

Lo scenario. L'azienda non genera più risorse sufficienti per crescere, colpa dei vari capitani d'industria ma anche degli investitori istituzionali. Per il patron di Vivendi possibile cessione dopo il taglio dei costi

Per il colosso tlc 10 anni di declino ora Bolloré potrebbe venderlo e comprare tutta Mediaset

L'OBIETTIVO VERO È MEDIASET

Bolloré, il re di Francia che si mangia Telecom

Dal 2005 il titolo in Borsa ha perso il 70% del proprio valore rispetto all'indice europeo del settore

Il 25% posseduto dai francesi vale oggi più o meno il 100% della società di Berlusconi

ALESSANDRO PENATI

ICONTI delle aziende interessano poco agli italiani. Ma sono molto affascinati dai personaggi di chi le comanda. E così, l'arrivo in Telecom Italia di uno scalatore francese (Bolloré), già sodale di Mediobanca, che caccia l'amministratore delegato Patuano e vuole fare affari con Berlusconi in un settore sotto i riflettori come i media, solleva un polverone. Manco fosse la farfallina di Belén. Ma dietro tanto clamore si cela la realtà di un'azienda in declino.

UN'AZIENDA dalle prospettive non certo brillanti, in un settore europeo incapace di risolvere il rebus della crescita. Prospettive che l'arrivo di Bolloré rende ancora più incerte.

Dieci anni fa, Telecom Italia fatturava 29,9 miliardi, con un margine degli utili (ante imposte e interessi) sui ricavi del 22,8%. Nel 2015, il fatturato è sceso a 19,7 miliardi, e il margine al 15% (gravato anche da elementi straordinari). Dieci anni fa la gestione operativa generava 9,9 miliardi di liquidità, che ne finanziavano 5,2 di investimenti fissi; il resto serviva per pagare 2,6 miliardi di interessi sull'enorme debito accumulato e 2,3 di dividendi ai soliti azionisti a corto di capitali. L'anno scorso la liquidità della gestione operativa si era dimezzata a 5 miliardi, ma i necessari investimenti fissi sono rimasti quelli di 10 anni fa (5,2 miliardi), come pure gli interessi (2,5 miliardi). Telecom è dunque come un ghiacciaio che si scioglie lentamente: non gene-

ra al suo interno risorse sufficienti per cambiare direzione e cercare di crescere; né può farlo indebitandosi, dato che l'esposizione attuale, in rapporto al margine operativo, eccede quella media di settore. Così, dal 2005 il titolo in Borsa ha perso il 70% del proprio valore rispetto all'indice europeo di settore; anche se, magna consolazione, da quattro anni si muove più o meno come il settore.

Chiare e ben note le responsabilità dei vari capitani di industria alla guida di Telecom in passato. Ma anche gli investitori istituzionali che li hanno succeduti, non hanno brillato per capacità di governo: hanno contribuito a nominare un consiglio pieno di autorevolezza e blasone, che però non è stato capace di indicare al management la strada per arrestare il declino, arrivando al ridicolo di approvare il 16 febbraio scorso il piano triennale predisposto da Patuano, per poi cacciarlo qualche settimana dopo.

Telecom, oltre a condividere i problemi del settore in Europa, ne aggiunge di propri. L'elevata frammentazione secondo i confini nazionali e il numero di operatori locali amplificano la concorrenza e limitano le economie di scala: così il fatturato medio per dipendente, 353mila euro, è ben al di sotto dei 568mila negli Usa. A questo Telecom aggiunge la forte concentrazione in Italia, dove la crescita dei consumi è tra le più basse, e la produttività dei di-

pendenti (80% del totale) è inferiore alla media (285mila euro per addetto); e la sua migliore fonte di crescita in passato, il Brasile, si è trasformata in tragedia: bisognava vendere anni fa, ai primi accenni di crisi.

C'è poi un problema di fondo. Tutti sembrano guadagnare dalla rivoluzione digitale, tranne chi trasporta il segnale. È successo con la telefonia mobile, dove i profitti sono andati ai produttori di smartphone, applicazioni e infrastrutture, lasciando le briciole alle aziende telefoniche. Lo stesso sta accadendo con internet: sono i produttori di contenuti, i social network, i venditori di pubblicità, i fornitori di tecnologia, l'e-commerce a guadagnare: molto meno chi posa la fibra e trasporta il traffico, specie se in forte regime di concorrenza. L'annosa questione sulla banda larga in Italia è malposta: chi non vorrebbe navigare a 100 Mbps sempre e ovunque? Ma quanto è disposto a pagare il consumatore italiano per l'investimento necessario? Non molto direi, guardando per esempio alla bassa pe-



netrazione e la scarsa redditività della Tv a pagamento.

Tutto questo Bolloré lo ha capito benissimo: infatti Vivendi ha fatto cassa uscendo sia dal Brasile, sia dalla telefonia in Francia. Ma allora, perché reinveste subito nella telefonia italiana che ha anche più problemi, e indirettamente in Brasile? Bolloré è un trader e un finanziere; non un imprenditore. La partecipazione in Telecom se l'è ritrovata vendendo il Brasile a Telefonica. Non sarei dunque sorpreso se volesse semplicemente valorizzarla e rivenderla con profitto. Infatti ha arrotondato la quota in Telecom per prendere il controllo senza Opa (nella migliore tradizione della casa); non converte le risparmi per non diluirsi; cambia il vertice, magari per qualcuno che sappia tagliare i costi; vende il Brasile e il vendibile; magari scinde Sparkle, l'unica strategica, in una società separata a controllo italiano; e poi rivende con profitto la quota di controllo

(sempre senza Opa) al concorrente europeo a caccia di economia di scala. Orange è uno dei papabili.

E la tanto pubblicizzata trattativa con Mediaset? Vivendi ha due attività: la musica, che va bene; e la Tv a pagamento che in Francia ristagna e fa fatica come ovunque. Ma perché dovrebbe comprare Mediaset Premium, aggiungendo solo perdite e problemi a Canal+? Mediaset Premium distribuisce contenuti, non li produce (e li paga a caro prezzo, vedi Champions). E non è strumentale a trasformare Telecom in una tv a pagamento, fornendole contenuti e clienti, perché oggi non ha la fibra con la velocità di trasmissione necessaria a fornire una tv con qualità analogica a satellitare e digitale; non ci sono i margini, e Bolloré non apporta 1 euro di nuovi capitali.

Diverso se Bolloré volesse comprare tutta Mediaset: Vivendi acquisterebbe una posizione domi-

nante anche in Spagna, risparmierebbe sugli acquisti dei contenuti e sulle produzioni mettendo assieme tre paesi, oltre ad incamerare la pubblicità della tv generalista. Ma a che serve scalare Telecom se l'obiettivo è Mediaset? Il 25% di Vivendi in Telecom vale oggi in Borsa più o meno come il 100% di Mediaset. Se Bolloré valorizzasse rapidamente Telecom e cedesse la sua quota di controllo, sarebbe facilmente in grado di fare un'offerta che Berlusconi non potrebbe rifiutare.

Sono solo mie congetture; anche se basate su numeri, non dicerie. In verità non ho la più pallida idea di quale sia veramente la strategia di Bolloré; il vero problema è che ben pochi investitori di Telecom lo sanno. Per Piazza Affari non è certo un momento glorioso. L'unica previsione sensata è che la vicenda Telecom rischia di diventare un monumento all'idiozia del nostro capitalismo e all'inefficienza del sistema finanziario italiano.

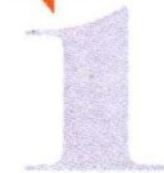
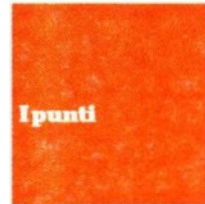
REPUBBLICA RISERVATA

I soci Telecom



*Possesso indiretto tramite opzioni

**Ha dichiarato di avere opzioni di acquisto per crescere fino al 15%



I CONTI DI TELECOM

Dieci anni fa Telecom fatturava 29,9 miliardi con un margine degli utili sui ricavi del 22,8 per cento. Nel 2015 il fatturato è sceso a 19,7 miliardi e il margine al 15 per cento



BOLLORÉ TRADER

Bolloré con il suo 24,9% potrebbe valorizzare la società, tagliare i costi e rivendere la quota di controllo a un concorrente europeo. Il gruppo Orange è uno dei papabili



LE MANI SU MEDIASET

Comprando tutta Mediaset, Bolloré avrebbe posizione dominante anche in Spagna, risparmierebbe sugli acquisti di contenuti e avrebbe la pubblicità della tv generalista