

CONTRARIAN

LA LEGGENDA DI GNUTTI
E I RITARDI DI PALLADIO

► A Brescia circola una leggenda che se solo in parte rispondesse al vero, costringerebbe i cronisti finanziari a rivedere le loro convinzioni sugli episodi più recenti che hanno agitato la finanza milanese. Eccola. Infastidito dalle numerose illazioni sull'epilogo delle trattative per la cessione del controllo di Fingruppo-Hopa, di fronte all'ennesima questua di rivelazioni Emilio Gnutti avrebbe sbottato: «Basta con le stupidaggini, volete che con i guai che ho mi metto contro anche Bazoli? E' ovvio che se ho ceduto a Palladio è perché qualcuno me l'ha chiesto. E chi c'è, in questo paese, che conta quanto Bazoli? Mediobanca, ovvio». Insomma, a ispirare il blitz verso la finanziaria del Nord-Est, in diretto contrasto con l'offerta di Mittel, non sarebbe stato il desiderio di chiudere una



Emilio Gnutti

partita aperta da troppo tempo, bensì i piani alti di piazzetta Cuccia. Vero? Falso? Impossibile chiedere conferma all'interessato: al telefono non si fa trovare. E' però indubbio che l'idea è alquanto suggestiva e, tutto sommato, nemmeno tanto inverosimile. Al di là della prontezza di riflessi dimostrata da Roberto Meneguzzo e Giorgio Drago - i due manager che grazie anche all'appoggio di Veneto Banca e del suo dinamico direttore Vincenzo Consoli, hanno dato un impulso formidabile alla crescita di Palladio - è però difficile credere che abbiano agito senza una rete di consensi adeguata. E poiché la mano di Mediobanca si intravede in molte delle combinazioni finanziarie realizzate sia da Palladio che da Veneto Banca, vien quasi naturale pensare che prima del gran salto Meneguzzo e Drago si siano consultati con piazzetta Cuccia. Del resto, se a distanza di quasi tre settimane dall'annuncio quasi nulla si conosce dei termini dell'offerta veneta, delle due l'una: o si tratta di un clamoroso bluff, del quale però non si comprenderebbe la ratio, oppure chi ha avanzato la proposta sa che, per i particolari, può prendersi tutto il tempo che vuole. Tanto, a parte l'irritazione manifestata anche ieri da Marco Morelli, incidentalmente presidente di Hopa, chi volete che protesti?

I PICCOLI SOCI DI MAFFEI
RESTANO ALLA FINESTRA

► Quando mancano non più di quattro giorni alla consegna da parte dei soci minori, solo 1 milione di azioni Maffei sono pervenute all'opa lanciata dal gruppo novarese Minerali, che fa capo alle famiglie Bozzola e Ramon, che già ha rilevato la quota di maggioranza (50,29%) posseduta dalla Iris ceramica di Romano Minozzi. La quota conferita finora non va oltre il 6,6% dei titoli oggetto dell'offerta, che sono poco meno di metà del totale in circolazione. In altre parole, finora gli offerenti hanno raccolto solo il 3,5% circa. Può essere, naturalmente, che si tratti soltanto del consueto ritardo con cui arrivano le adesioni alle opa. E del resto il prezzo proposto dal gruppo novarese è di 3,016 euro per azione, ben superiore alla media dei 2 euro che il titolo ha mantenuto per quasi tutto l'anno scorso. Ma i soci probabilmente hanno fatto due più due: da un lato la società presenta una posizione finanziaria positiva per 53 milioni; dall'altro, nel prospetto dell'opa è stata preannunciata, sia pure senza dare molto risalto alla cosa, che potrebbe essere decisa la distribuzione straordinaria di una parte di quelle pingui riserve. Maggiori dettagli sull'argomento non sono giunti. Ma a molti dei piccoli soci è bastato per capire che, aderendo, potrebbero perdersi un bel dividendo supplementare.

Il controllo di Telecom non è ancora perduto

Le diverse ipotesi sul futuro della proprietà di Telecom Italia devono essere coerentemente interpretate alla luce delle previsioni dell'Accordo di co-investimento e del Patto parasociale sottoscritti dalla cordata Telco. La lettura dei due documenti, oltre a dare risposta a una serie di interrogativi in merito ai reali rapporti di forza tra investitori italiani e Telefonica sembra delineare uno scenario potenzialmente ancora aperto, una sorta di partita a scacchi da giocarsi su quattro temi: il diritto di prelazione, la possibile scissione di Telco, gli acquisti di azioni Telecom al di fuori di Telco e l'eventuale opa su Telecom stessa.

Il valore della prelazione. È noto come il diritto di prelazione sia uno strumento formidabile che permette a chi vuole realizzare una scalata a termine di cominciare a mettere un piede dentro alla società-target, per poi accrescere gradualmente la propria posizione. Il ruolo di socio di maggioranza relativa di Telefonica e il carattere eminentemente finanziario degli investitori italiani rappresentano, in linea di principio, la base ideale per una scalata a tappe da parte dell'operatore iberoico. La suddivisione del capitale di Telco tra azioni di categoria A (riservate in prima battuta agli investitori italiani) e di categoria B (destinate a Telefonica), ma soprattutto la regolamentazione degli aumenti di capitale e dei trasferimenti di azioni Telco, documentano la presenza di una chiara finestra di opportunità per gli imprenditori italiani eventualmente disposti a investire non meno di 100 milioni, con un futuro progetto industriale di presa del controllo mediante l'esercizio progressivo della prelazione e del diritto di accrescimento. Vediamo perché.

L'ingresso in Telco. Il Patto offre due opportunità per mettere un piede dentro Telco, con adeguati diritti, in maniera da essere in futuro in grado, potendolo e volendolo, di sbarrare a Telefonica la strada del controllo. La prima opportunità, che richiede una valutazione immediata, è rappresentata dall'aumento di capitale di Telco per circa 900 milioni riservato a primari investitori italiani individuati da In-

tesa Sanpaolo, in accordo con gli altri soci italiani, sottoposti all'accettazione di Telefonica (che non potrà operare irragionevoli discriminazioni di fronte a investitori non operanti nelle Itc). Investendo in prima battuta non meno di 100 milioni, il nuovo socio assumerà diritti ed obblighi previsti dal Patto. Tra questi sono di particolare rilievo sia il diritto di prelazione in caso di aumento di capitale sia, soprattutto, il diritto di prelazione e di accrescimento in caso di trasferimento delle azioni di classe A, scavalcando di fatto Telefonica che è postergata. Emerge quindi un decisivo fenomeno di potenziale mobilità all'interno dei soci di maggioranza, in base al quale gli investitori finanziari potrebbero essere progressivamente sostituiti nel tempo da più stabili investitori industriali senza che Telefonica possa nel contempo accrescere il proprio peso. Il secondo scenario, sicuramente di contenuto più forte, disegna un ingresso non immediato ma differito, al momento di un eventuale futuro trasferimento di azioni di classe A da parte dei soci italiani. In questo caso, oltre al diritto di prelazione e di accrescimento, viene previsto che eventuali azioni residue non collocate possano essere sostanzialmente offerte ad altri «Investitori italiani qualificati», purché diversi da operatori telefonici ed accettati per iscritto da Telefonica. Le azioni di classe A rappresentano dunque una sorta di «veicolo nel veicolo» contrassegnato da una forte mobilità a favore di investitori italiani, che verrebbero dotati di diritti di prelazione ed accrescimento, e da una rilevante rigidità alla crescita di peso da parte di Telefonica.

Scissione e acquisti di Telecom. È ragionevole prevedere che Telco accresca gradualmente la sua quota di partecipazione in Telecom sino a raggiungere la soglia di opa (30%); i singoli azionisti di Telco, così come risultante dopo l'aumento di capitale riservato ai primari investitori italiani, hanno altresì facilità di acquisire azioni ordinarie di Telecom in proporzione alla quota di partecipazione in Telco purché, congiuntamente, non superino la soglia di opa. Ciò premesso, è necessario evidenziare come i meccanismi di governance di

Telco, apparentemente sbilanciati a favore della componente italiana, sono destinati a venire potenzialmente meno in presenza di fattispecie che diano diritto alla scissione di Telco: situazioni di stallo, alleanze strategiche di Telecom con operatori diversi da Telefonica, dismissione di cespiti esteri di valore superiore a 4 miliardi e, soprattutto, la scadenza del Patto nell'aprile 2010.

Ecco che in tali casi tutto torna in discussione, facendo emergere una governance comunque debole. Una scissione significherebbe che Telefonica controllerebbe direttamente il 10% di Telecom; in caso di crescita da parte di Telco fino alla soglia di opa, essa non potrebbe comunque mai essere superiore al 12,69%. La scissione è dunque una potenziale arma a doppio taglio per tutti: per Telefonica, che ne risulterebbe indebolita; per i soci italiani che vedrebbero perdere di stabilità il controllo di Telecom. È qui opportuno osservare come, a differenza della precedente operazione Olimpia-Hopa, la scissione di Telco lasci liberi i singoli soci, che perderebbero quindi ogni sorta di diritto sulle azioni altrui. In previsione dei rischi potenziali insiti in questo scenario è sicuramente da monitorare il futuro acquisto di azioni Telecom da parte di mani amiche, destinato a rafforzare la presa, degli uni o degli altri, in ipotesi di futura scissione.

In caso di opa. Un ultimo scenario in grado di riaprire i giochi è rappresentato da una potenziale opa su Telecom; in questo caso vi è subito da rilevare come il raggruppamento delle azioni in un veicolo quale Telco, piuttosto che la sottoscrizione di un semplice patto parasociale, determina un rilevante disincentivo ad operazioni ostili da parte di terzi. Di più. Nel caso in cui l'assemblea di Telco decida di aderire a eventuali opa su Telecom, i soci dissenzienti beneficiano del diritto di riscatto. Ciò determina un sicuro punto a favore di Telefonica, nell'ipotesi che desideri contrastare operazioni ostili di concorrenti, che avrà da subito indisponibile una quota compresa tra il 23,6 e il 29,9% (nell'ipotesi che Telco arrotondi la presa fino alla soglia di opa).

Marco Colacicco

Ma Telefonica è già un campione europeo

Per avere una visione più completa dell'affare Telco-Telecom, occorre anche chiedersi (è il compito della Consob) quanto siano pregnanti le clausole del Patto come quella relativa alla maggioranza qualificata per le delibere sulle strategie future di Telecom. Nel medio e lungo periodo, gli interrogativi di fondo riguardano se l'alleanza Telefonica-Telecom (in cui la prima pare avere se non lo scettro del principe almeno il posto del conducente) può diventare uno dei quei «campioni europei» vagheggiati due anni fa nel Rapporto Beffa (dal nome di Jacques Beffa, industriale francese di rango) non solo come risposta alle multinazionali americane ma come fulcro di una politica industriale europea tesa all'innovazione tecnologica. Occorre anche domandarsi come mai tale campione viene da quella Spagna che un quarto di secolo fa è stata accettata a fatica nell'Unione europea dove le è stato dato, per una decina d'anni, il ruolo di socio junior in attesa di avere pari dignità con i Padri Fondatori. E se, infine, essendo alle prese con un campione europeo abbia ancora senso il dibattito sulla rete fissa e sulle competenze dell'Authority nazionale. Delle tre domande, la più difficile a cui dare una risposta esauriente è la prima. Guidata da Cesar Allerta, Telefonica è diven-

tata una multinazionale sui generis: insieme a Vodafone, è nel mondo delle Itc fisse una delle rare società che fattura più all'estero che in Patria con una presenza fortissima in America Latina. Inoltre ha uno stock di debito abbastanza contenuto. Con l'operazione Telecom, sopravanza in fatturato e capitalizzazione consolidata gli altri due giganti europei del settore di estrazione pubblica: France télécom e Deutsche Telekom. I programmi e le strategie di Telefonica restano abbastanza riservati. Ma anche se non si dispongono di elementi certi per dire se dietro l'operazione ci sia più che il desiderio di entrare in un mercato interessante come l'Italia, si può affermare che ora Madrid ha una *call option* per bloccare operazioni ostili su sussidiarie extra-europee. Tale *call option*, se esercitata, è anche la base per diventare quel «campione europeo» invocato da Beffa.

La Spagna si è preparata con cura alla competizione mettendo l'accento (come sottolineato) l'economista americano Charles Kindleberger) sul capitale umano, in primo luogo l'istruzione. Pochi sanno, o ricordano, che nel 1970 (in epoca ancora franchista ma con una classe dirigente che già guardava all'integrazione europea) la Spagna intraprese una radicale riforma del proprio sistema di istruzione (con il supporto tecnico dell'Unesco e finanziario

della Banca Mondiale). Il frutto più noto fu l'istituzione del Politecnico di Barcellona, oggi riconosciuto, a livello mondiale, come una delle migliori istituzioni di ingegneria e management. Il sottostante del Politecnico era una profonda riforma della scuola e dell'università. Mentre l'altro maggior paese mediterraneo dell'Ue (l'Italia) restava ancorato alla Riforma Gentile degli Anni Venti, la Spagna chiamava i migliori cervelli mondiali in tema di istruzione e formazione. Sono settori in cui la fase di gestazione è lunga, almeno due generazioni. Oggi se ne vedono i frutti: mentre l'Italia si deindustrializza, la Spagna ha la capacità di dare vita a un «campione europeo» nell'alta tecnologia. Di fronte a ciò, le disquisizioni giuridiche sulla rete riguardano in che modo normare il passato o guardare all'avvenire. Lo mostra a tutto tondo Antoine Martin della Fed di New York in un saggio che apparirà sul prossimo numero della *Review of Economic Dynamics* (ma che si può richiedere all'autore: antoine.martin@ny.frb.org) e che i giuristi delle Authority dovrebbero leggere con cura: ciò che conta è la struttura di governance tale da assicurare, a livello europeo e non unicamente italiano, un livello adeguato di investimenti perché la rete (europea) divenga efficiente.

Giuseppe Pennisi