

## LE POSSIBILI MOSSE DI PIRELLI PER RECUPERARE IL PASSO SU TELECOM



**IDEE & VALORE** Il futuro di Pirelli non può prescindere dal progressivo aumento della presa su Telecom, per puntare al pieno riconoscimento del premio di maggioranza. Perciò...

## Alla ricerca del VALORE perso

di Marco Colacicco

**L**a principale sfida per il gruppo Pirelli, sin dal momento della conclusione dell'investimento in Telecom, è rappresentata dall'inseguimento e dal recupero del valore sinora sulla carta perduto nella telefonata. Agli storici problemi conseguenti all'ingente minusvalenza che grava sul pacchetto Telecom e al debito che fa capo a Olimpia, si affiancheranno presto nuove e delicate sfide, tutte ancora concentrate a livello di Olimpia, quali la put a favore di Intesa e Unicredit e il diritto di recesso per Hopa. Pirelli (e tutta la catena di controllo a valle) è quindi un perenne cantiere, dove la creazione di valore a livello delle attività diverse dalla telefonata deve necessariamente bilanciare gradualmente le minusvalenze su Olimpia e la nuova e necessaria crescita che, poco alla volta, dovrà essere necessariamente effettuata in Telecom. Con queste premesse, si può fare un viaggio nel complesso mondo di Pirelli, per verificare se vi sia un percorso di finanza straordinaria finalizzato a recuperare il valore perduto.

**Il problema Olimpia.** A seguito dell'ultimo aumento di capitale, e con un investimento di circa 1,34 miliardi di euro, Pirelli è salita dal 50,4% al 57,66% di Olimpia. Questa partecipazione, che unitamente alle azioni e agli strumenti deri-

vati su Telecom direttamente detenuti da Pirelli si avvia a superare il 40% del complessivo valore patrimoniale netto (nav) di Pirelli, racchiude in sé quattro grandi problemi, due storici (generatisi al momento stesso dell'investimento) e altri due, anch'essi legati al momento dell'ingresso in Olimpia, ma non ancora venuti a piena maturazione:

- 1) la minusvalenza potenziale;
- 2) il debito gravante su Olimpia;
- 3) la put a favore di Unicredit e Intesa;
- 4) il diritto di recesso per Hopa.

La minusvalenza potenziale è, da sempre, il principale problema di Olimpia, diretta conseguenza dell'elevatissimo prezzo pagato a Bell. Oggi, dopo i vari acquisti di azioni Telecom successivi all'investimento iniziale, che hanno contribuito a ridurre il valore di carico, Olimpia detiene circa 2,4 miliardi di titoli ordinari Telecom a

un prezzo medio di carico pari a 4,6 euro per azione; se confrontiamo questo valore con l'attuale prezzo di Telecom, pari a circa 2,65 euro, ne discende una minusvalenza complessiva a livello di Olimpia pari a 4,68 miliardi (all'incirca la capitalizzazione dell'intera Fiat); il 57,66%, e quindi 2,7 miliardi, è il pro-quota della minusvalenza potenziale di Pirelli. Pirelli ha già in parte provveduto a spesare nel suo bilancio consolidato alcune rettifiche e ha in carico le azioni Telecom a un più ridotto valore unitario pari a circa 4,1 euro, che significa pur sempre una minusvalenza ancora da spesare pari a 2 miliardi di euro. Certo, le azioni Telecom quotano oggi a un prezzo sicuramente non elevato (seppure a premio rispetto a quasi tutti i concorrenti esteri) e, prima o poi, la crescente presa di Olimpia su Telecom darà diritto a quel potenziale premio di maggioranza in grado di sistemare le cose; proprio questa è la strada maestra cui deve guardare Pirelli nel suo cammino di creazione di valore. Bisogna dire che il timing degli acquisti continua a non aiutare. I 655 milioni di azioni Telecom recentemente acquistati da Olimpia grazie all'aumento di capitale da 2 miliardi di euro sottoscritto il 27 gennaio sono stati rilevati a un prezzo medio pari a 3,05 euro per azione; questo significa che su questo pacchetto si è già generata, nel giro di soli due mesi, una minusvalenza di 262 milioni di euro (da cui sarebbe però corretto sottrarre il dividendo Telecom nel frattempo incassato da Olimpia). Il debito è, da sempre, l'altro grande problema gravante su Olimpia. Certo, i progressivi acquisti di azioni Telecom e la graduale diluizione del prezzo di cari-

co hanno ridotto la delicatezza della questione rispetto al periodo immediatamente successivo all'investimento, ma resta pur sempre un debito di 3,2 miliardi che grava come una spada di Damocle al momento di pensare e ipotizzare qualunque operazione di finanza straordinaria a monte o a valle. Il miglioramento della struttura patrimoniale di Olimpia ha permesso di sottoscrivere in gennaio con Intesa, Unicredit, Capitalia, Calyon, Morgan Stanley e Société générale una revolving credit facility da 2,4 miliardi di euro a condizioni sicuramente favorevoli, sia di tasso (euribor più cento basis point circa) sia di collateral (sono state date in pegno poco meno di 921 milioni di azioni Telecom, comunque sempre pari al

38% del pacchetto complessivo detenuto da Olimpia). La leva finanziaria fa oscillare in maniera significativa il valore di Olimpia in dipendenza di quello di Telecom Italia: tenendo anche conto di Holinvest, un prezzo pari a 2,65 euro per azione ne determina un valore complessivo di 3,3 miliardi, che salgono a 4,1 a un prezzo di 3 euro e a 5,4 miliardi con Telecom a 3,5 euro. Di questa somma il 57,66% è il pro-

### OLIMPIA DI FRONTE AD ALCUNI NODI GENETICI

Il quadro complessivo è comunque estremamente articolato: per proteggere il proprio investimento, Pirelli detiene direttamente 190 milioni di azioni e strumenti derivati Telecom (pari a quasi l'1,5% del capitale ordinario post fusione con Tim) e ha inoltre il diritto di acquistare ulteriori 300 milioni di azioni (e quindi un ulteriore 2,3% circa); su questo particolare, che è un aspetto fondamentale nel prefigurare uno scenario che possa ricreare valore in futuro, si tornerà più avanti. Per ora basta anticipare che l'esercizio dei 140 milioni di derivati a un prezzo medio già fissato di 2,42 euro e l'acquisto di 300 milioni di azioni a un prezzo medio di 3 euro comporterebbero per Pirelli un ulteriore investimento complessivo di 1,24 miliardi.

quota di Pirelli. In questo scenario si devono inserire le due ultime problematiche, che potrebbero essere i prossimi nodi da affrontare e sciogliere: la put a favore di Intesa e Unicredit e il diritto di recesso per Hopa. Le due banche, che detengono ciascuna il 4,77% di Olimpia, hanno diritto di rivendere le proprie quote da ottobre 2006 a un floor pari a 1,17 miliardi complessivi; il problema è duplice, perché all'impegnativo finanziamento dell'investimento bisogna aggiungere l'ulteriore minusvalenza gravante su questo pacchetto: circa 850 milioni di euro a un prezzo di Telecom pari a 2,65 euro. I rapporti consolidati e amichevoli con queste due banche potrebbero anche portare a rivedere i termini della put, ma la cosa è difficilmente ipotizzabile: non si vede come gli amministratori di Unicredit e Intesa potrebbero giustificare ai propri soci la rinuncia a una così rilevante protezione dell'investimento originario. C'è infine la questione Hopa, che nel caso in cui Gnutti recedesse da Olimpia per stallo o non rinnovando a scadenza il patto nel maggio 2006, genererebbe a sua volta un duplice problema. Hopa avrebbe infatti diritto a un premio di 208 milioni e, in aggiunta, verrebbe liquidata con il pro-quota delle attività e delle passività di Olimpia; oltre al rilevante esborso monetario, questo significa, ed è forse anche potenzialmente più rischioso, un non irrilevante depotenziamento della presa di Olimpia stessa su Telecom.

Il quadro complessivo è comunque estremamente articolato: per proteggere il proprio investimento, Pirelli detiene direttamente 190 milioni di azioni e strumenti derivati Telecom (pari a quasi l'1,5% del capitale ordinario post fusione con Tim) e ha inoltre il diritto di acquistare ulteriori 300 milioni di azioni (e quindi un ulteriore 2,3% circa); su questo particolare, che è un aspetto fondamentale nel prefigurare uno scenario che possa ricreare valore in futuro, si tornerà più avanti. Per ora basta anticipare che l'esercizio dei 140 milioni di derivati a un prezzo medio già fissato di 2,42 euro e l'acquisto di 300 milioni di azioni a un prezzo medio di 3 euro comporterebbero per Pirelli un ulteriore investimento complessivo di 1,24 miliardi.



Marco Tronchetti Provera

## GEFRAN

GEFRAN S.p.A.  
Capitale Sociale € 14.400.000 i.v. - Sede Sociale in Provaglio d'Iso - Via Sabina 74  
iscritta nel Registro delle Imprese di Brescia al n. 03032420170 - C.F. 03032420170

### Relazione trimestrale al 31 marzo 2005

Si rende noto che, ai sensi dell'art. 83 della Delibera Consob n. 11971/1999 e successive modificazioni e integrazioni, la relazione trimestrale al 31 marzo 2005 approvata dal Consiglio di Amministrazione è stata depositata, a disposizione di chiunque ne faccia richiesta, presso la sede sociale in Provaglio d'Iso Via Sabina 74 e presso la Borsa Italiana S.p.A.

Il documento è altresì consultabile sul sito internet [www.gefran.com](http://www.gefran.com)

Per il Consiglio di Amministrazione

il Presidente Ennio Franceschetti

## autostrade//spa

Sede Legale in Roma - Via Alberto Bergamini n. 50  
Capitale Sociale € 571.711.557,00 i.v.  
C.F. e iscrizione al Registro delle Imprese di Roma n. 03731380261

### RELAZIONE TRIMESTRALE AL 31 MARZO 2005

Si comunica che la Relazione trimestrale al 31 marzo 2005, redatta ai sensi dell'art. 82 del Regolamento approvato dalla Consob con Deliberazione n. 11971 del 14 maggio 1999, è stata depositata presso la sede legale e presso la Borsa Italiana S.p.A., a disposizione di chi ne farà richiesta.

**Le opportunità per fare cassa.** Pirelli potrebbe avere complessivamente bisogno, da qui a un anno, di un importo pari a 2,6 miliardi di euro; in aggiunta si deve sempre tenere conto del debito che grava sullo stesso gruppo Pirelli e di quello di Olimpia (3,2 miliardi sull'intera holding, al momento condivisa con altri). Il processo, quasi obbligato, di creazione di valore è rappresentato dall'investimento in attività stabili, dall'elevato cash flow e attualmente con una più contenuta valorizzazione di mercato, quale la telefonia (cosa che, per tutto quanto visto sopra, è oggi per di più una scelta obbligata), finanziandone l'acquisto con la dismissione di attività mature, tanto più se meglio valorizzate o valorizzabili dal mercato.

Le opportunità a cui attingere sono svariate, ma possono essere sinteticamente ricondotte a quattro floni principali, alcuni già in via di finalizzazione:

- 1) le cessioni dei cavi energia e telecom;
- 2) la quotazione degli pneumatici;
- 3) il realizzo, totale o parziale, di Pirelli real estate;
- 4) la cessione di titoli quotati o attività di minoranza.

**La cessione dei cavi,** deliberata da mesi e tuttora in corso, rappresenta la prima e più logica operazione nell'ambito di un processo di creazione di valore. I cavi, che incidono per il 50% sul fatturato complessivo delle attività industriali del gruppo, sono un settore maturo e con una redditività inferiore alla metà di quella degli pneumatici (Ros 2004 del 4,1% per i cavi energia e valore ancora negativo per i cavi telecom, contro un buon 8,5% degli pneumatici); la marginalità delle attività di telecomunicazioni sembra, in paragone, su tutto un altro pianeta. La discriminante decisiva per il successo dell'operazione, anche in un'ottica complessiva di valore

per il gruppo, sarà rappresentata dalla valorizzazione che si riuscirà a ottenere; un teorico enterprise value di 1,5 miliardi di euro determinerebbe un multiplo, sui valori 2004, pari a circa 7,5 volte l'ebitda (multiplo destinato a scendere negli anni futuri, grazie a un progressivo miglioramento della marginalità). Significherebbe un prezzo adeguato, ma soprattutto una dismissione intelligente nell'ottica del reinvestimento delle somme nella telefonia. Tenuto

## QUATTRO CESSIONI PER AVERE PIÙ FORZA NELLE TLC

conto del debito netto che grava su queste attività (e con la precisazione che i numeri del settore cavi telecom includono le promettenti attività broadband, ad alto tasso di sviluppo, non destinate alla cessione), l'incasso netto per Pirelli potrebbe essere poco superiore al miliardo di euro.

Un settore maturo ma su cui Pirelli ha saputo creare valore è quello degli pneumatici, il cui fatturato 2004 è aumentato a 3,25 miliardi di euro (con una crescita del 11,5% sull'anno precedente), un ebitda di 454 milioni (13,9% del fatturato) e un ros pari all'8%; l'indebitamento finanziario netto del settore si è inoltre ridotto a 215 milioni di euro. Numeri di tutto rispetto, che devono necessariamente essere confrontati con le valutazioni che il mercato fa dei principali comparables e che potrebbero portare a una valutazione minimale di 2,3 miliardi; un'ipo o una cessione a fondi di private equity di una quota sino al 49% del settore (cosa che permetterebbe a Pirelli di mantenere la maggioranza e, nel contempo, un piede nella propria storia) potrebbe dunque generare un ulteriore incasso pari a 1,15 miliardi.

La terza opportunità, vale a dire una cessione totale o parziale di Pirelli re, rappresenta la scelta più delicata e coraggiosa, tenuto anche conto dei legami personali

di Tronchetti Provera con Carlo Puri Negri, ma è anche quella più logica in un processo di creazione di valore, per la duplice considerazione delle elevate quotazioni raggiunte sia dalla società che dal mercato immobiliare in generale. La creazione di valore per Pirelli realizzata da questa management company che è arrivata a capitalizzare complessivamente 1,8 miliardi è impressionante; il punto è domandarsi se, con i valori raggiunti, e tenuto conto della necessità di investire importanti risorse nella telefonia, non sia giunto il momento di passare la mano. La quota di Pirelli re di pertinenza della capogruppo (55%) capitalizza oggi circa 930 milioni, quasi tutti plusvalenza, dato l'irrisorio valore di iscrizione in bilancio. In alternativa alla cessione totale si può ipotizzare un'operazione in stile Mediaset, con cessione della quota in eccesso al 35% e incasso di una somma comunque pari a circa 300 milioni di euro.

L'ultima area su cui intervenire è rappresentata dal complesso di partecipazioni in società quotate (soprattutto Mediobanca, Capitalia e Res Media Group), oggi molto ben prezzate dal mercato e con multipli di valutazione decisamente superiori alle telecom, ma anche dal portafoglio in società non quotate diverse, che hanno complessivamente un valore non inferiore a 550 milioni. Una scelta coraggiosa, improntata alla creazione di valore piuttosto che alla presenza strategica in centri di potere nevralgici, suggerirebbe di dirottare una parte consistente anche di queste risorse sulle attività telefoniche.

Il contestuale realizzo di tutte e quattro le operazioni fin qui esaminate non snaturerebbe del tutto l'origine industriale di Pirelli, mentre doterebbe la holding di risorse nette per oltre 3,5 miliardi di euro, essenziali per finalizzare il progetto di creazione di valore improntato sulla telefonia (recuperando il valore originariamente perduto al momento dell'investimento).

**Uno scenario per creare valore.** Il percorso futuro di Pirelli è dunque in parte obbligato e semplice da individuare.

Le risorse nette per 3,5 miliardi, da incassare secondo lo scenario esaminato in precedenza, verrebbero impiegate per circa 2,6 miliardi di euro per:

- 1 - far fronte all'esercizio della quota da parte di Intesa e Unicredit (con contestuale crescita in Olimpia dal 57,66% al 67,2%);
- 2 - sostenere l'onere derivante dall'eventuale recesso di Hopa da Olimpia, con contestuale crescita all'80% in questo l'ultima, che sarebbe tuttavia privata del pro-quota di azioni Telecom di competenza di Hopa e vedrebbe pertanto allentata la propria presa;
- 3 - l'esercizio di strumenti derivati, già detenuti, su 140 milioni di azioni Telecom (oltre l'1% del capitale ordinario post fusione con Tim), al prezzo medio già fissato di 2,42 euro, con un esborso di 340 milioni;
- 4 - l'acquisto di ulteriori 300 milioni di azioni ordinarie Telecom,

a un prezzo medio che si suppone pari a 3 euro per azione, con ulteriore investimento pari a 900 milioni. La quota direttamente detenuta in Telecom, al di fuori di Olimpia, crescerebbe pertanto al 3,7% circa del capitale ordinario.

A questo punto, venuti sostanzialmente meno tutti i legami con le banche e Hopa, Pirelli avanzerebbe 900 milioni di euro della liquidità generata con tutte le operazioni viste in precedenza e potrebbe pensare di fondersi con Olimpia, il cui unico socio terzo rimasto sarebbero i Benetton, a loro volta già soci di Pirelli e ragionevolmente favorevoli all'integrazione.

Pirelli verrebbe così a detenere una presa diretta, senza scatole intermedie e senza soci terzi, su una quota pari a oltre il 19% del capitale ordinario di Telecom. Ve-

nuti meno i vincoli all'acquisto di azioni previsti dai patti parasociali, i 900 milioni di liquidità residua, post finalizzazione di tutte le operazioni di finanza straordinaria (disinvestimenti e investimenti) viste in precedenza, potrebbero essere impiegate per acquistare un ulteriore 2,3% di Telecom, portando la soglia di controllo (tutta in presa diretta) vicina a un più sicuro 22% (guarda caso, una percentuale simile a quella che Ifil deterrà in Fiat post conversione del prestito di 3 miliardi di euro da parte delle banche). Di più. Sarebbe forse opportuno che queste azioni vengano attinte dalle disponibilità in mano a Hopa, per evitare il rischio della presenza sul mercato di pacchetti comunque significativi di azioni Telecom, potenzialmente girabili a terzi interessati.

Sarebbe il punto di arrivo di un processo lungo, faticoso e costoso, che ha visto anche momenti difficili (come quelli immediatamente successivi all'acquisizione, in cui

il nav di Olimpia era negativo). La creazione di valore che si manifesterà progressivamente in Telecom, grazie alla riduzione della leva e alla connessa crescita della capitalizzazione (e, conseguentemente, del dividendo annuale distribuito da Telecom stessa faranno il resto: a quel punto l'azionista Pirelli dovrà solo attendere con pazienza il momento del ritorno dal proprio investimento, ma la piena valorizzazione, grazie al sicuro riconoscimento del premio di maggioranza sull'intero pacchetto Telecom, prima o poi si manifesterà compiutamente. (riproduzione riservata)

## ALLA FINE PIRELLI AVREBBE PRESA SU TELECOM

pro-quota Pirelli), nonché i ricchi dividendi annuali distribuiti da Telecom stessa faranno il resto: a quel punto l'azionista Pirelli dovrà solo attendere con pazienza il momento del ritorno dal proprio investimento, ma la piena valorizzazione, grazie al sicuro riconoscimento del premio di maggioranza sull'intero pacchetto Telecom, prima o poi si manifesterà compiutamente. (riproduzione riservata)



I titoli delle Tlc attraversano una fase poco brillante e Telecom Italia è giudicata più cara dei concorrenti



di Giovanni Barbara - Partner KStudio Associato (Kpmg)

ROSSO & NERO

## Competitività e fusioni tra imprese? Agevolazioni solo sulla carta

Nel decreto sulla competitività sono previsti incentivi particolari alle piccole e medie imprese che da qui a due anni intendono realizzare operazioni di concentrazione. Mario Resca, presidente di McDonald's Italia e di Confimprese nonché commissario straordinario di Cirio, in una recente dichiarazione ha denunciato l'esistenza di barriere che vanno rimosse perché «impediscono che investimenti stranieri portino ricchezza, posti di lavoro e interscambio, migliorando il clima interno». Stretta nella morsa di un cambiamento strutturale del quadro competitivo, l'Italia deve sintonizzarsi di più sulla lunghezza d'onda dell'Agenda di Lisbona e ragionare in chiave europea. Nel Pacchetto competitività le misure volte a sostenere e favorire il mondo delle piccole e medie imprese dovrebbero assumere un ruolo importante. Si pensi, per

esempio, alla previsione di un meccanismo premiante per le piccole e medie imprese disposte a «diventare grandi».

Si tratta di uno strumento che potrebbe essere giudicato positivamente se non fossero discutibili gli elementi (ossia le limitazioni) previsti per la sua applicazione.

In primo luogo la dimensione aziendale: il bonus previsto dalla norma spetta alle microimprese e alle piccole e medie imprese come definite nella raccomandazione Ue del 6 maggio 2003, n. 361 che pone problemi di natura interpretativa in ordine all'esatta individuazione dei limiti dimensionali (numero di dipendenti, fatturato ecc). Altro punto critico è dato dall'identificazione delle operazioni definibili «di concentrazione» che sono agevolabili: il testo normativo nella versione post maxi-emendamento fa luce sul punto, richiamando le

ipotesi di costituzione di un'unica impresa per effetto di operazioni di fusione, incorporazione di una o più imprese da parte di altra impresa, acquisto e conferimento di azienda. E ancora, vi rientrano le aggregazioni su base contrattuale fra imprese che organizzano in comune attività imprenditoriali rilevanti alla costituzione di consorzi, nonché ogni altra forma che favorisca la crescita dimensionale delle imprese. Nessun cenno dunque «a forme di partnership» che, salvaguardando l'autonomia delle imprese, realizzino ugualmente una «crescita» economica. In altri termini, il requisito del realizzo di concentrazioni si scontra con la realtà sociale e psicologica dei soggetti destinatari dell'agevolazione (base societaria familiare), poco inclini verso un modello imprenditoriale che separi le sorti dell'azienda da quelle familiari.

Infine, l'appel dell'agevolazione (consistente in un contributo pari al 50% delle spese per consulenze inerenti all'operazione di concentrazione) viene definitivamente meno se si considera che occorre presentare un'istanza, per cui si premia in primo luogo l'ordine cronologico di presentazione della domanda stessa e che i fondi disponibili nel 2005, pari a 34 milioni di euro, presumibilmente saranno presto esauriti.

Resta da chiedersi se la direzione seguita dal governo per rilanciare l'economia, in termini di agevolazioni o riduzioni di tasse, per operazioni di crescita dimensionale sia vera o solo apparente. Basta scorrere il testo normativo dell'ultima Finanziaria per accorgersi che, in controtendenza rispetto a questa direzione di marcia, sono state inserite soglie di deduzione Irap che incentiverebbero le imprese a «restare piccole».