

IDEE E VALORE Fastweb, Enel e Telecom sono gli ultimi casi in cui la finanza irrompe nella telefonia, con tre operazioni straordinarie per creare quel valore che la sola logica industriale non assicura. Ecco perché

Quelle linee con tanta carta

di Marco Colacicco

Tre operazioni di finanza straordinaria nel settore della telefonia, finalizzate o in corso di finalizzazione, con tre diverse motivazioni e valenze industriali, ma con un unico fil rouge: in tutti e tre i casi la finanza ha avuto un ruolo decisivo nella creazione di valore.

Fastweb (e i suoi soci di controllo) si sono di nuovo appoggiati al mercato e al sistema creditizio nell'ambito di un ambizioso progetto industriale, in parte già felicemente compiuto, di creazione dal nulla di un'azienda di successo.

Enel medita l'uscita dalla telefonia realizzando una creazione di valore finanziaria (riduce l'indebitamento e dismette un'attività prezzata meglio dei propri multipli di mercato), concentrandosi sul suo core-business.

Telecom integra infine Tim, mediante una duplice operazione di opafusione, in cui i contenuti finanziari fanno premio su quelli industriali, andando inoltre incontro alle esigenze di Olimpia. In tutti e tre i casi coesiste dunque un comune denominatore: la creazione di valore si è avvalsa in maniera determinante degli aspetti finanziari dell'operazione.

I due volti di Fastweb. Fastweb è stata sicuramente il caso di maggior successo tra le start up della new economy; a essa può solo parzialmente tenere testa la stella un po' offuscata di Tiscali. Un fatturato 2004 di 719 milioni di euro e, soprattutto, un margine operativo lordo positivo per 219 milioni testimoniano come quest'azienda, creata dal nulla solo cinque anni fa, sia ormai una realtà.

Al successo industriale del progetto si contrappongono le due vicende finanziarie, oggi completamente opposte, di chi questa azienda ha creato e del mercato che l'ha copiosamente finanziata. Prima dell'aumento di capitale da 800 milioni di euro recentemente concluso, e su cui si tornerà in seguito, l'apporto iniziale di 20 milioni dei fondatori (prevalentemente Silvio Scaglia e la famiglia Micheli) era stato integrato da ben 1,6 miliardi versati dal mercato in sede di quotazione, in cambio del 22% circa, nonché da fi-

nanziamenti bancari per quasi 900 milioni.

Follie della new economy che da un lato hanno permesso all'azienda di crescere e svilupparsi con successo, con conferma quasi puntuale degli obiettivi, ma che hanno nel contempo creato due opposte situazioni tra i portatori di capitale: un'immensa creazione di valore per i soci di controllo e perdite del 70% del capitale circa per chi ha sottoscritto i titoli in sede di ipo e li ha conservati sino a oggi.

Ante aumento di capitale Fastweb era per di più un'azienda ancora cara, se vista in chiave statica, quotando a un enterprise value (capitalizzazione più debiti) di circa 4,2 volte il fatturato e 13,5 volte il margine operativo lordo (ebitda); naturalmente il mercato si aspetta (e adeguatamente prezza) un ulteriore sviluppo. Sviluppo e crescita che l'azienda ha puntualmente confermato nel lanciare l'aumento di capitale da 800 milioni e nel presentare un nuovo piano tutto al rialzo, con previsioni di crescita degli utenti dai poco meno di 500 mila del 2004 ai 700 mila del 2005, fino ad arrivare a 1,6 milioni nel 2006, un fatturato in sviluppo a 970 milioni nel 2005 si-

no a raggiungere quota 2,4 miliardi di euro nel 2010 e un ebitda con un peso sempre crescente sul fatturato, dal 31% del 2004 al 50% del 2010, quando dovrebbe raggiungere 1,2 miliardi di euro. Numeri e traguardi ambiziosi, che comportano un rilancio degli investimenti (cresciuti da 2,3 a 2,8 miliardi nel periodo di piano), ma anche una rivisitazione al rialzo di circa il 20% degli obiet-

LA SFIDA DI FASTWEB È RESITUIRE PARTE DEL VALORE RICEVUTO



tivi di fatturato e margine operativo lordo.

Per raggiungere questi nuovi target, Fastweb si è dotata oltre che di 800 milioni a titolo di capitale, che hanno quasi azzerato l'indebitamento corrente, di una nuova linea di finanziamento da 950 milioni concessa da un pool di cinque banche (Abn, Bnp, Interbanca, Rbs e Ubm) a condizioni più vantaggiose di quelle gravanti sul debito precedente. Se Fastweb ce la farà a raggiungere i target, sicuramente il nuovo ricorso al mercato avrà questa volta un ritorno per chi ci ha creduto; ma gli obiettivi, dalla crescita degli utenti al fatturato, sino all'incidenza della marginalità operativa sui ricavi, sono ambiziosi e soprattutto a medio termine. Questa volta all'aumento di capitale ha partecipato in maniera sostanziosa anche il gruppo di controllo, che ha sottoscritto dai 100 milioni di Scaglia (che si è diluito dal 30 al 25%

ma ha dato prova di crederci, facendo ricorso al credito con parziale pegno sulle sue azioni) agli 80 milioni di Carlo Micheli (che ha mantenuto inalterata la sua quota del 9,9%). In tutto 180 milioni di euro, su un totale di 800, per mantenere una quota di controllo relativa del 35%, sono sicuramente un investimento e una diluizione accettabile per un gruppo di controllo che ha avuto il merito di costruire dal nulla un sogno e un progetto industriale di successo ma che, anche grazie all'indiscussa abilità finanziaria di Francesco Micheli, ha saputo farsi dare una mano determinante dal mercato per raggiungere questo obiettivo. Ora la sfida è di restituire al mercato stesso almeno parte di tale valore; solo in quel momento alla creazione di valore industriale si affiancherà anche quella finanziaria, per tutti.

Enel e il lungo addio a Wind.

Anche Wind deriva da una sostanziale start-up della telefonia, anzi dalla combinazione di una società del mobile (Wind, uno dei rari casi di terzo operatore che ha raggiunto dopo pochi anni una marginalità positiva) che ne ha assorbito una delle tlc fisse.

Come nel caso precedente, l'avviamento sinora ha generato rilevanti perdite che tuttavia, al contrario di Fastweb, sono state interamente assorbite dai soci fondatori. France télécom e Deutsche

telekom hanno da tempo abbandonato la partita (anche se c'è chi dice che stiano guardando con attenzione alle due offerte attualmente in corso) subendo ingenti minusvalenze. Enel, che invece ha resistito e anzi rilanciato con l'acquisto delle quote degli altri soci, ora ha deciso che è venuto il momento di valorizzare la partecipazione.

L'operazione, dopo la rivalutazione avuta da Enel nell'ultimo periodo, ha oggi una valenza più finanziaria che economica, ma ciò non significa che non sia produttiva di valore. Vediamo perché.

Ragionando staticamente, e quindi sui soli dati consuntivi del 2004, Enel quota a un multiplo dell'enterprise value pari a circa 6,5, più alto rispetto a un recente passato ma ancora inferiore rispetto ai competitor europei. La cessione di Wind, ipotizzando una conclusione dell'operazione intorno ai 12 miliardi di euro (in linea

con le offerte pervenute e i valori di cui si parla, ma inferiore ai 13 miliardi che rappresentava-

vano il desiderata iniziale di Enel), avrebbe luogo a un multiplo dell'enterprise value del settore telefonico di circa 7,7.

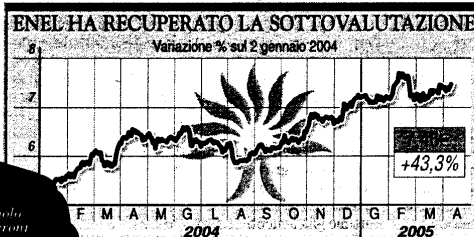
Se consideriamo il peso di Wind sull'intera Enel ne definirebbe, sempre in chiave statica, una diluizione del multiplo a cui tratta in borsa da 6,5 a circa 6,3.

Allargando l'analisi a un orizzonte dinamico, che tiene conto congiuntamente del previsto rallentamento del margine operativo lordo nel core business e di nuove progressive crescita (seppure a tassi inferiori di quelli passati) dell'ebitda nella telefonia, emerge come l'operazione non dovrebbe oggi generare un sostanziale valore economico. Dov'è allora per Enel il beneficio della cessione di Wind?

La risposta si ottiene volgendo l'attenzione agli aspetti finanziari dell'operazione, che produrrebbe una serie di benefici così riassumibili:

- 1) deconsolidamento del debito finanziario che grava su Wind, pari a circa 7 miliardi di euro;
- 2) incasso del prezzo di cessione, con modalità e tempi tuttora variabili nelle diverse offerte pervenute (sarà importante capire quale sarà la quota che rimarrà in mano a Enel dopo la cessione, quali le tempistiche e le garanzie per l'uscita definitiva, quali, infine, le vendor loans richieste al cedente);
- 3) probabile miglioramento del-

ENEL DEVE VALORIZZARE NEL CORE BUSINESS L'INCASSO DELLA VENDITA DI WIND



rating, che potrebbe crescere sino a una doppia A;

4) possibilità di distribuire l'ennesimo dividendo straordinario (operazione che avrebbe una motivazione finanziaria, grazie alla forte riduzione del debito, piuttosto che patrimoniale, visto che l'operazione non dovrebbe comportare la realizzazione di plusvalenze e la distribuzione di un dividendo verrebbe garantita attingendo alle riserve).

Ancora una volta, se ci si limita a una analisi in chiave statica, anche gli aspetti finanziari dell'operazione Wind non generano di per sé per Enel un rilevante valore. Il miglioramento del rating potrebbe generare sicuramente la possibilità di rifinanziamento a tassi migliori, ma già oggi Enel gode di una buona posizione da questo punto di vista. L'eventuale dividendo straordinario non rappresenterebbe che una parziale retrocessione agli azionisti di un volere già insito, e adeguatamente valorizzato, nei conti della società.

Ecco che dunque, ancora una volta, la scommessa è sul futuro. Il deconsolidamento del debito di Wind e l'incasso del prezzo di cessione diverranno un'occasione di crescita di valore se il management saprà piuttosto impiegare le risorse incassate per crescere nel core business, a prezzi e multipli inferiori rispetto a quelli generati dall'uscita dalla telefonia. Diversamente, se Wind rappresenterà solo l'ultima e conclusiva tappa dell'opera di valorizzazione e di missione progressiva (in buona parte imposta anche dalla normativa) dei numerosi asset di Enel, che sono state di volta in volta accompagnate da crescite di valore del titolo e dividendi straordinari, ecco che le prospettive di Enel potrebbero limitarsi, sulla scia delle valutazioni economiche rilevate in precedenza.

L'arbitraggio Telecom-Tim. La riorganizzazione societaria del gruppo Telecom, con o a successiva fusione di Tim, ha rappresentato forse il più grande arbitraggio finanziario della storia della finanza italiana.

Come d'altronde è espressamente riconosciuto nel prospetto informativo relativo alla fusione di Tim in Telecom, l'opa ha inteso favorire l'ottimizzazione della struttura del capitale di Telecom, creando un indebitamento addizionale il cui costo (in termini di oneri finanziari netti dopo le imposte) è inferiore rispetto al costo del capitale gravante sui dividendi di spettanza delle minoranze che vengono meno.

L'acquisto nel luglio 2001 a forte premio del pacchetto di maggioranza relativa di Telecom attraverso Olympia, ha rappresentato (e tuttora rappresenta) un grave handicap per i soci, che il brillante andamento industriale (ul-

teriormente ottimizzato dalle efficienze realizzate in questi anni) non è da solo in grado di annullare, se non in un lunghissimo numero di anni. Da qui l'esigenza di ripetute operazioni di finanza straordinaria, dove realmente la definizione ben fotografata lo stato delle cose: la finanza come mezzo decisivo per creare (o, come in questo caso, recuperare) valore. L'opa e la fu-

I MARGINI DI TELECOM SONO GIÀ ELEVATI E SAPERLI MIGLIORARE SARÀ DIFFICILE



confronto tra i minori dividendi Tim da pagare al mercato (circa 750 milioni) e il costo in termini di oneri finanziari al netto del beneficio fiscale derivante dalla deducibilità ai fini Ires degli stessi, dovrebbe generare un beneficio non inferiore a 250 milioni; tale vantaggio potrebbe anche essere significativamente superiore in base alle condizioni effettivamente spuntate da Telecom in

termini di tasso e struttura del debito (fisso/variabile), tenendo conto della tendenza al rialzo dei tassi stessi nel futuro. Un beneficio finanziario e un'ottimizzazione della struttura del capitale non irrilevanti quindi per Telecom, cui dovrebbero aggiungersi le sinergie di carattere industriale che l'operazione potrà generare. Qui le stime sono sicuramente più ardue e sarà opportuno verificarle col nuovo piano industriale di Telecom, che verrà comunicato la settimana prossima. Le attese del mercato sono di circa 1,5 miliardi di euro, spalmati su tre anni.

La leva finanziaria di Telecom si è così accresciuta fortemente, sino a toccare ragionevolmente post fusione i 44 miliardi di euro, ma questa cifra, seppure da brividi in sé, è sicuramente ragionevole sia se vista in termini dinamici sia in

Se rapportato all'ebitda, emerge un rapporto debito/margine operativo lordo ben inferiore a tre volte, e tendente probabilmente già entro l'anno prossimo a rientrare a quel 2,6 che aveva Telecom prima dell'opa su Tim; in un'ottica di confronto settoriale ci si collocherebbe leggermente al di sopra del multiplo di France télécom (circa 2,4) mentre Deutsche telekom, grazie a una rilevantissima generazione di cassa 2004 e a un taglio del debito di ben 11 miliardi di euro, è scesa a circa 1,8.

Ma se il confronto settoriale verifica il brillante lavoro di recupero di efficienza condotto sul gruppo Telecom, allo stesso tempo rivela come la gestione industriale abbia ormai in sé pochi e residui spazi di miglioramento: il margine ebitda del gruppo Telecom è infatti particolarmente elevato, in un intorno del 46% contro valori ben più modesti (e conseguenti maggiori opportunità di miglioramento) per le stesse France télécom (poco meno del 39%) e Deutsche telekom (circa 33,5%).

Ecco pertanto come, a fronte di un gruppo che già esprime le migliori marginalità industriali, l'opa e la fusione Telecom-Tim siano state la strada necessaria per andare a recuperare ulteriore valore.

Valore che è continuamente richiesto dall'azionista di riferimento, che deve recuperare il peso di un'acquisizione a caro prezzo:



Marco Tronchetti Provera

un'ottica di confronto settoriale. Dal punto di vista dinamico, è solo il caso di rilevare come il mondo Telecom sia sempre un cantiere in perenne lavorazione: le varie dismissioni (Entel Cile, Finsiel e Tim Hellas), unitamente al flusso di cassa della gestione e ai minori dividendi da distribuire alle minoranze porteranno già a fine anno il debito al di sotto dei 40 miliardi di euro.

la finanza è dunque diventata un'irrinunciabile leva per riprendersi quel valore che la finanza stessa aveva distrutto in un sol colpo pochi mesi dopo il momento dell'investimento. (riproduzione riservata)



Il grado di innovazione del comparto telefonico dà ampie potenzialità di crescita a Telecom e Fastweb



di Giovanni Barbara
Partner KStudio associato (Kpmg)

ROSSO & NERO

Serve un capro espiatorio? C'è il collegio sindacale

Uno dei tratti tipici della società italiana è la ricerca del capro espiatorio. Individuare il colpevole, il responsabile. Sempre più spesso, su materie complesse, questo esercizio liberatorio per l'opinione pubblica non è possibile. È il caso della governance societaria. Su questo tema, e più in generale sull'architettura dei controlli societari, non è possibile attribuire a priori alcuna responsabilità quando qualcosa non funziona: in un paese civile dove vige la certezza del diritto mai e poi mai, nel processo di accertamento della verità e delle responsabilità, gli organi di controllo devono fungere da capro espiatorio. In presenza di uno scandalo finanziario invece uno dei costumi più diffusi è quello di assegnare subito la colpa a qualcuno.

Se si pone più attenzione a questo fenomeno si scopre che l'Italia è un paese in cui molti professionisti sono sotto processo, spesso proprio in relazione ad attività svolte in qualità di membri di collegi sindacali. Gli avvisi di garanzia non si contano e le

cause di risarcimento danni intentate contro di loro hanno assunto proporzioni incredibili.

Si pongono quindi alcune domande: questi professionisti sono tutti disonesti? Sono superficiali? Oppure incompetenti?

Se la risposta a queste domande fosse positiva, vivremmo in una società che andrebbe totalmente rifondata, perlomeno con riguardo alla categoria dei professionisti, segnatamente dottori commercialisti e avvocati.

Il problema vero è che purtroppo la società intera, in special modo chi è chiamato a svolgere indagini, si aspetta che gli organi di controllo svolgano un'attività di accertamento della verità e non solo un'attività di verifica volta all'accertamento del rispetto della legge e dello statuto. Si tratta di una differenza sostanziale, che sposta l'asse della responsabilità. Si trascura che i sindacati non hanno ruoli investigativi, sono tenuti a svolgere solo le verifiche di legge, osservando i doveri previsti dal codice.

In aggiunta, il collegio sindacale è un organo lasciato solo: lontano dagli amministratori, i quali spesso interpretano le attività di verifica come un atto di sfiducia, peggio, di aggressione, nei loro confronti; e distanti dalle Autorità, chiuse nell'austero e blindato mondo della loro istituzione.

Per tutti questi motivi ai sindacati deve essere almeno concessa un'attenuante, che peraltro spetta di diritto, e cioè il riconoscimento, fino a prova contraria, di aver operato nel rispetto della legge e con la massima diligenza.

Inoltre occorre tenere sempre in considerazione il particolare ambiente nel quale il sindaco si muove. Un ambiente nel migliore dei casi poco collaborativo, a tratti spesso ostile, che certo non agevola l'accertamento di tutte le aree di criticità, che poi tendono a deflagrare in tutta la loro dimensione e gravità. Si dovrebbe in altri termini provare a mettersi nei panni di questi professionisti, accantonando per un attimo gli elementi negativi emersi in epo-

ca successiva al loro operato, valutare in modo neutro lo scenario e la situazione in cui hanno dovuto operare.

Allo stato attuale invece, in modo un po' sommario, nel momento in cui partono le indagini e si ricostruiscono le responsabilità, i membri del collegio sindacale sono additati come primi responsabili, senza un procedimento volto ad accertare la liceità del loro comportamento alla luce degli elementi e delle informazioni di cui dispongono all'epoca della carica. Quasi a dire: «Avete visto come è andata a finire? Tutta colpa del collegio sindacale che non ha funzionato».

Da questi comportamenti deriva un continuo indebolimento dell'organo, che è peraltro contrario allo spirito del processo di riforma in atto. Occorre invece un diverso comportamento organizzativo che permetta di riposizionare il collegio sindacale all'interno delle imprese rilanciando seriamente le sue funzioni e le sue prerogative. (riproduzione riservata)