

Telecom, vigilia di tensione per il consiglio

Antonella Olivieri

Tira aria gelida sul consiglio di amministrazione "straordinario" di Telecom Italia in programma per lunedì pomeriggio. Il presidente Franco Bernabè è rientrato ieri in anticipo dal road-show per la presentazione del bond ibrido, che aveva come ultima tappa gli Stati Uniti. E nel week-end un nutrito staff del gruppo sarà al lavoro per preparare la riunione del board. Sul tavolo non c'è solo il dossier Ti-media/La7 che, come era prevedibile data la materia e l'imminente scadenza elettorale, è diventato anche un tema politico. Ci sarà anche da fare il punto sull'emissione a 60 anni in cantiere e un passaggio sull'impairment test in corso dal quale usciranno ulteriormente svalutati gli avviamenti. Tutti argomenti incandescenti sui quali, non si registra perfetta sintonia di vedute tra il management e i soci di riferimento. Tuttavia, nonostante le voci di ribaltoni cui hanno prestato credito anche i piccoli azionisti Asati, ieri dall'azionariato Telco è arrivata al vertice del gruppo la rassicurazione che non c'è alcun proposito di blitz.

Partiamo dalla tv. Inutile nascondersi dietro un dito: la questione è anche politica, non solo finanziaria. «Non ho capito la fretta di vendere La7 prima delle elezioni», ha dichiarato a Repubblica tv il segretario Pd, Pierluigi Bersani, dando così corpo alle voci che volevano il centro-sinistra "infastidito" per la mossa estemporanea. Mossa che in realtà tanto estemporanea non è. È dall'estate scorsa infatti che Telecom ha sollecitato manifestazioni d'interesse ai potenziali interlocutori. Era chiaro fin dall'inizio che erano scritti sul libro dei sogni i 450 milioni di presunto incasso che il gruppo aveva messo a budget inizialmente. Ma se ne deve essere accorta ben presto anche Mediobanca, la quale ha il mandato a vendere che ora vuole portare a termine. Il rosso nei conti della controllata televisiva si è allargato, piuttosto che riassorbirsi col passare dei mesi. E ora si è arrivati alla fine della procedura con due offerte – l'una, quella di Cairo, per la sola tv; l'altra, quella di Clessidra, per tutto il pacchetto – che forniscono entrambe a Telecom l'occasione di uno stop loss "incentivato", non certo di un guadagno.

Si potrebbe cercare di rimettere in sesto i conti, aspettando tempi migliori per la cessione di un asset che comunque non è core, oppure rinunciarci e chiudere la partita consegnando una dote milionaria a chi si farà carico di tentare la ristrutturazione. L'opzione Clessidra solo apparentemente è meno dispendiosa, perché la proposta del fondo di private equity di Claudio Sposito riguarda anche i multiplex (i canali digitali) di Ti-broadcasting. Negli anni gli investimenti per la digitalizzazione della rete di trasmissione hanno contribuito a gonfiare l'indebitamento di Ti-media (non c'erano solo i costi del palinsesto della tv), ma ora che sono terminati, il frutto da raccogliere è un margine Ebitda pari al 57,5% dei ricavi (a fine 2012), al quale sarebbe un peccato rinunciare, tanto più che in prospettiva le frequenze potrebbero anche tornare utili per il core business della telefonia. C'è poi in predicato un possibile interessamento di Diego Della Valle, che forse potrebbe essere prospettato (non certo in forma vincolante) lunedì: il patron di Tod's potrebbe essere tentato di gettare uno sguardo al dossier La7, anche se già impegnato sul versante dei media con Rcs-Corriere della Sera, che richiederà la sottoscrizione di un aumento di capitale. Intanto, il segretario dell'Fnsi (Federazione nazionale della stampa), Franco Sidi, adombra manovre poco trasparenti per mettere le mani sulla tv.

Sul tavolo c'è anche l'ibrido, una soluzione di rafforzamento patrimoniale spurio, che il management di Telecom ha prospettato per cercare di salvare capra e cavoli: evitare di sollecitare un aumento di capitale che i soci di riferimento non ritengono necessario e salvaguardare al contempo il livello di rating, fino alla scorsa settimana pari a tripla B. Quest'ultimo obiettivo non è stato centrato appieno, perché Moody's ha abbassato il voto a un gradino appena superiore al non investment grade, ma tutte e tre le agenzie, quindi anche S&P e Fitch che hanno confermato per ora il rating, hanno messo sotto osservazione il merito di credito del gruppo con implicazioni negative.

Sarebbe stato meglio andare diretti verso un aumento di capitale, come sollecitano, e non da ieri, i piccoli azionisti dell'Asati? Probabilmente sì, anche perché l'ibrido non viene via a buon mercato: la cedola dovrebbe attestarsi tra il 7,5% e l'8%, fissando la call a cinque anni anziché a dieci (la scadenza alla quale l'emissione può essere richiamata con rimborso al valore nominale). L'importo della prima tranche dovrebbe essere di 500-600 milioni, ma se fossero completati i 3 miliardi di emissione gli oneri finanziari potrebbero erodere più del 2% dell'Ebitda consolidato ipotizzabile per quest'anno.

Un aumento di capitale avrebbe senso per riequilibrare la struttura patrimoniale, considerato che il debito, ereditato in gran parte dalle operazioni fatte per mantenere il controllo in mani italiane, ammonta a 40 miliardi e che il patrimonio è gonfiato dagli intangibles, con 36,7 miliardi di avviamenti che ora potrebbero essere svalutati

di 2-4 miliardi. Ma l'azionariato guarda soprattutto all'Ebitda, e in particolare all'Ebitda domestico, quello con la maggior marginalità, che è calato di 477 milioni nel 2012 scedendo a 8,7 miliardi. Le prospettive, come ammettono anche le stime aziendali, sono di ulteriore flessione. È vero che c'è la crisi, la concorrenza feroce, la pressione regolamentare, ma per batter cassa occorrerebbe poter far leva su un piano che almeno stabilizzi questa voce e che al momento non c'è. A prescindere dal fatto che un azionariato finanziario, come è di fatto Telco, è per definizione a termine e probabilmente non adatto a sostenere piani di investimento a lungo termine. Così anche l'impairment test, il cui esito dipende dalla trasposizione "meccanica" degli input del piano triennale, rischia di essere un ulteriore argomento di attrito tra soci e management. Uno stress contabile continuo (non basterà la falciatura di quest'anno, dopo i 7,3 miliardi di rettifiche del 2011) che non ci sarebbe stato se l'onere del controllo non fosse stato scaricato sulla società operativa, ma anche una fonte di svalutazioni dolorose per la holding di maggioranza relativa, che si sarebbero potute evitare se ci fossero state le condizioni per promettere un più roseo futuro. La "caccia al colpevole" non aiuta comunque il titolo -2,3% ieri a 0,616 euro - con un valore di Borsa del capitale ordinario ridotto pericolosamente a poco più di 8 miliardi.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

[Redazione Online](#) | [Tutti i servizi](#) | [I più cercati](#) | [Pubblicità](#)

P.I. 00777910159 - © Copyright Il Sole 24 Ore - Tutti i diritti riservati

partners **elEconomista**