Se Telefonica o chiunque altro vuole Telecom, si accomodasse a fare un'Opa, meglio se per cassa. Ma l'Opa obbligatoria scatta solo quando il nuovo «padrone» superi la soglia del 30%: se la aggiusta nella Telco, che ha il 22,4%, niente Opa obbligatoria. Siccome un po' di tempo c'è, in attesa che gli

antitrust sudamericani liberino telefonica dai suoi vincoli, il governo potrebbe varare un decreto che migliori la legge sull'Opa a favore degli azionisti di minoranza. Come? Aggiungendo alla soglia bruta del 30%, una seconda soglia legata al superamento della partecipazione che dà il controllo di fatto ovvero al cambio di maggioranza all'interno di questa stessa partecipazione. Nel caso di Telecom, con tale miglioria, l'Opa obbligatoria scatterebbe sia se un soggetto o un'alleanza di soggetti superasse il 22% di Telco sia se dentro Telco cambiasse la maggioranza, come l'accordo di ieri lascia presagire. Un'idea macchinosa? Gli ultimi che potrebbero lanciare una simile accusa sarebbero gli spagnoli, perché questa doppia soglia è esattamente la regola in vigore a Madrid. Fatto tutto questo, ricominceremo a parlare della rete e delle questioni regolatorie a questa connessione. Con la calma dovuta, perché c'è una regolazione europea da riformare e una signora Kroes da convertire a non danneggiare l'industria del vecchio continente a favore di quella americana. Ipotizzare scorpori che poi non accadono (come dimostra la tritiera infinita tra Agcom, Bernabè, il fondo F2i e la Cassa depositi e prestiti) per dare via libera a Telefonica - e dare questo via libera a queste scandalose condizioni - sarebbe una fuga dalle proprie responsabilità nazionali.