

COMMENTI & OPINIONI

CONTRARIAN

UN'OMBRA CINESE
SULLE GENERALI

► Crescere anche per non diventare preda dei concorrenti. L'obiettivo delle Assicurazioni Generali, illustrato dal presidente Antoine Bernheim nella recente assemblea, sembra andare nella direzione auspicata dal mercato e dai grandi azionisti che negli ultimi mesi avevano lamentato una dose eccessiva di pigrizia da parte del Leone (ultimo in ordine di tempo il neoconsigliere Francesco Gaetano Caltagirone). Parlando all'assemblea, Bernheim ha indicato la necessità che la capitalizzazione delle Generali aumenti del 20% rispetto agli attuali 45 miliardi di euro. Se così fosse, l'obiettivo minimo per il Leone sarebbe dunque 54 miliardi, vale a dire un bel po' sotto gli oltre 70 miliardi dei due principali concorrenti europei, la tedesca Allianz e la francese Axa, e comunque troppo poco nel caso di takeover ostili provenienti da Oltreoceano o dall'Oriente. Se ciò accadesse, non resteremmo sorpresi: non è un mistero che un colosso del calibro dell'americana Aig abbia da tempo nel mirino la compagnia italiana, tanto che lo scorso autunno il titolo delle Generali era tornato a correre sulle voci di imminente attacco dagli Stati Uniti. Ma a Trieste c'è anche chi guarda con preoccupazione alle future mosse del gigante China Life. Che alludesse forse a questo Bernheim quando, prima di spiegare agli azionisti che l'obiettivo delle Generali è far crescere la capitalizzazione, ha invocato l'aiuto del governo «nel caso malaugurato in cui ci fosse bisogno di difendere l'italianità delle Generali»? Un aiuto che a questo punto sarebbe un gesto di grave scortesia se non arrivasse, considerato l'impegno che il Leone ha messo nella partita per mantenere in mani italiane Telecom Italia. O tempora o mores.

SE IL BONDHOLDER
VUOLE LA POISON PUT

► Il boom dell'M&A sta irritando come non mai i bondholders. Stanchi di subire passivamente l'allargamento degli spread, i grandi investitori in obbligazioni societarie hanno fatto asse a livello internazionale e hanno sparato l'aut aut: o i bond di prossima emissione avranno la clausola *change of control* oppure non verranno più sottoscritti anche quando l'emittente è pienamente investment grade, cioè vanta un merito di credito elevato. D'altra parte, come dare loro torto? Leverage buyout fa rima con aumento del debito della società target e quindi con probabile downgrade del rating. Secondo uno studio di JPMorgan, riportato da Dow Jones Newswire, l'effetto dell'annuncio di un Lbo su una società quotata è l'allargamento degli spread pagati dai bond della società target e l'aumento del costo della protezione dal rischio di insolvenza misurato dagli spread sui credit default swap: un aumento che è in media del 45-50% per i Cds a 5 anni e del 35-40% per quelli a 10 anni. Se poi l'offerta viene lanciata, gli spread si allargano ulteriormente, mentre se l'offerta non arriva gli spread si restringono, ma tornando però indietro del tutto. In genere, quelli a 5 anni diminuiscono solo del 6% e quelli a 10 anni del 3%. Risultato? Perdita secca in conto capitale. Che gli investitori non vogliono più subire. JPMorgan calcola che dal dicembre 2005 sono stati 49 i casi di bond emessi da società investment grade nordamericane dotati di clausola di *change of control* o *poison put*, cioè della clausola che dà diritto all'obbligazionista di farsi ricomprare il titolo alla pari o con un premio, in genere dell'1%. Prima, questo tipo di protezione veniva accordata solo nel caso di emissioni con basso merito di credito, quindi inferiori a BBB-. Ovviamente il trend sta investendo sempre anche l'Europa. Ma potrebbe fare gioco anche agli emittenti, perché, in cambio della clausola anti-Lbo, gli investitori sono disposti a ridurre le loro pretese in termini di rendimento.

La voglia di lusso di Aeroflot e il filotto di Prodi

Alitalia ha beneficiato di un'impennata proprio alla vigilia della pausa borsistica del 1° maggio. Merito della gara in corso? Non pare, visto che è sempre più sbrindellata tra dichiarazioni pittoresche di esponenti del governo e una società che, nonostante qualche miglioramento, continua a bruciare cassa. Secondo quanto emerge in superficie, il nocciolo della questione politica (*the politics* per dirla all'inglese) risiede nelle conversazioni (non tanto riservate) tra il ministro delle Finanze russo, Aleksej Kudrin, e il ministro italiano dell'Economia, Tommaso Padoa-Schioppa. Il primo avrebbe rassicurato il secondo della serietà dell'offerta Aeroflot. Ma ciò non basta a segnare il corso della gara: il gioco è più complesso. Gli è che negli ultimi mesi Romano Prodi ha centrato due colpi che gli hanno per-

mezzo di porre l'imprinting su partite chiave: l'operazione Intesa-Sanpaolo e la conclusione della vicenda Telecom con l'uscita del nemico Marco Tronchetti Provera. Il resto del sinedrio della sinistra lo sa e non intende concedergli il filotto: la cessione di Alitalia ad Air One, considerata, a torto o a ragione, vicina a Prodi. Insomma, gli alleati non gradiscono che egli si rafforzi tanto da renderne impossibile l'eventuale sfratto da Palazzo Chigi. A questi aspetti politici, si aggiunge il versante *economics*. L'offerta Aeroflot si basa su un piano industriale serio: i russi vogliono trasformare Alitalia nella quinta A di un sistema Italia basato su Abbigliamento, Arredamento, Arte e Alimentazione. Non è un piano supersegreto: ne scrive la rivista internazionale del lusso *The Monocle* e ne parla il pianista Denis Matsuev (idolo degli specialisti di

Rachmaninov). Alitalia diventerebbe la costola di superlusso di una grande compagnia mondiale, una Bentley del trasporto aereo. Solo prima classe, poltrone comodissime, tv al plasma, telefoni satellitari, menù Vissani, uniformi griffate Valentino. Aeroflot è interessata al superlusso perché non è più l'avioleone proletaria dove ci si ammassava come sardine, agli ordini di hostess improponibili e accanto passeggeri con galline nelle ceste. Ha affrontato una dura ristrutturazione, riorganizzata le tratte, si è dotata di una flotta di 88 jet (52 Tupolev e Ilyushin, 25 Airbus e il resto suddiviso tra Boeing e MD) e ha appena ordinato 22 Airbus. Con i conti in ordine è pronta a entrare nel mercato del lusso mondiale. E, per tornare a *the politics*, a una parte della maggioranza (che non ama Prodi) ciò calza a pennello.

La lezione magistrale del senior Alierta

DI MARCO COLACICCO (*)

L'ingresso di Telefonica in Telecom Italia, attraverso la newco Telco, è stato apparentemente contrassegnato da un doppio premio, rispetto sia ai prezzi di Borsa sia a quanto pagato dagli azionisti italiani; tutto ciò a fronte della sottoscrizione di una quota di minoranza di Telco stessa e a presunti forti limiti di corporate governance nella Newco e ancor più su Telecom Italia. Se questa è la prima, superficiale lettura dell'accordo che ha visto il passaggio di controllo di Olimpia, la realtà dei fatti si presta a un'interpretazione completamente opposta, che nasconde una magistrale operazione strategica, finanziaria e giuridica da parte dell'operatore iberico. Quella stessa Telefonica che, in un contesto di settore destinato a inevitabili concentrazioni, aveva sostenuto appena un anno fa un esborso di quasi 18 miliardi di sterline per assumere il controllo dell'operatore mobile inglese O2, con un impegno di 2,3 miliardi di euro oggi si è assicurata il 42,3% del veicolo che controlla Telecom Italia. Con quali conseguenze?

Mentre si continua a parlare delle nefaste conseguenze sui mercati finanziari delle scatole cinesi, Telefonica ha saputo insinuarsi nelle maglie di una legge che, una volta di più, ha evidenziato i suoi limiti per quella che è una riedizione, rividuta e corretta, delle operazioni precedenti. Infatti, per la quarta volta il controllo relativo di Telecom Italia passa di mano ignorando il mercato e il debole e leveraggiato veicolo Olimpia, che alla fine ha evidenziato tutti i suoi limiti, non solo non scompare ma viene inglobato in un nuovo veicolo (Telco) che, in attesa di trovare nuovi investitori, aggiunge un ulteriore debito di 900 milioni sotto forma di finanziamento ponte. Quale altra opportunità, per di più sinergica, Telefonica poteva trovare per il mondo, con un investimento di 2,3 miliardi?

Resta poi da chiedersi quali siano le opportunità economiche, strategiche e giuridiche che motivano l'operazione. Dal punto di vista del ritorno economico, l'investimento di 2,3 miliardi di euro è ben poca cosa se fosse confermata la cifra, di cui si è da sempre parlato senza conferme ufficiali né evidenza documentale, di 2 miliardi di euro di sinergie complessive tra i due operatori (di cui poco oltre la metà a favore di Telefonica). Se così stessero le cose gli iberici avrebbero comunque conseguito, con un investimento limitato, una rilevante e immediata creazione di valore.

Una sinergia economica annua di 1 miliardo a livello di ebitda, se confermata significherebbe un maggior valore lordo di circa 7 mi-

liardi: sottraendo i 2,3 miliardi investiti, il valore di Telefonica sarebbe da subito accresciuto di quasi 5 miliardi. Potenza delle scatole cinesi che, con investimenti limitati, permettono di mettere le mani su tutto, con evidenti opportunità per chi ha la possibilità di sviluppare sinergie industriali. Tutto questo senza considerare le opportunità che si aprono in Brasile, derivanti dalle inevitabili convergenze che emergeranno tra Vivo, partecipata al 50% da Telefonica, e Tim Brasil, che è sicuramente uno degli obiettivi dell'operazione spagnola.

Gli aspetti giuridici dell'operazione, in parte ancora oscuri, si prestano a un'interpretazione più articolata rispetto a quella di chi ha visto una struttura finalizzata a garantire l'«italianità» di Telecom, con gli spagnoli a fare in un certo senso da meri «portatori d'acqua». La chiave è nel contenuto del diritto di prelazione, pur subordinato e postergato, riconosciuto a Telefonica.

Chiunque voglia impossessarsi a termine di un'azienda, ma sia saggiamente portato dalle circostanze a non avere fretta, non deve fare altro che incominciare a mettersi un piede dentro, con una quota azionaria anche di minoranza, tutelandosi tuttavia con un diritto di prelazione che gli permetta di aspettare il momento più opportuno per acquisire senza ostacoli il controllo. Dunque, in attesa di conoscere nei dettagli i meccanismi giuridici che regolano i futuri trasferimenti di azioni tra soci, la clamorosa «blindatura» di Telecom a un nocciolo di operatori finanziari italiani (per definizione non strategici nel lungo termine) può al contrario nascondere la strada spianata per una futura cessione (a medio o a lungo termine) a Telefonica, che deve solo avere la pazienza del saggio che aspetta sul bordo del fiume, con la consapevolezza di aver sin da subito già sottratto la preda agli appetiti della concorrenza.

Se è vero che l'assegnazione a soli soci italiani delle azioni che assicurano il controllo di Telco, e il diritto di prelazione pro-quota a favore degli stessi in caso di vendita (escludendo Telefonica) assicura nel breve termine una blindatura a favore del nocciolo tricolore, è determinante osservare come sia necessario che almeno uno dei soci italiani sia disponibile, nel medio e lungo termine, ad assorbire di volta in volta le azioni messe in vendita dagli altri, assumendo il ruolo di azionista stabile.

È uno scenario difficilmente sostenibile nel tempo, che sembra aprire le porte al diritto di

prelazione, subordinato e postergato, comunque riservato a Telefonica. Anche l'esclusione del diritto di prelazione a favore di Telefonica sulle azioni della cordata italiana nel contesto dell'annunciato aumento di capitale di Telco, con il conseguente possibile congelamento dell'aumento stesso sino alla totale sottoscrizione, sarebbe a sua volta priva di qualunque portata effettiva se anche ai nuovi potenziali soci (ipoteticamente italiani e industriali) non fosse garantito un pieno diritto di prelazione, lasciando gli spagnoli con un diritto subordinato e postergato. In questa luce tuttavia deve essere attentamente vagliata la clausola che consente a Telefonica di far mancare il proprio gradimento a nuovi soci a fronte della dimostrazione di un ragionevole danno; se è fuor di dubbio il suo esercizio nei confronti di un qualunque competitor, vi è da chiedersi quali saranno le conseguenze rispetto al materializzarsi di un qualunque operatore industriale italiano. Ancora una volta, solo il completo disclosure delle patuizioni contrattuali sul punto potrà chiarire la situazione.

In questo scenario è però chiaro come Telecom Italia sia ormai fuori dai giochi, congelata, nell'immediato, da questa soluzione mista finanziaria-industriale che appare di transizione e proiettata, in prospettiva, tra le braccia di Telefonica. Questi ha realizzato, dal punto di vista strategico, un vero e proprio scacco matto sul tavolo delle telecomunicazioni; se prendiamo in considerazione anche questa prospettiva industriale globale, in aggiunta al ritorno economico dell'operazione e alla presa a termine su Telecom Italia esaminate in precedenza,

l'investimento realizzato appare un chip quasi irrilevante. Insomma, Telefonica in un colpo solo ha tolto il più efficiente operatore europeo dalle braccia potenziali di France Télécom, Deutsche Telekom e At&T, ha posto le basi per respingere la crescente minaccia di America Movil in America Latina (scongiurandone per di più la presa di Tim Brasil) e, da ultimo, può porre sul piatto questi asset in un futuro, ulteriore processo di concentrazione a livello globale. Resta da capire quali diritti in termini di prelazione, anche e soprattutto nei confronti di Telefonica, saranno garantiti ai nuovi soci che sottoscriveranno l'aumento di capitale di Telco: l'assenza di prelazione, un diritto pro-quota con gli spagnoli o la postergazione di questi ultimi, come già ora previsto nei confronti della cordata finanziaria italiana, aprono scenari completamente diversi (anche per l'appetibilità dell'investimento da parte di un eventuale operatore industriale italiano).

(*) Studio Colacicco

SCALATA
A TAPPE
DA 2,3 MLDLO SCACCO
MATTO SUL
TAVOLO TLC