

PIRELLI IN TELECOM ITALIA (2001-2007)

1. GESTIONE DELLA SOCIETA', INVESTIMENTI E STRATEGIE

Estate 2001: Pirelli entra in Telecom Italia attraverso Olimpia

Nell'estate 2001, il Gruppo Pirelli, affiancato dalla famiglia Benetton e da due banche italiane (Intesa e Unicredit), acquisisce attraverso la società Olimpia una quota di circa il 27% del capitale di Olivetti per un importo complessivo di circa 7,2 miliardi di euro. Olivetti era l'azionista di controllo di Telecom Italia con una quota pari a circa il 55% del capitale ordinario. Il prezzo d'acquisto (4,175 euro per azione Olivetti) corrispondeva a una valutazione dell'enterprise value (EV) di Telecom Italia pari circa a 8,15 volte il margine operativo lordo (EBITDA) atteso per fine 2001, tendenzialmente in linea con i multipli delle società del settore in quel periodo. Il valore attribuito alle azioni Olivetti, corrispondente in trasparenza a un premio sul valore del titolo Telecom pari a circa il 48% (come confermato dagli studi fatti e dalle fairness opinion di Lazard e Merrill Lynch), era legato alla partecipazione di controllo detenuta dalla società in Telecom Italia. Nel mese di settembre 2001, dopo l'attacco terroristico negli Stati Uniti, con la crisi delle borse (in particolare del settore delle telecomunicazioni), i multipli di settore scesero a circa 6,8.

La situazione di Telecom Italia prima del cambio di management

Al momento dell'insediamento del nuovo management guidato da Marco Tronchetti Provera, il Gruppo Olivetti-Telecom aveva un indebitamento netto di circa 43 miliardi di euro (al 30 settembre 2001) e una struttura societaria a tre livelli, composta da Olivetti, Telecom Italia e TIM.

Al via la nuova gestione: la "pulizia di bilancio"

Già a partire dall'ultimo trimestre del 2001, il nuovo management della società avvia una "pulizia di bilancio" con la svalutazione di alcune attività sopravvalutate per circa 3,4 miliardi di euro. Complessivamente, tra il 2001 e il 2004, Telecom Italia ha svalutato attività per circa 11,8 miliardi di euro.

L'impegno per la riduzione dell'indebitamento

Dall'acquisizione della quota Olivetti-Telecom da parte di Olimpia alla fine del 2004, l'indebitamento netto del Gruppo Olivetti-Telecom è migliorato sensibilmente passando da circa 43 miliardi di euro (dato al 30 settembre 2001) a 29,5 miliardi di euro (al 31 dicembre 2004), anche grazie alla cessione di alcune attività non strategiche per 11,3 miliardi di euro. In seguito alla fusione Telecom-Tim, l'indebitamento della società ammontava a 46,7 miliardi, che a fine dicembre 2006 si sono ridotti a 37,3 miliardi di euro, un livello comunque inferiore a quello del settembre 2001. A fine 2006, il rapporto tra indebitamento netto ed Ebitda di Telecom Italia era inferiore a 3 (pari a circa 2,9) e sostanzialmente in linea con quello di Telefonica (2,8). Il target di indebitamento per il 2007 indicato durante la gestione Pirelli era di 33,5 miliardi di euro. Negli ultimi anni, inoltre, Telecom Italia ha lavorato al consolidamento del proprio indebitamento, che a fine 2006 era per il 70% a tasso fisso. Su questo tema, lo scorso 18 febbraio 2008, l'attuale amministratore delegato di Telecom Italia, Franco Bernabè, ha dichiarato che "è stato fatto un eccellente lavoro di consolidamento che ci rende molto tranquilli e sereni anche nelle difficili condizioni che hanno caratterizzato i mercati negli ultimi mesi".

La dismissione di partecipazioni non core e lo sviluppo internazionale

A partire dalla fine del 2001, Telecom Italia inizia a dismettere partecipazioni internazionali non strategiche, prevalentemente di minoranza e che non consentivano di intervenire nella gestione, tra Europa e Sud America, per focalizzare la propria presenza internazionale sulla telefonia mobile in

Brasile e sulla banda larga in Europa. Nel corso della gestione Pirelli, inoltre, sono state svalutate partecipazioni internazionali per circa 6 miliardi di euro. Ciò in quanto molte delle partecipazioni estere acquistate nel biennio 1999-2001, per complessivi 8,5 miliardi, erano state pagate ai prezzi prevalenti durante la bolla di borsa.

Brasile: forte crescita dei clienti nel mobile (dai 5,3 milioni del 2002 ai 25,4 milioni del 2006)

Per quanto riguarda il Brasile, TIM Brasil è passata dai 5,3 milioni di clienti del 2002 ai 25,4 milioni di fine 2006 (in crescita del 26% rispetto al 2005), con una quota di mercato del 25,4%. La società è diventata leader di mercato come operatore GSM con 23,1 milioni di linee a fine 2006. Alla fine del 2006, TIM Brasil ha generato ricavi per 3,96 miliardi di euro, quasi quadruplicati rispetto agli 1,03 miliardi del 2002.

Sviluppo della banda larga in Italia e in Europa

Nelle attività italiane nel business della banda larga, Telecom Italia è passata dalle 390 mila linee del 2001 ai 6,7 milioni di linee di fine 2006. Per quanto riguarda il “Progetto Broadband europeo”, Telecom Italia è passata dai 160 mila clienti del dicembre 2003 tra Olanda, Francia e Germania agli 1,9 milioni di fine 2006. I ricavi delle attività europee a fine 2006 sono ammontati a 915 milioni di euro.

Bilancio delle attività internazionali 2001-2006: crescita di clienti, ricavi e margini

In termini di ricavi, le attività internazionali di Telecom Italia sono passate dai 3.681 milioni di euro del 2001 (11,9% del totale) ai 5.072 milioni di euro del 2006 (16,2% del totale). L'Ebitda delle attività internazionali è passato da 932 milioni di euro (6,8% del totale) a 1.114 milioni di euro (8,7% del totale). Nel corso della gestione Pirelli, peraltro, è stata negoziata una call option su Telecom Argentina che, se esercitata (fine 2008), nel 2009 consentirà al Gruppo Telecom Italia di portare il peso dell'internazionale sui ricavi al 31% e al 24% quello sull'Ebitda. Le linee mobili estere del Gruppo sono aumentate dai 30,7 milioni del 2001 (56% del totale) ai 36,4 milioni di fine 2006 (53% del totale), con una crescita superiore al 18%. Nello stesso periodo, i clienti broadband in Europa sono passati da 0 a 1,9 milioni (circa il 22% del totale clienti broadband della società).

2001-2005: oltre il 17% del fatturato dedicato a investimenti

Dal settembre 2001 alla fine del 2006, Telecom Italia ha effettuato investimenti per oltre 20 miliardi di euro, di cui il 70% in innovazione. Analizzando i dati dei principali ex monopolisti europei tra il 2001 e il 2005, emerge che Telecom Italia è l'operatore che ha dedicato agli investimenti una quota maggiore del fatturato (oltre il 17%), grazie anche all'elevata redditività (Ebitda margin, cioè incidenza del margine operativo lordo sui ricavi, del 41,1% a fine 2006). Proprio per via di questi investimenti la rete di Telecom Italia, come sottolineato da uno studio di Morgan Stanley del novembre 2004, risulta essere una delle più avanzate in Europa in termini di tecnologia ed efficienza. Anche in termini di produttività, Telecom Italia nel 2005 è stato l'operatore europeo di telecomunicazioni con il maggiore fatturato per addetto (345mila euro).

La semplificazione societaria e le sinergie industriali

Tra il 2003 e il 2005, attraverso le fusioni Olivetti-Telecom Italia e Tim-Telecom Italia, si procede all'accorciamento della cosiddetta “catena di controllo”. Tali operazioni, in cui anche l'azionista Olimpia ha investito per non diluire la propria partecipazione, sono state concepite soprattutto con l'obiettivo di consentire al Gruppo Telecom Italia di ottenere significativi benefici di natura finanziaria e industriale: “l'avvicinamento” tra l'indebitamento e i flussi di cassa e una sempre maggiore integrazione tra telefonia fissa e mobile per creare la prima piattaforma “quadruple play” in Europa (fisso, mobile, Internet, IPTV). Un obiettivo, quest'ultimo, a cui tendono grandi gruppi internazionali con Microsoft, Google e Yahoo.

Il piano di accorciamento della catena partecipativa di Telecom Italia messo in atto da Marco Tronchetti Provera ha consentito di restituire al mercato, al netto dei dividendi, una somma pari a 22 miliardi di euro (riacquisto delle minorities di Olivetti e Tim rispettivamente per 8 e 14 miliardi di euro).

Corporate governance: Telecom Italia nella best practice nazionale e internazionale

Nel corso della gestione Pirelli, Telecom Italia ha dato vita a un sistema di corporate governance in linea con le best practice internazionali. È stato un cammino continuo, che ha avuto come tappa importante l'adozione, a partire dal Consiglio di Amministrazione che si è insediato nel 2004, di una maggioranza di amministratori indipendenti. Nell'ambito dei sistemi di governance, sin dal 2004 la società ha adottato una prassi tra le più avanzate in tema di rapporti con parti correlate in base alla quale i consiglieri indipendenti di Telecom Italia svolgono in ogni occasione attività istruttorie e di verifica aggiuntive rispetto a quelle del Consiglio di Amministrazione, chiamato ad approvare le varie operazioni. Tali attività sono effettuate attraverso il comitato per il controllo interno e la corporate governance (composto da soli consiglieri indipendenti) o consulenti esterni individuati dagli stessi indipendenti. Questa modalità operativa è stata adottata nell'integrazione tra Telecom e Tim per la valutazione del concambio, e successivamente riproposta in occasione della ristrutturazione del comparto Internet. Infine, nel caso di operazioni più significative con parti correlate (es. cessioni di immobili a società partecipate da Pirelli RE come azionista di minoranza), il Consiglio di Amministrazione ha conferito al Comitato per il controllo interno e per la corporate governance il mandato di valutare le procedure da seguire a garanzia della correttezza del processo.

Marco Tronchetti Provera e le stock option: i fatti

Durante la sua gestione di Telecom Italia, contrariamente a quanto erroneamente riportato da alcuni commentatori, Marco Tronchetti Provera non ha mai ricevuto stock option né ha percepito una buonuscita a seguito delle sue dimissioni dalla presidenza della società, avvenute in data 15 settembre 2006. Sempre a proposito di stock option, è falso che lo stesso Tronchetti Provera abbia incassato oltre 230 milioni di euro dalla vendita delle attività fotoniche di prima generazione di Pirelli a Corning. In realtà, a fronte del valore generato per Pirelli e i suoi azionisti dalle cessioni a Cisco e Corning effettuate a ridosso del 2000 (4,8 miliardi di dollari di plusvalenza lorda, 3,9 miliardi al netto delle tasse), Tronchetti Provera ha percepito una stock option netta di 79 milioni di euro, una cifra sensibilmente più bassa di quella riportata in gran parte delle ricostruzioni effettuate in questi anni. A tale somma si arriva mediante sottrazione tra l'importo percepito al netto delle tasse, pari a 133 milioni di euro, e gli emolumenti straordinari legati ai risultati di Pirelli, pari a 54 milioni di euro, ai quali Tronchetti Provera, pur avendone diritto, ha deciso di rinunciare.

Sulla vicenda è importante ricordare altri tre fatti, dimostrabili anche attraverso i documenti ufficiali depositati presso le autorità di Borsa in Italia e USA:

- 1) le stock option non furono richieste da Tronchetti Provera o da altri amministratori di Pirelli, bensì dalle banche d'affari che stavano predisponendo la quotazione al Nasdaq di Otusa, la società poi venduta a Corning, come elemento indispensabile per dimostrare al mercato la fiducia e l'impegno del top management allo sviluppo dell'azienda;
- 2) Marco Tronchetti Provera assunse l'incarico di amministratore di Otusa su esplicita richiesta delle stesse banche in considerazione del positivo turnaround realizzato in Pirelli e a seguito della rinuncia improvvisa di un altro manager precedentemente destinato a ricoprire la carica;
- 3) Marco Tronchetti Provera decise di anticipare la chiusura dell'accordo con Corning al fine di evitare l'applicazione di un'aliquota sulle stock option più favorevole agli amministratori (pari al 12,5% rispetto a quella del 46% poi applicata).

Le dimissioni immobiliari di Telecom Italia e il ruolo di Pirelli RE

Una delle vicende per le quali la gestione Pirelli è stata maggiormente criticata ha riguardato la dimissione del patrimonio immobiliare Telecom Italia. La tesi dei critici è che tali operazioni

abbiano arricchito Pirelli RE, controllata del Gruppo Pirelli, e impoverito la società telefonica. L'elenco dei fatti e dei numeri, tuttavia, dimostra che non è così:

- In primo luogo, è opportuno ricordare che la gran parte degli immobili di Telecom Italia è stata ceduta durante la gestione precedente a quella del Gruppo Pirelli.
- La seconda operazione di dismissione degli immobili, la prima della gestione Pirelli, è avvenuta tra il 2002 e il 2003. Anche in questo caso non c'è stata una cessione di immobili a Pirelli RE. Si tratta del merger di immobili conferiti da Telecom Italia con quelli di proprietà della joint venture tra i fondi immobiliari di Morgan Stanley (75%) e Pirelli RE (25%). Telecom ha conferito immobili per 1,6 miliardi di euro in cambio dei quali ha avuto circa il 49% delle società costituite e la *joint venture* immobili per 1,7 miliardi di euro per una quota di circa il 51%. I valori degli immobili e quindi del concambio sono stati determinati dalla perizia dell'esperto indipendente CB Richard Ellis, uno dei più autorevoli valutatori a livello internazionale. Gli immobili sono confluiti in due società, Tiglio I e Tiglio II, e successivamente sono stati ceduti attraverso operazioni di mercato.
- La terza operazione è avvenuta tra il 2005 e il 2006 e riguardava 1.300 immobili per un valore di circa un miliardo di euro. In questo caso Pirelli RE ha curato la due diligence e la riorganizzazione degli asset, poi acquistati da joint venture a cui Pirelli RE partecipa ma con quote di minoranza.
- Su un totale di circa 15,5 miliardi di euro di immobili gestiti a giugno 2007, il pro quota di proprietà di Pirelli RE era di 4,2 miliardi pari al 27% e di questi solo circa 480 milioni, pari al 3% del totale gestito, erano immobili ex Telecom.
- L'operazione Tiglio I e Tiglio II ha permesso a Telecom Italia di deconsolidare il patrimonio immobiliare e attraverso il *leverage* del medesimo di anticipare l'incasso e successivamente partecipare per la quota di pertinenza alle successive plusvalenze derivanti dai collocamenti. Si è trattato di un'operazione di *sale & lease back* con un ritorno sugli investimenti *core* (stimato a circa il 10,5-11%) superiore al costo degli affitti (pari al 7-8%), così come scelgono di fare quasi tutti i principali gruppi industriali e di servizi nel mondo.
- La logica dell'aggregare i due portafogli stava nella complementarità degli immobili dal punto di vista del profilo di rischio/rendimento: gli immobili di provenienza Telecom Italia sono di minore qualità e hanno buoni cash flow che derivano da nuovi contratti di affitto, viceversa quelli della *joint venture* sono di maggiore prestigio ma con cash flow più bassi dati i contratti di locazione preesistenti. Il prodotto immobiliare così configurato, ha dato vita ai fondi Tecla e Berenice che hanno aperto la strada alla creazione di un'industria dei fondi immobiliari. Il lancio dell'OPA su Tecla e Berenice ha infiammato il mercato finanziario con una battaglia che ha visto come protagonisti oltre a Gamma RE, partecipata dalla Pirelli RE, anche banche d'affari internazionali come Morgan Stanley, Goldman Sachs e Merrill Lynch. Tutto questo ha messo in evidenza come Pirelli RE abbia fin dalla costituzione dei fondi Tecla e Berenice avuto l'obiettivo di creare un prodotto nuovo, di generare ritorni più che soddisfacenti per i quotisti e proprio con il lancio dell'OPA abbia reso più liquido e più valorizzato il mercato dei fondi immobiliari.
- A partire dal 2004, nelle operazioni immobiliari tra Telecom Italia e parti correlate diverse da società del gruppo (ad esempio, in caso di cessioni di immobili a fondi o veicoli societari partecipati solo in minoranza da Pirelli RE), il Comitato per il controllo interno e per la corporate governance della società, composto unicamente da consiglieri indipendenti, ha ricevuto il mandato di valutare le procedure da seguire a garanzia della correttezza dei processi.

2. LE STRATEGIE DI SVILUPPO E IL FALLIMENTO DELLE TRATTATIVE CON MURDOCH, TELEFONICA E AT&T

Estate 2006: il quadro regolatorio e il piano “media&broadband”

Tra la primavera e l'estate 2006, il quadro regolatorio prospetta una situazione diversa e più impegnativa per Telecom e Tim. Il primo, vero risultato industriale dell'integrazione tra Telecom e Tim sarebbe stato il lancio di “Unico”, il primo telefono convergente fisso-mobile, previsto per il mese di luglio 2006. Telecom Italia aveva previsto di vendere 1 milione di pezzi entro il 2008. Il lancio commerciale di Unico, però, fu rinviato sine die a seguito del blocco deciso nel giugno 2006 dal Consiglio dell'Autorità per le Telecomunicazioni, che in alternativa in quel periodo concesse la sperimentazione di 30mila apparati per un periodo di sei mesi. Precedentemente l'Autorità aveva sospeso anche altre offerte ADSL (Internet veloce) particolarmente innovative. Tutto ciò nonostante a luglio, nella relazione annuale dell'Agcom, si riconoscesse che *“nel comparto delle telecomunicazioni...l'Italia viene indicata in sede europea come un Paese d'eccellenza nella promozione di servizi a innovativo contenuto tecnologico. La Commissione europea, nel suo ultimo rapporto sullo stato delle telecomunicazioni elettroniche in Europa, sottolinea il ruolo leader dell'Italia nella telefonia mobile e nell'unbundling...Nella diffusione della banda larga eravamo agli ultimi posti. Ai nostri giorni l'Italia, pur partendo da posizioni di retroguardia, sta crescendo con un tasso di incremento (187% in due anni), significativamente superiore a quello dell'Europa a quindici”*. A fronte del quadro regolatorio e alla luce della necessità di focalizzare ulteriormente il Gruppo Telecom Italia sul business dei servizi broadband e media in Italia e nel resto d'Europa, il management sottopone all'approvazione del Consiglio di Amministrazione dell'11 settembre 2006 un piano di riorganizzazione che prevedeva la separazione tra le attività di telefonia fissa, mobile e rete d'accesso. Il nuovo piano si prefiggeva essenzialmente due obiettivi: 1) diminuire l'anomala pressione regolatoria, politica e dei competitor sulla rete, separando l'accesso; 2) dimostrare a Murdoch che il gruppo non poteva essere condizionato dalla politica (vedi comunicato stampa di Palazzo Chigi allegato) nelle sue scelte strategiche e che, se necessario, avrebbe potuto liberare risorse a fronte di un'accelerazione degli investimenti di grande respiro tecnologico e industriale.

Le strategie: le trattative con NewsCorp e Telefonica

Nell'ottica di favorire lo sviluppo della società nel business della vendita dei contenuti attraverso la banda larga, nella primavera del 2006 Telecom Italia avvia una trattativa con la News Corporation di Rupert Murdoch. Obiettivo dei negoziati era raggiungere un accordo che avrebbe consentito a Telecom Italia di trasmettere attraverso la banda larga i contenuti prodotti dalle società del Gruppo NewsCorp. I contatti tra le due società si interrompono a settembre (il giorno 20, il Corriere della Sera riporta le considerazioni di Murdoch con gli analisti di Wall Street, anche in riferimento alla vicenda Telecom: “Troppa politica, devo cercare soci per Sky Italia” – vedi articolo allegato). L'accordo con Murdoch avrebbe potuto essere esteso a un altro grande gruppo di telecomunicazioni con cui aggregare oltre 300 milioni di clienti, divenendo così l'unica grande realtà di media e telecomunicazioni in grado di competere con Microsoft, Google e Yahoo.

Alla metà di quello stesso mese, Marco Tronchetti Provera si dimette dalla presidenza di Telecom Italia. Nei mesi successivi, sulla scia di consolidati contatti che nel tempo Telecom Italia aveva intrattenuto con Telefonica, Marco Tronchetti Provera, da presidente di Pirelli, avvia con la stessa Telefonica un negoziato finalizzato all'ingresso della società spagnola in Olimpia con una quota di minoranza. In parallelo, Telecom Italia inizia un'analisi delle sinergie industriali con Telefonica. L'operazione punta a consolidare una partnership industriale tra i due gruppi, potenzialmente in grado di consentire sinergie di costi e ulteriore sviluppo internazionale. I negoziati, annunciati l'11 febbraio 2007, sono accompagnati da un vivace dibattito politico e giornalistico sul tema della “italianità” di Telecom Italia, nonostante Pirelli avesse assicurato il mantenimento della maggioranza del capitale di Olimpia in mani italiane. Il 1 marzo 2007, in occasione di una conference call con gli analisti, il presidente di Telefonica Cesar Alierta annuncia la sospensione dei

negoziati in quanto “le circostanze rendono difficile (per noi) procedere”. Qualche settimana dopo, il leade independent director di Telecom Italia Guido Ferrarini, a nome dei consiglieri indipendenti della società, scrive una lettera al presidente Guido Rossi per denunciare una mancanza di trasparenza da parte del management in merito al piano strategico della società e, in particolare, ai colloqui con Telefonica.

Pirelli decide di uscire da Olimpia: le trattative con At&T e America Movil

A seguito del fallimento della trattativa con Telefonica, in considerazione della situazione di stallo determinatasi, il 12 marzo 2007 il Consiglio di Amministrazione di Pirelli & C. SpA conferisce mandato al Presidente, Marco Tronchetti Provera, di esplorare riguardo a Olimpia tutte le possibili opzioni, non esclusa la dismissione della partecipazione, per la migliore valorizzazione dell’asset nell’interesse di tutti gli azionisti. Il 1 aprile, Pirelli e Sintonia comunicano al mercato di avere avviato una trattativa con operatori internazionali del calibro di At&T e America Movil per la cessione del 66% di Olimpia. La notizia provoca numerose reazioni contrarie, nonostante le dichiarazioni amichevoli del management delle società americane e il mantenimento del diritto di prelazione in capo a Mediobanca e Generali. Alcuni esponenti politici, anche di rilievo, chiedono che a Telecom siano revocate le concessioni (benché non esista alcuna concessione), mentre altri propongono la nazionalizzazione della rete. Così, due settimane dopo l’inizio delle trattative, At&T decide di ritirare la propria offerta “a causa di possibili difficoltà regolatorie”. L’ambasciatore americano a Roma, Ronald Spogli, critica l’interventismo pubblico nell’economia che caratterizza l’Italia, compromettendo gli investimenti americani a vantaggio di altri paesi europei come Germania, Francia e Spagna. Resta in piedi la sola offerta di America Movil.

28 aprile 2007: l’accordo con i soci di Telco

Dopo il fallimento della trattativa con At&T e America Movil, si arriva quindi all’intervento di una cordata italiana, arricchito da una partnership con un operatore internazionale. Il 28 aprile 2007, infatti, Pirelli e Sintonia raggiungono un accordo con un gruppo di primari investitori finanziari italiani (Intesa, Mediobanca, Generali e Sintonia) e Telefonica finalizzato alla cessione del 100% del capitale di Olimpia. La stessa Telefonica si ripropone quindi come investitore significativo nella nuova compagine azionaria di Telecom Italia (con una quota in trasparenza del 10% circa), questa volta senza suscitare alcuna opposizione politica di rilievo. L’accordo, sottoscritto in data 4 maggio, viene perfezionato il 25 ottobre 2007.

3. GLI INVESTIMENTI DI OLIMPIA E PIRELLI IN TELECOM ITALIA E IL FALSO MITO DEI DIVIDENDI

Frequentemente, in passato, alcuni commentatori hanno sostenuto che Pirelli e Olimpia avrebbero “spremutato” Telecom Italia attraverso i dividendi per ripagare i propri debiti, sacrificando gli investimenti per lo sviluppo della società. Attraverso i numeri, tuttavia, è possibile constatare che Olimpia e i suoi azionisti (in particolare Pirelli e Benetton) hanno effettuato investimenti significativi in Telecom Italia sempre con risorse proprie. Inoltre, grazie alla semplificazione societaria di Telecom Italia promossa dalla gestione Pirelli, gli azionisti di minoranza hanno ricevuto, oltre ai dividendi, circa 22 miliardi di euro.

Gli investimenti di Pirelli e Olimpia nell’operazione Olivetti-Telecom e i 22 miliardi di euro restituiti al mercato

L’acquisizione della quota in Olivetti-Telecom è stata finanziata con un mix di mezzi propri e debito. Il capitale proprio iniziale dei soci ammontava a circa 5,2 miliardi di euro. Pochi mesi dopo l’acquisizione della quota Olivetti-Telecom, Olimpia promuove un aumento di capitale e un’emissione obbligazionaria in Olivetti, contribuendovi con risorse proprie per circa 1 miliardo di

euro (in totale l'aumento di capitale era pari a circa 4 miliardi di euro, metà in azioni metà in convertibili). L'obiettivo era il rafforzamento della struttura finanziaria di Olivetti. Gli investimenti proseguono nel periodo 2003-2005, quando Marco Tronchetti Provera decide di dare vita a un'operazione di accorciamento della catena partecipativa di Telecom Italia. Con due aumenti di capitale per complessivi 2,8 miliardi di euro, Olimpia contribuisce in modo determinante alla realizzazione delle fusioni Olivetti-Telecom e Telecom-Tim. Risale al 2003, inoltre, l'ingresso di Hopa in Olimpia con 961 milioni di euro attraverso apporto.

Com'è noto, le fusioni Olivetti-Telecom e Telecom-Tim hanno consentito di semplificare la struttura societaria di Telecom Italia, di avvicinare i flussi di cassa all'indebitamento, migliorandone la gestione, e di favorire la convergenza tra piattaforme di telefonia fissa e mobile. Ma c'è stato anche un beneficio finanziario per tutti gli azionisti, ai quali sono stati "restituiti" 22 miliardi di euro per il riacquisto delle minorities di Olivetti (8 miliardi di euro) e TIM (14 miliardi di euro).

L'investimento complessivo dei soci di Olimpia è ammontato dunque a circa 9 miliardi di euro, 6,5 dei quali sono stati investiti dal Gruppo Pirelli. In dettaglio, Pirelli ha investito: 3.120 milioni di euro per la sottoscrizione del capitale iniziale di Olimpia (2001), 388 milioni di euro per sottoscrivere l'aumento di capitale di Olimpia a supporto della fusione Olivetti-Telecom (2003), 1.344 milioni di euro per sottoscrivere l'aumento di capitale di Olimpia a supporto della fusione Telecom-Tim (2005), 497 milioni per il riacquisto della quota di Hopa in Olimpia (2006) e 1.170 milioni per il riacquisto delle quote di Banca Intesa e Unicredito in Olimpia (2006). Nel corso di tutto il suo investimento indiretto in Telecom Italia, Pirelli non ha percepito alcun dividendo attraverso Olimpia.

Olimpia e la politica dei dividendi di Telecom Italia

Per quanto riguarda il discusso tema dei dividendi, occorre in primo luogo ricordare che Olimpia, detentrica del 12,4% del capitale sociale totale di Telecom Italia (costituito, com'è noto, da azioni ordinarie e di risparmio), ne ha beneficiato in modo marginale rispetto a tutti gli altri azionisti. La politica dei dividendi di Telecom Italia nel corso della gestione Pirelli, come più volte dichiarato dal management, non è stata concepita per favorire gli interessi di un singolo azionista. Al contrario, analogamente a quanto fatto da alcuni peers del settore delle telecomunicazioni (come Deutsche Telekom, che nel 2006 ha avuto il payout/ratio più elevato tra gli operatori europei), Telecom Italia è andata incontro alle richieste del mercato, che considerava il dividendo uno dei maggiori atout di un settore che negli ultimi anni è stato particolarmente penalizzato in Borsa.

Olimpia, nel corso degli anni, ha progressivamente migliorato la propria gestione ordinaria, che è diventata positiva già dal 2004. L'equilibrio finanziario di Olimpia non era legato al mantenimento di un elevato payout da parte di Telecom Italia. A partire dall'esercizio 2006, infatti, Olimpia avrebbe potuto ottenere un risultato della gestione ordinaria positivo anche a fronte di una riduzione del 50% del payout di Telecom Italia. Sempre a partire dallo stesso esercizio, in linea teorica, Olimpia avrebbe inoltre potuto rinunciare del tutto al dividendo Telecom Italia per circa cinque anni (fino al 2010) senza violare in alcun modo i covenant sulle proprie linee di credito. La situazione patrimoniale della società era tale che il suo gearing (rapporto debito netto/patrimonio netto) non è mai stato superiore a 1. Nell'ipotesi teorica che Telecom Italia avesse cessato di distribuire dividendi a partire dal 2006, tale soglia sarebbe stata superata solo nel 2009.

Tabella 1: Olimpia e i dividendi da Telecom Italia

valori in milioni di euro

	Gest ord+strd	Interessi netti	dividendi	svalutazioni	ris. Netto	PFN	Ris netto ante sval	Ris netto ante sval div 50%
2001	(0,9)	(30,5)			(31,4)	3.509,0	(31,4)	(31,4)
2002	(4,3)	(173,0)		(68,4)	(245,7)	3.675,8	(177,3)	(177,3)
2003	(11,5)	(174,7)		(143,4)	(329,6)	3.277,8	(186,2)	(186,2)
2004	(2,0)	(164,8)	182,4		15,6	3.251,1	15,6	(75,6)
2005	(1,0)	(168,0)	263,1	(1.191,0)	(1.096,9)	3.164,3	94,1	(37,5)
2006	(1,4)	(140,9)	337,0	(3.131,4)	(2.936,7)	2.870,7	194,7	26,2
2007 (fino al 25/10)	(0,9)	(102,1)	337,0		234,0	2.696,8	234,0	65,5

I covenant sulle linee di credito prevedevano:
per linea da € 2,4 mld PFN non superiore a € 4, mld
per linea da € 0,6 mld PFN non superiore a € 6, mld
per linea da € 0,3 mld PFN non superiore a € 6, mld

Il valore di TI, al raggiungimento del quale Olimpia dato in pegno al totalità delle azioni TI era circa 1,30

Tabella 2: ipotesi andamento Posizione finanziaria netta (PFN) ed equity dal 2006, senza incasso del dividendo di Telecom Italia (base interessi 2006+5%)

	Gest ord+strd	Interessi netti	PFN	Net equity	gearing
2006	(1,4)	(140,9)	3.207,7	3.969,0	0,81
2007	(1,4)	(147,9)	3.357,0	3.819,7	0,88
2008	(1,4)	(155,3)	3.513,8	3.662,9	0,96
2009	(1,4)	(163,1)	3.678,3	3.498,4	1,05
2010	(1,4)	(171,3)	3.851,0	3.325,7	1,16
2011	(1,4)	(179,8)	4.032,2	3.144,5	1,28
2012	(1,4)	(188,8)	4.222,4	2.954,3	1,43

Il debito di Olimpia: dai 3,6 miliardi del 2002 ai 2,87 del 2006

L'indebitamento netto della società è diminuito, nel corso degli anni, da circa 3,6 miliardi di euro nel 2002 a circa 2,87 miliardi di euro di fine 2006. Al momento di essere ceduta, la società aveva un debito inferiore ai 2,7 miliardi di euro e disponeva di linee di credito a medio termine inutilizzate per circa 400 milioni di euro. La scadenza del debito era compresa tra il 2010 e il 2012; circa il 70% del debito era coperto a tasso fisso (costo medio attuale pari a circa 4,5%).

4. LA VICENDA DELLE PRESUNTE INTERCETTAZIONI TELEFONICHE

Per oltre due anni, molti organi di informazione hanno ripetutamente riferito dell'esistenza di una centrale d'ascolto illegale all'interno di Telecom Italia, riportando in alcuni casi anche di presunte responsabilità dell'ex presidente della società, Marco Tronchetti Provera.

Nonostante le numerose smentite da parte di Telecom Italia, i continui articoli sul tema hanno radicato nell'opinione pubblica la convinzione dell'esistenza di intercettazioni telefoniche illegali organizzate dalla società con la complicità o quantomeno la consapevolezza da parte dei suoi vertici. Tale convinzione, in realtà, è stata il frutto di una grande "suggestione collettiva", come emerge dalla lettura di una richiesta di archiviazione di un procedimento penale a carico del senatore Luigi Grillo, presentata il 27 agosto 2008 dal pubblico ministero di Milano, Fabio Napoleone.

"La notizia dell'esistenza di una centrale, interna a Telecom Italia, dedita a intercettare illegalmente numerosissime persone particolarmente impegnate nei settori politici, finanziari e sociali – scrive Napoleone – pur non sorretta da accertamenti giudiziari, risulta essere stata diffusa dai media in modo così capillare e reiterato da generare in tutta l'opinione pubblica il convincimento della sua veridicità al punto da coinvolgere in simile suggestione collettiva anche

molti settori delle istituzioni che per notevole lasso di tempo hanno confuso in atti ufficiali la raccolta illegale di dossier con l'attività di intercettazione illecita"

Dopo oltre tre anni di indagine, centinaia di interrogatori e migliaia di pagine di verbali, i magistrati hanno dimostrato che Telecom non ha mai fatto intercettazioni telefoniche e che i suoi vertici erano totalmente estranei all'attività di raccolta di informazioni riservate disposta dalla security di Pirelli e Telecom ed effettuata con metodi illegali, per la quale sono stati rinviati a giudizio sei dipendenti di Pirelli e Telecom Italia.