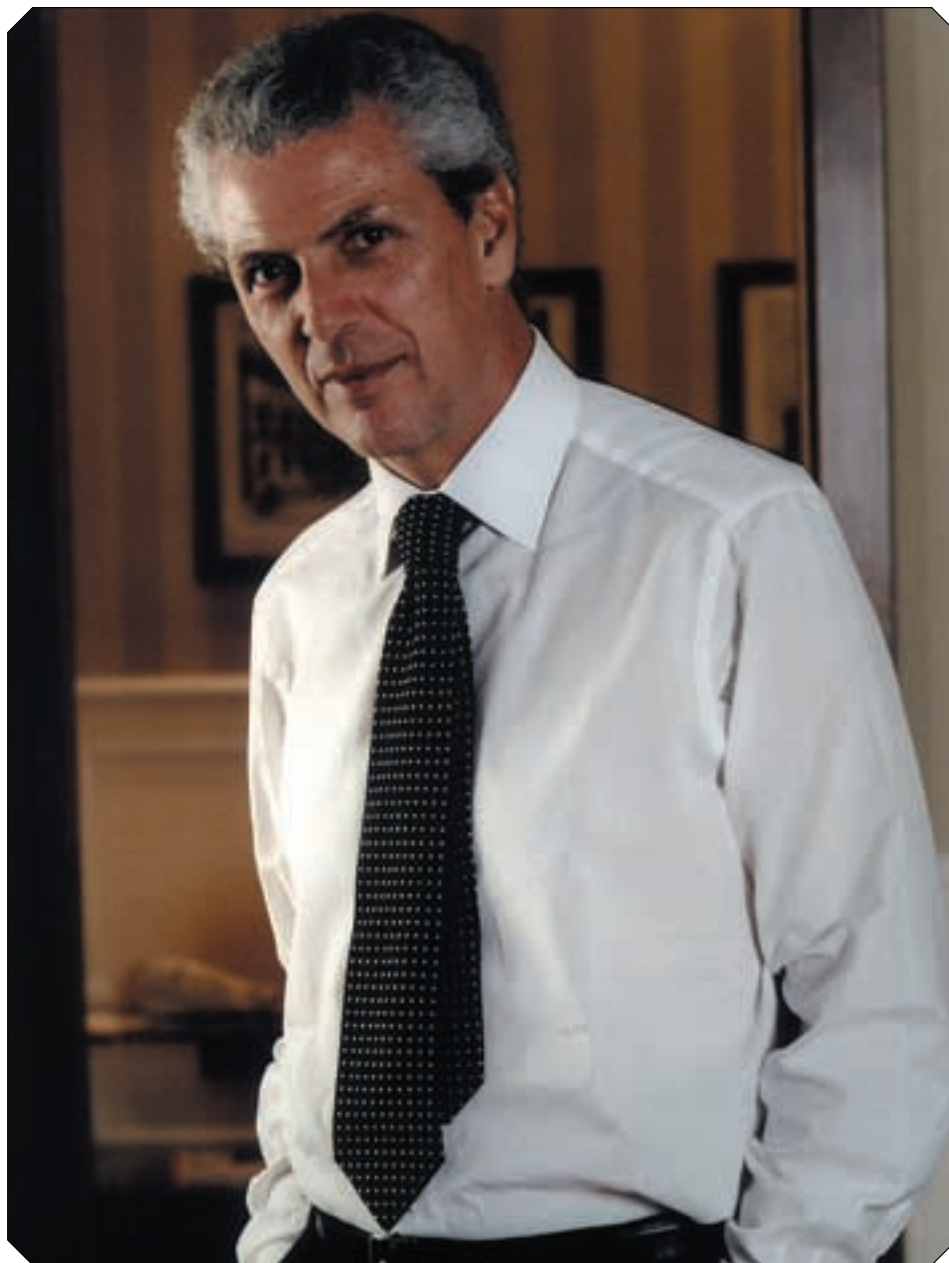


Protagonisti

La nuova struttura del gruppo creerà sinergie e vantaggi per il cliente, che accede ad una rete multimediale. Alla vigilia del lancio dell'Opa parla Marco Tronchetti Provera. Che a INVESTIRE esprime anche i suoi giudizi sulla Finanziaria, sul taglio delle tasse e sulle prospettive economiche.



La fusione con TIM: un turbo per Telecom

Il 2005 si apre all'insegna della **super Telecom**.

Partirà infatti il 3 gennaio l'Opa da massimo **14,5 miliardi di Euro** che il gruppo guidato da **Marco Tronchetti Provera** ha lanciato su due terzi del flottante delle ordinarie e risparmio **TIM** per dar vita al nuovo gigante



3 gennaio

Inizio Opa

21 gennaio

Fine Opa

22 gennaio

CdA Telecom Italia e TIM per deliberare la fusione per incorporazione e varare lo scorporo

31 marzo

Assemblee Telecom Italia e TIM per deliberare la fusione

23 maggio

Pagamento dividendi

7 giugno

Incorporazione di TIM in Telecom Italia

30 giugno

Efficacia fusione



Calendario operazione

telefonico italiano, riequilibrare la struttura patrimoniale e dotarsi di una struttura industriale che assicuri importanti sinergie. Al nuovo **INVESTIRE** Tronchetti Provera ha deciso di raccontare il perché della maxioperazione; oltre ad esprimere opinioni e previsioni sui temi macroeconomici e sugli argomenti di "casa nostra", dalla Finanziaria a Confindustria.

L'anno scorso, proprio di questi tempi, in una intervista a INVESTIRE lei formulò un augurio: che il 2004 potesse essere per l'Europa l'anno della svolta per agganciarsi alla ripresa USA. In larga parte ciò, purtroppo, non è avvenuto. Quali sono i fattori che ancora frenano

no le possibilità di "recovery" continentale?

Gli Stati Uniti rimangono fortemente avvantaggiati. Sono ancora la vera "locomotiva" della ripresa internazionale. La grande flessibilità della loro economia lo consente. Anche per questo sono più veloci a cogliere le opportunità di rilancio. L'Europa, invece, si basa su di un modello che si propone di conciliare la crescita economica con l'esigenza di protezione e coesione sociale. Un'impostazione valida, ma altamente "sfidante": la competizione globale, infatti, ormai impone standard sempre più elevati sia in termini di produttività sia di efficienza. Rimanere troppo indietro significa perdere molto, segnando uno svantaggio a volte difficilmente colmabile.

Il 2004 si è chiuso all'insegna di un dollaro sempre più debole, nonostante le ripetute affermazioni della rielezione amministrativa americana di volere un forte biglietto verde. E' d'accordo con chi pensa che il rallentamento del dollaro nei confronti di Euro e yen continuerà almeno finché ciò non danneggerà i profitti delle aziende quotate a Wall Street? E cosa può fare l'UE in questa situazione?

Il problema principale, oggi, non è l'apprezzamento del dollaro, bensì la competitività dell'Europa, ancora troppo bassa. Ormai non possiamo più aspettare. Bisogna realizzare, e subito, quelle riforme strutturali indispensabili per rilanciare la nostra economia e darle la possibilità di giocare un ruolo da protagonista sullo scacchiere mondiale.

E come affrontare il "pericolo cinese"?

Vedo più opportunità che pericoli: la Cina presenta infatti enormi potenzialità e una significativa capacità d'innovazione. E' il terzo Paese al mondo per la produzione di *hardware*, *software* e apparecchiature per le telecomunicazioni. La Pirelli ha fabbriche in Cina da dieci anni, e recentemente ha anche annunciato un piano di investimenti da 150 milioni di Euro nel 2005-2007 per la costruzione di tre stabilimenti per la produzione di pneumatici a tecnologia radiale nella provincia dello Henan. Siamo convinti che l'Europa possa svolgere un ruolo decisivo nello sviluppo economico del continente

asiatico. Certo è inutile nascondere l'esistenza di alcune problematiche: la Cina ha bisogno di far proprie le regole che governano i mercati internazionali.

Quando questa intervista verrà pubblicata sarà stata anche approvata la Legge Finanziaria. Che giudizio dà della manovra economica del governo? E la riforma fiscale servirà davvero per rilanciare i consumi?

La riduzione delle tasse è di per sé sempre un segnale positivo, ma non è sufficiente. All'Italia serve un progetto più coraggioso che ponga al centro la produttività e la competitività delle imprese.

Da mesi giace in Parlamento il disegno di legge sul risparmio. Quali sono a suo avviso i punti più urgenti da approvare?

Ogni giorno che passa, l'obiettivo che questa legge si pone sfugge sempre più. I tempi sono troppo lunghi. Qualunque provvedimento non in linea con i *benchmark* internazionali, ove vi fosse spazio per la demagogia, sarebbe soltanto un ulteriore danno.

Nel gennaio 2005 partirà l'Opa di Telecom Italia su TIM. Proprio a INVESTIRE un anno fa lei dichiarò che "da una fusione non ci sarebbe nessun vantaggio sul fronte industriale". Cosa è cambiato da allora? Quali sono i vantaggi industriali e finanziari dell'aggregazione? E perché l'azionista TIM, di risparmio e ordinario, dovrebbe aderire all'offerta?

L'evoluzione tecnologica e di mercato del settore delle Telecomunicazioni che si è verificata negli ultimi dodici mesi non ha precedenti. UMTS, Edge banda larga, nuove piattaforme tecnologiche dei *vendors* (Cisco, Alcatel, Siemens e Nokia) oggi sono una realtà; un anno fa erano solo progetti. E' proprio per cogliere questa opportunità che il nostro gruppo ha deciso di darsi una struttura societaria in grado di garantire un governo unitario dei processi di business. La fusione tra Telecom Italia e TIM permetterà di valorizzare gli elementi di complementarità dei servizi offerti per promuovere i consumi e, contestualmente, di cogliere ogni beneficio derivante dalle sinergie tra le diverse aree di attività. Inoltre, vi sono ulte-

Protagonisti



riori vantaggi che deriveranno dalla semplificazione della struttura proprietaria e dall'ottimizzazione della struttura patrimoniale e finanziaria.

Quali sono i vantaggi per il cliente finale derivanti da questa integrazione?

Non pochi. Anzi sarà proprio il cliente che avvertirà per primo il bisogno di usufruire dei tanti servizi consentiti dalle nuove tecnologie. Servizi che dovranno essere resi senza soluzione di continuità, indipendentemente dal contesto e dalla piattaforma sulla quale ci si trova ad operare.

La rete telefonica, infatti, si sta rapidamente evolvendo in "rete multimediale" grazie alla diffusione del protocollo IP e all'adozione di piattaforme multiservizio, omogenee al mondo fisso ed al mobile; mentre i nuovi terminali soddisfano più funzioni e consentono l'accesso ai servizi fissi e mobili. Contemporaneamente, le innovazioni tecnologiche – guidate dall'accelerazione delle offerte per la banda larga per il fisso e di Edge/UMTS per il mobile come detto sopra – riducono le barriere tra le diverse reti e ampliano gli ambiti di complementarietà tra le offerte di servizi di telecomunicazioni e quelle di settori contigui: informatica, media ed elettronica di consumo.

Quali sono i "driver" 2005 della crescita del gruppo nel "broadband" domestico e nel fisso?

Nei servizi a larga banda siamo tra i primi in Europa: oltre 3,5 milioni di italiani dispongono già di collegamenti Internet ad alta velocità. In due anni abbiamo reingegnerizzato una rete che è stata in grado di gestire al meglio un traffico raddoppiato in termini di minuti, grazie al boom della comunicazione dati e al *broadband*. E' stata una performan-

ce da primato, mai realizzata altrove nel mondo. Tanto che oggi stiamo esportando tecnologia in Francia, Germania e Olanda.

E la strategia?

Innanzitutto la nostra strategia prevede una forte focalizzazione sul *core business* e sulle possibilità che l'innovazione presenta. Per coglierle, ogni anno investiamo circa 5 miliardi di Euro tra telefonia fissa e mobile, e di questi oltre 600 milioni sono dedicati alla larga banda. Fuori Europa, ci stiamo concentrando su Brasile e Turchia.

E' ipotizzabile per il 2005 una crescita dei ricavi e del margine EBITDA del 5-5,5%? Il denaro per gli investimenti arriverà anche dalla cessione dei cavi Pirelli: quando prevedete di chiuderla?

Il piano industriale 2004-2006 prevede effettivamente per il gruppo Telecom Italia una crescita media annua dei ricavi del 5%, e del 5,5% per l'Ebitda. Per quanto riguarda invece la cessione del Settore Cavi e Sistemi Energia e dei Cavi per Telecomunicazioni della Pirelli, abbiamo avviato una procedura che ci permetterà di valutare in concreto le diverse opzioni a disposizione, ferma restando la nostra intenzione di mantenere una quota di minoranza nell'attività.

Abbiamo tutte le informazioni pronte e molti investitori hanno già manifestato il loro interesse: credo che occorreranno pochi mesi per portare a buon fine l'operazione.

C'è un'espressione che Luca Cordero di Montezemolo ha usato spesso nei primi sei mesi alla presidenza di Confindustria: secondo lei che cosa serve all'Italia per "fare squadra"?


L'Italia ha vissuto negli ultimi decenni una separazione rigida tra mondo politico, imprese, università, sindacati e via dicendo. Ogni settore si è arroccato e chiuso su se stesso.

E' mancata, appunto, la capacità di fare squadra, di creare un "sistema-Paese". E

All'Italia è mancata negli ultimi anni la capacità di "fare squadra" e di creare un "sistema-Paese". Ridurre le tasse? Non basta. Perché la competitività...

così si sono persi importanti pezzi del tessuto industriale: la chimica, l'elettronica di consumo, l'informatica, buona parte della farmaceutica.

Tutte aree dove sono determinanti la ricerca e l'innovazione. Ciò non deve accadere anche nelle telecomunicazioni. Oggi la concorrenza non è più tra singole imprese o fra settori economici: si compete globalmente tra aree geografiche con diverse piattaforme tecnologiche.

L'Italia deve puntare sulle attività ad alto valore aggiunto, agendo in una dimensione europea. E deve utilizzare al meglio le aziende che sviluppano tecnologie più avanzate creando opportunità per i talenti e le risorse migliori. 

DI ANDREA GIACOBINO

Cosa devono fare gli azionisti di minoranza TIM? E' conveniente aderire all'offerta di Telecom, consegnando i due terzi dei propri titoli. Anche il socio Telecom riceverà benefici: perché le quotazioni saranno sostenute. E i dividendi...



Sopra Luca Cordero di Montezemolo (Fiat-Confindustria); a sinistra Marco Tronchetti Provera

Perché dire sì a mister Tronchetti

Parafrasando l'Alessandro Manzoni dei "Promessi Sposi" **l'unione tra Telecom Italia e TIM** era evidentemente un matrimonio che si "doveva fare". E' stato questo, subito dopo l'annuncio della fusione, il giudizio degli investitori, istituzionali e privati, che hanno manifestato il loro assenso all'operazione attraverso un consistente flusso di ordini di acquisto sui titoli della galassia di Marco Tronchetti Provera.

E pensare che erano gli stessi investitori, soprattutto gli istituzionali, che avevano invece indossato i panni di Don Rodrigo e dei suoi "Bravi" nell'ostacolare con successo lo stesso matrimonio che voleva celebrare **Roberto Colaninno** qualche anno prima. In realtà i tempi e soprattutto la "dote" (le condizioni) erano considerati rispettivamente non maturi né adeguata.

Rispetto alla prima eccezione, occorre in effetti notare che **soltanto ora la strategia di integrazione tra telefonia fissa e mobile è tornata ad essere considerata "vincente"** dal punto di vista industriale, mentre, per quanto riguarda il secondo ostacolo, lo stesso è stato superato grazie all'offerta più "generosa" congegnata da Tronchetti Provera per gli azionisti TIM.

LOGICA INDUSTRIALE INTEGRATA

Riguardo ancora al primo punto, dopo l'ubriacatura provocata dalle aste per le licenze Umts che aveva comportato, per le principali società telefoniche europee ex monopoliste, la necessità finanziaria di collocare sul mercato le divisioni di telefonia mobile, **adesso sembra prevalere invece la logica industriale della compagnia integrata**, come dimostrato, ad esempio, dal "riacquisto" di

Orange da parte di France Télécom. Creare valore attraverso questo processo di convergenza, sfruttandone le sinergie e implementando le possibilità di multimedialità, è quindi diventato l'obiettivo principale dei *business plan* del settore telecomunicazioni. E' in questo senso che procede l'integrazione anche con le attività Internet in un **"mix" di business sempre più tecnologici e trasversali**.

Ritornando all'operazione di fusione Telecom Italia-Tim, l'offerta per contanti di 5,60 Euro per i due terzi del flottante della società guidata da **Marco De Benedetti** ed il concambio, per la parte residuale, di 1,73 Telecom Italia permette di **poter considerare tale proposta soddisfacente per l'azionista di minoranza TIM**, come evidenziato dal plusvalore complessivo garantito dall'offerta rispetto alla media dei prezzi del titolo rileva-

Protagonisti

TITOLO	PREZZO 06/12/2004	Max	Min	EPS '03	EPS '04	P/E '03	P/E '04	Beta vs S&P/MIB
		52 sett						
TELECOM ITALIA ord	2,979	3,04	2,345	-0,001	0,121		24,75	0,90
TELECOM ITALIA risp	2,229	2,251	1,615	-0,001	0,121		18,55	
TIM ord	5,464	5,468	4,203	0,237	0,261	23,08	20,96	0,92
TIM risp	5,652	5,66	4,14	0,237	0,261	23,84	21,65	0,68
PIRELLI ord	0,9444	0,9775	0,7228	-0,017	0,036		26,42	0,88
PIRELLI risp	0,8882	0,8882	0,7045	-0,017	0,036		24,43	0,79
CAMFIN	2,098	2,172	1,723	-0,458	0,030		71,67	0,48

LEGENDA - Max = valore massimo del titolo ad un anno; Min = valore minimo del titolo ad un anno; EPS (Earning per share) = utile per azione = utilizzano gli utili stimati per gli anni 2003 e 2004; P/E (Price/earning) = prezzo/utile = utilizzano gli utili stimati per gli anni 2003 e 2004; Beta = misura del rischio sistematico: se > 1 il titolo è speculativo, se = 1 il titolo si comporta come il mercato, se < 1 il titolo si muove meno del mercato.
Fonte Elaborazione Bank Insigner de Beaufort su dati consensus IBES.

Sette titoli a confronto per una manovra da 14,5 miliardi

ta nel mese precedente l'annuncio dell'operazione. Per l'azionista Telecom Italia, a fronte di un indebitamento crescente di circa 14 miliardi di Euro, **la maggiore leva finanziaria appare comunque sostenibile** grazie agli imponenti flussi di cassa generati dalle attività tipiche e positiva ai fini della creazione di valore grazie al costo relativamente basso del capitale investito.

RISPARMI PER 600 MILIONI

Dal punto di vista industriale i vantaggi non sono stati ancora evidenziati dalla società ed infatti il management di Telecom Italia non si è ancora espresso sull'ammontare delle eventuali sinergie legate ai risparmi da costi di struttura ed economie di scala.

Le stime degli analisti si sbilanciano comunque a considerare **possibili risparmi per circa 600 milioni di Euro**, anche se appare più prudente attendere le delucidazioni e le specifiche dei vertici societari attese in primavera.

La tempistica dell'operazione vede in gennaio la partenza e la conclusione dell'offerta pubblica di acquisto sulle TIM ordinarie e di risparmio (per quest'ultima categoria di azioni totalmente cash) e sempre alla fine di quel mese i consigli di amministrazione di Telecom Italia e TIM delibereranno la **fusione per incorporazione** che sarà probabilmente ratificata dalle assemblee straordinarie delle due società a fine marzo, rendendo successivamente effettiva ed efficace la fusione alla fine del mese di giugno.

Relativamente invece all'atteggiamento più conveniente da assumere per gli azionisti di minoranza delle due società, **il possessore di azioni TIM può contare su tre differenti opzioni: aderire all'Opa**, consegnando, come già ricordato, i due terzi delle proprie azioni al prezzo di 5,60 Euro e ricevendo per la parte residuale azioni Telecom Italia nel rapporto di 1,73; oppure **vendere subito le azioni ai prezzi di mercato** incassando tutto l'importo per contanti senza attendere il giorno di valuta previsto dall'Opa; o, infine, **tenere le azioni puntando su un "improbabile" rilancio del prezzo offerto**.

E FRA LE TRE OPZIONI...

A nostro avviso, **la prima opzione appare la più idonea per massimizzare il ricavo della vendita** e, nello stesso tempo, consentirebbe anche di beneficiare di eventuali incrementi che dovessero registrare le azioni Telecom Italia ricevute in contanto dopo la conclusione dell'operazione e per le quali alcune importanti società di brokeraggio hanno alzato stime e *target price*.

Allo stesso modo, l'azionista Telecom Italia avrà a che fare con un indebitamento societario nettamente più elevato (circa 44 miliardi di Euro contro i circa 32 miliardi pre-fusione) ma sarà ricompensato dai flussi di cassa di TIM, capaci (insieme ai cash flow originari), secondo alcune analisi finanziarie, di **ridurre la posizione debitoria al ritmo del 10% l'anno**.

Oltretutto, tecnicamente, il titolo dovrebbe anche essere sostenuto dalla necessità per la controllante **Olimpia** di non diluire la propria partecipazione, già risicata, attraverso il rastrellamento di azioni sul mercato borsistico per circa due miliardi di Euro.

IN ARRIVO CEDOLE PIU' RICCHE?

Anche sul fronte della **politica di distribuzione dei dividendi**, riteniamo che, oltre a non essere intaccata al ribasso, la stessa potrebbe invece beneficiarne e divenire più generosa grazie al fatto che **il saldo del monte dividendi dopo l'operazione sarebbe positivo di circa 650 milioni di Euro** che potrebbero essere ulteriormente distribuiti agli azionisti.

Per quanto attiene gli obbligazionisti, le incertezze legate ad un eventuale declassamento da parte delle agenzie di rating si sono dissolte a fronte dell'avvenuta conferma del merito di credito e l'allargamento degli *spread* registrato ai primi di dicembre si è quindi ricomposto.

Passando ad esaminare invece le holding quotate che dovranno finanziare a monte l'operazione, **Pirelli & C.** e **Camfin**, i dubbi riguardano l'impatto di breve termine delle necessarie e imponenti operazioni di ricapitalizzazione. Per quanto riguarda la Bicocca, Pirelli & C., attraverso l'aumento di capitale di un miliardo di Euro e con l'annunciata vendita del settore cavi energia, sarà sempre più una holding focalizzata sui pneumatici.



ci e la partecipazione in Telecom Italia. Il controllo di Pirelli & C. su Olimpia (la scatola non quotata che controlla a sua volta Telecom Italia) salirà dunque dal 50 a circa il 60%; mentre la stessa Olimpia varerà un aumento di capitale intorno ai due miliardi di Euro per arrivare a detenere tra il 17% e il 19% della *newco*.

In questo modo Olimpia cercherà di annullare la diluizione della partecipazione (che altrimenti si attesterebbe intorno al 14%) e ridurrà il prezzo di carico di Telecom Italia da 5,2 a 4,6 Euro per azione.

E' comunque di estrema importanza che le banche già azioniste di Olimpia (Unicredit e Banca Intesa) abbiano fornito il proprio supporto finanziario alle holding di Tronchetti Provera, testimoniando così le **attese posi-**

tive che circondano il riassetto della galassia Telecom Italia anche a monte della catena di controllo.

Pure la famiglia **Benetton**, altro azionista di rilievo di Olimpia, dopo alcune perplessità iniziali legate, ha dato il suo assenso e la sua partecipazione all'operazione. A fronte quindi di uno scenario che appare sostanzialmente favorevole alla celebrazione delle nozze Telecom Italia-TIM, l'attenzione degli "invitati" per i prossimi anni, forse il 2006, si sposterà sull'ipotesi di un ulteriore accorciamento della catena di controllo: la **fusione tra Olimpia e Pirelli & C.** 

DI PATRIZIO PAZZAGLIA

L'offerta ai raggi X: 5,6 Euro per ogni ordinaria e risparmio

I consigli di amministrazione di **Telecom Italia** e **TIM** hanno esaminato e approvato un percorso d'integrazione societaria, che mira ad assicurare al gruppo la semplificazione della struttura proprietaria, e l'ottimizzazione della struttura patrimoniale e finanziaria della società risultante dalla fusione, in presenza di rapide evoluzioni tecnologiche che aprono la strada ad importanti efficienze dal punto di vista industriale.

Il percorso d'integrazione prevede:

- un'OPA volontaria parziale da parte di Telecom Italia su n.2.456.534.241 azioni ordinarie TIM, pari ai 2/3 del flottante delle azioni ordinarie, e totalitaria sulle n. 132.069.163 azioni di risparmio TIM;
- la fusione per incorporazione in Telecom Italia di TIM, previo scorporo in una società interamente partecipata da TIM del ramo d'azienda relativo al business della Telefonía Mobile Italia. Tale fusione avverrà a valle della distribuzione dei dividendi che si prevedono almeno in linea con l'anno precedente. L'integrazione soddisfa le esigenze di natura strategica e industriale suggerite dall'integrazione tra le piattaforme che governano le attività di telefonía fissa e quelle di telefonía mobile.

Il corrispettivo dell'offerta è pari a Euro 5,6 per azione ordinaria e a Euro 5,6 per azione di risparmio, con un premio, rispetto alle quotazioni di venerdì 3 dicembre 2004 di

circa l'8% per le azioni ordinarie e di circa il 4% per le azioni di risparmio. Rispetto alla quotazione del 3 novembre 2004, il premio è pari a circa il 19% per le azioni ordinarie e a circa il 21% per quelle di risparmio.

L'offerta riguarderà n. 2.456.534.241 azioni ordinarie, pari ai 2/3 del flottante della categoria, e la totalità delle azioni di risparmio TIM in circolazione.

Condizione di efficacia dell'OPA è il raggiungimento, per entrambe le categorie di azioni, dei 2/3 del quantitativo oggetto dell'offerta. Tale soglia minima di adesione è volta a evitare una diluizione del rendimento finanziario per azione nella Telecom Italia post-fusione.

L'esborso derivante dall'acquisto delle azioni portate in adesione all'OPA, ammontante a complessivi **massimi Euro 14,5 miliardi**, sarà sostenuto attraverso il ricorso a un finanziamento per un massimo di Euro 12 miliardi, concesso da un pool di istituzioni finanziarie. Per il residuo ammontare, pari a Euro 2,5 miliardi, Telecom Italia utilizzerà proprie disponibilità liquide, che al 30 novembre 2004, ammontavano a 7,5 miliardi di Euro, con proiezione a fine anno intorno agli 8,8 miliardi di Euro.

In caso di pieno successo dell'OPA, l'indebitamento netto consolidato del gruppo si porterebbe dunque a un **livello complessivo di poco superiore a 44 miliardi di Euro**, che



si reputa compatibile con la struttura finanziaria di Telecom Italia all'esito della fusione, avuto riguardo al miglioramento dei flussi di cassa attesi, all'accresciuta dimensione patrimoniale e alla maggiore capitalizzazione di mercato. Nonostante l'incremento del livello di indebitamento si escludono riduzioni del rating della Società a valle della fusione (attualmente Baa2 per Moody's, BBB+ per Standard&Poor's, A- per Fitch).

In coerenza con le indicazioni e le raccomandazioni fornite dagli advisor, è stato individuato il seguente rapporto di cambio:

- **n. 1,73 azioni ordinarie Telecom Italia ogni azione ordinaria TIM;**
- **n. 2,36 azioni di risparmio Telecom Italia ogni azione di risparmio TIM.**

In relazione all'oggetto sociale, non ricorrendo gli estremi del suo cambiamento, non sussiste diritto di recesso.