



**SENATO DELLA REPUBBLICA**

**COMMISSIONI RIUNITE VIII (LAVORI PUBBLICI,  
COMUNICAZIONI) E X (INDUSTRIA, COMMERCIO,  
TURISMO)**

**Audizione del Presidente della CONSOB**

**Giuseppe Vegas**

Roma, 26 settembre 2013

**Telecom Italia, oltre ad essere il principale operatore telefonico del mercato italiano, rappresenta uno dei principali attori del mercato finanziario nazionale. La società capitalizza circa 11 miliardi di euro ed il suo gruppo occupa oltre 80 mila dipendenti.**

**In considerazione del suo elevato indebitamento (circa 29 miliardi di indebitamento finanziario netto e 38 miliardi lordo), sorto inizialmente a seguito della nota OPA Olivetti e poi accresciutosi in occasione delle successive operazioni di cambio del controllo, negli ultimi anni la Società si è impegnata nella ricerca di una soluzione duratura alle proprie problematiche di natura finanziaria e industriale, aggravate, tra l'altro, da una situazione macroeconomica deteriorata nonché dall'eccessiva esposizione verso un mercato domestico ormai saturo e soggetto a una forte pressione concorrenziale, specie nel segmento *mobile*.**

**La situazione economico-finanziaria e le prospettive industriali di Telecom, da anni, hanno costituito oggetto di attenzione da parte della Consob. Solo negli ultimi dodici mesi sono stati effettuati oltre 20 interventi volti ad accertare le caratteristiche chiave della gestione della società.**

**Meritano di essere segnalati gli accertamenti connessi alla sostenibilità e all'attendibilità del piano industriale e alla capacità di rimborso dell'indebitamento. In tale contesto, le iniziative della Consob hanno, tra l'altro, riguardato le verifiche effettuate da Telecom in merito alla recuperabilità degli avviamenti iscritti in bilancio e, quindi, la solidità e la consistenza patrimoniale della società.**

#### **1. La situazione precedente all'accordo del 24 settembre**

**La situazione precedente all'accordo del 24 settembre vedeva Telco S.p.A. (Telco) come principale azionista di Telecom con una partecipazione pari al 22% circa.**

**Telco aveva un capitale rappresentato da 2 categorie di azioni: **Azioni A:** che rappresentavano il 53,82% del capitale possedute dagli Investitori Italiani (Generali, Mediobanca e Intesa); **Azioni B:** che rappresentavano il 46,18% del capitale sociale possedute da Telefonica.**

**Le azioni conferiscono ai loro possessori uguali diritti patrimoniali ed amministrativi, fatta eccezione per alcune disposizioni dello statuto sociale di Telco che prevedono, tra l'altro, il divieto dell'esercizio del diritto di voto in capo ai possessori da azioni B in determinate delibere relative ad attività da svolgersi nel mercato delle TLC di paesi in cui siano in vigore limitazioni o restrizioni, legali o regolamentari da parte delle competenti autorità (Brasile e Argentina).**

Tra gli azionisti Telco era in vigore un patto parasociale, originariamente stipulato in data 28 Aprile 2007 e successivamente modificato e avente durata sino al 28 febbraio 2015. Le Parti aderiscono al patto conferendo tutte le partecipazioni dalle stesse possedute in Telco. L'accordo ha la finalità di disciplinare, tra l'altro, (i) la *corporate governance* di Telco; (ii) la presentazione da parte di Telco di una lista ai fini della nomina dei consiglieri di Telecom Italia; e (iii) il regime di circolazione delle azioni Telco e delle azioni Telecom Italia dalla medesima detenute.

Il consiglio di amministrazione di Telco è composto da 10 amministratori nominati nel seguente modo: gli investitori italiani hanno diritto di nominare, fintantoché deterranno la maggioranza assoluta del capitale sociale di Telco (50% più 1 azione), 6 **amministratori**, incluso il Presidente. Telefonica, quale titolare di **azioni B**, ha diritto di nominare 4 **amministratori**, incluso il Vice-Presidente, fintantoché deterrà una percentuale pari ad almeno il 30% del capitale sociale di Telco, oppure due amministratori fintantoché deterrà una percentuale pari ad almeno il 20% del capitale sociale di Telco.

Per l'intera durata del patto, il consiglio di amministrazione di Telco approva la lista da sottoporre all'assemblea dei soci di Telecom per la nomina del CDA, composto da 15 membri, di cui due indicati da Telefonica e gli altri dagli investitori italiani.

## **2. L'accordo del 24 settembre 2013**

In data 24 settembre i soci di Telco Generali, IntesaSanpaolo, Mediobanca e Telefonica hanno concluso un accordo modificativo del patto parasociale relativo a Telco.

L'Accordo, da quanto risulta dai comunicati stampa, è articolato in due fasi:

**La prima fase**, eseguita nella medesima data del 24 settembre, prevede la sottoscrizione da parte di Telefonica di un aumento di capitale di Telco, dell'ammontare di Euro 324 mln utilizzati dai soci Telco per il rimborso dell'indebitamento bancario in scadenza a novembre 2013. La ricapitalizzazione, avvenuta valorizzando l'azione Telecom a Euro 1,09, ha comportato l'emissione e la sottoscrizione da parte di Telefonica di azioni di classe C senza diritto di voto. Le azioni C saranno convertibili in azioni B (e quindi acquisiranno il diritto di voto) a partire dal 1° gennaio 2014 e subordinatamente all'ottenimento delle prescritte autorizzazioni antitrust in Brasile e Argentina. Telefonica, a seguito di tale conversione, potrà arrivare ad una quota massima del 66% del capitale.

Contestualmente all'esecuzione dell'aumento di capitale, Telefonica ha acquistato, al valore nominale, dai Soci Italiani - pro quota - il 70% del prestito

obbligazionario emesso da Telco, attualmente detenuto dai soci Telco in proporzione alla loro partecipazione al capitale.

**La seconda fase prevede la sottoscrizione da parte di Telefonica di un ulteriore aumento di capitale sociale di Telco per Euro 117 milioni, sempre con emissione di azioni prive del diritto di voto (azioni di Classe C) ed ai medesimi termini e condizioni del primo aumento di capitale. A seguito dell'esecuzione di tale secondo aumento di capitale, che sarà subordinata all'ottenimento da parte di Telefonica di tutte le autorizzazioni regolamentari e antitrust, la partecipazione di Telefonica in Telco salirà al 70%, senza alcuna modifica nei diritti di *governance*.**

**L'operazione prevede poi dei chiari percorsi di exit degli investitori italiani in esito ai quali Telefonica potrà acquisire la totalità delle azioni Telco pagando un consistente sovrapprezzo rispetto agli attuali corsi di borsa.**

**E' infatti prevista la concessione di un'opzione Call a favore di Telefonica la quale potrà, a decorrere dal 1 gennaio 2014, acquistare per cassa tutte le azioni dei Soci Italiani in Telco, ad un prezzo determinato valorizzando la partecipazione di Telco in Telecom Italia al maggiore tra (i) Euro 1,1 e (ii) il prezzo di mercato delle azioni al momento dell'esercizio della Opzione Call (ieri il titolo ha chiuso ad un prezzo di 0,57 Euro). L'esercizio dell'Opzione sarà soggetto all'ottenimento da parte di Telefonica di tutte le autorizzazioni regolamentari e antitrust. L'esercizio della Call comporterà altresì l'obbligo di acquistare le quote residue del prestito obbligazionario emesso da Telco detenute dai Soci Italiani.**

**Ciascun socio di Telco mantiene inoltre la possibilità di vedersi attribuire le azioni di Telecom Italia, uscendo così dal patto parasociale, attraverso la scissione di Telco, che potrà essere richiesta durante una prima finestra tra il 15 ed il 30 giugno 2014 ed una seconda finestra tra il 1° ed 15 febbraio 2015.**

**Quindi Telefonica, ad esito di tali fasi, e comunque non prima dell'1 gennaio 2014 potrà acquisire la maggioranza del Consiglio di Amministrazione di Telco e Telecom.**

**Laddove invece si verificasse il superamento della soglia del 50% dei diritti di voto in Telco da parte di Telefonica, ma non la totale estromissione dei Soci Italiani per effetto dell'esercizio dell'opzione *call*, la *governance* di Telco e di Telecom sarà così articolata:**

- (i) per quanto riguarda Telco:**
  - il consiglio di amministrazione continuerà ad essere composto da 10 membri,**
  - i Soci Italiani nomineranno 5 amministratori e Telefonica i restanti 5;**
  - i quorum assembleari di cui allo statuto vigente rimarranno invariati;**

(ii) per quanto riguarda le modalità di presentazione della lista per la nomina degli amministratori di Telecom Italia, le parti hanno concordato che il numero degli amministratori da eleggere non sia inferiore a 13 e che, al netto degli amministratori da riservare alle liste di minoranza (in numero di 3), i Soci Italiani avranno la possibilità di indicare i primi 2 nominativi della lista, mentre i restanti nominativi (8) saranno indicati per metà dai Soci Italiani e per metà da Telefonica.

Fino alla eventuale conversione delle azioni prive del diritto di voto in azioni con diritto di voto, i diritti di *governance* di ciascuna delle parti rimarranno immutati rispetto a quelli attualmente in vigore.

### **3. L'applicabilità della normativa italiana sull'opa al caso Telecom**

L'attuale normativa italiana lega l'obbligo di opa al superamento del 30% del capitale con diritto di voto, indipendentemente dal fatto che alla partecipazione acquisita corrisponda una situazione di controllo della società quotata.

Sempre secondo l'attuale normativa, l'obbligo di opa scatta anche nel caso in cui si acquisisca il controllo di una società non quotata che a sua volta detenga una partecipazione superiore al 30% in una società quotata e questa costituisca la parte prevalente del patrimonio della società non quotata acquisita (combinato disposto dell'art. 106 TUF e 45 del Regolamento Emittenti).

In un'operazione come quella su Telecom, in cui oggetto dell'acquisto è una partecipazione in una società non quotata (Telco) che detiene una partecipazione di rilievo in una società quotata (Telecom) che costituisce parte prevalente del suo patrimonio, perché ci sia obbligo di opa devono perciò verificarsi due condizioni:

- che l'operazione comporti l'acquisizione del controllo di Telco da parte di Telefonica;
- che Telco detenga più del 30% di Telecom .

La prima condizione non sembra al momento soddisfatta perché gli accordi tra gli azionisti Telco limitano il potere di Telefonica in quanto le azioni che Telefonica ha acquisito a seguito dell'aumento di capitale riservato (e che portano la sua partecipazione in Telco sopra il 50%) sono prive del diritto di voto fino al 1 gennaio 2014 e comunque subordinatamente all'ottenimento di tutte le autorizzazioni regolamentari e antitrust (incluse quelle in Brasile e Argentina). Solo quindi a partire da quella data e al verificarsi delle autorizzazioni, e cioè quando i poteri di *governance* di Telefonica ora solo potenziali diventeranno reali, sarà possibile per la Consob accertare l'acquisizione del controllo di Telco da parte di Telefonica.

La seconda condizione, cioè la detenzione di più del 30% di Telecom da parte di Telco, non è soddisfatta perché Telco detiene solo il 22,477% di Telecom e Telefonica non detiene direttamente azioni Telecom. Quindi la sua partecipazione complessiva in Telecom, anche al momento in cui dovesse acquisire il controllo di Telco, sarebbe inferiore al 30%, a meno che non vengano effettuati ulteriori acquisti.

#### **4. L'obbligo di opa nella direttiva Europea**

La normativa italiana sull' opa, nella sua versione attuale, è stata introdotta con il TUF nel 1998 ed è stata confermata, per gli aspetti che rilevano in questa sede, in occasione del recepimento della direttiva europea del 2004/25/CE.

La direttiva non dà un'indicazione univoca su come determinare il presupposto per il lancio di un'opa obbligatoria e in particolare se si debba ricorrere esclusivamente ad una soglia fissa di partecipazione o se si possa introdurre anche un criterio di carattere qualitativo relativo all'effettivo raggiungimento del controllo.

Da un lato infatti, nella definizione di offerta pubblica di acquisto si dice che l'obbligo di opa scatta a seguito "dell'acquisizione del controllo secondo il diritto nazionale della società emittente"; dall'altro, nel testo si dice che tale obbligo scatta qualora si raggiunga "una percentuale tale da esercitare il controllo" e che ciascuno stato membro individua "la percentuale di diritti di voto sufficiente a conferire il controllo".

La direttiva stabilisce pertanto un principio generale che lega l'obbligo di opa all'acquisizione del controllo, ma poi afferma che il controllo è definito da una percentuale fissa di partecipazione al capitale che deve essere definita da ogni stato membro.

Le scelte degli Stati membri si sono orientati prevalentemente verso il sistema basato esclusivamente sulla soglia fissa. Tuttavia solo alcuni Stati hanno optato per un sistema misto che combina i due elementi.

Allo stato attuale, da quanto risulta da un recente studio dell'ESMA, tutti gli Stati membri, tranne quattro (Spagna, Danimarca, Estonia e Repubblica Ceca) hanno adottato un modello a soglia fissa, nella maggior parte dei casi definita al 30% o al 33% dei diritti di voto.

Un paese tra quelli che hanno adottato il sistema a soglia fissa, l'Ungheria, ha previsto un sistema con due soglie, una al 33% e una al 25% per le società ad azionariato diffuso, definite come quelle in cui nessun altro azionista, oltre a quello che acquista la partecipazione superiore al 25%, detiene una partecipazione superiore al 10%. Un altro

paese, l'Austria, ha previsto una soglia unica al 30%, che può essere ridotta dalle singole società attraverso una previsione statutaria.

**I Paesi che hanno adottato un sistema misto hanno previsto una soglia fissa al cui superamento scatta comunque l'obbligo di opa (pari al 30% in Spagna e Repubblica Ceca e al 50% in Danimarca e Estonia) e un obbligo di opa per l'acquisizione di una partecipazione inferiore alla soglia ma tale da attribuire il controllo di fatto, sulla base di criteri prestabiliti, che ad esempio in Spagna riguardano la nomina della maggioranza degli amministratori nei 24 mesi successivi all'acquisizione della partecipazione.**

**Da quanto detto risulta quindi che gli Stati membri nel recepire la direttiva in materia di opa disponevano di notevoli margini di discrezionalità che riguardavano sia il modello di determinazione dell'obbligo di opa, che può essere come si è visto a soglia fissa o misto, sia il livello della soglia.**

**Va peraltro detto che il sistema che è stato preso a riferimento nel definire la normativa europea e l'originaria normativa italiana del TUF, quello inglese, è un sistema a soglia fissa pari al 30% e che la maggior parte dei principali paesi si è orientata verso tale modello anche con riferimento alla misura della soglia.**

**Pertanto l'attuale sistema normativo italiano risulta allineato a quello prevalente nell'Unione Europea. Un'eventuale modifica di tale sistema necessiterebbe di un intervento legislativo.**

**E' evidente che far scattare l'opa in tutti i casi di effettivo *change of control* rappresenta la modalità che più si conforma alla stessa *ratio* dell'opa obbligatoria, cioè quella di attribuire agli azionisti di minoranza un diritto di *exit* a parità di condizioni in caso di mutamento del soggetto controllante. Tale *ratio* sottintende una considerazione sostanziale degli assetti proprietari in un contesto, quale quello italiano, in cui sono ancora presenti scatole cinesi e gruppi piramidali.**

**Tuttavia il sistema basato sull'accertamento di fatto del controllo è poco utilizzato nel contesto europeo ed internazionale perché, oltre a comportare minori condizioni di certezza del mercato del controllo societario, presenta notevoli problemi applicativi legati alla difficoltà di verificare *ex post* le situazioni di controllo di fatto. Problemi che si collegano sia agli elementi di discrezionalità che inevitabilmente tale valutazione comporta e da cui potrebbero derivare anche eventuali contenziosi, sia ai tempi necessari per l'accertamento che potrebbero essere non brevi e sono comunque successivi rispetto al passaggio del pacchetto del controllo. In sostanza vi è il rischio che l'opa venga lanciata a distanza di tempo dall'acquisito della partecipazione rilevante, con il rischio di alterare irrimediabilmente la parità di trattamento degli azionisti, vanificando in tal modo le stesse finalità dell'istituto.**

Nella prima legge italiana sull'opa (149/92) precedente al Testo Unico della Finanza, l'opa non scattava all'atto di una verifica di fatto circa la sussistenza del controllo, ma sempre in base al raggiungimento di una soglia che la Consob determinava *ex ante*, per ogni singola società, come idonea a conferire il controllo. Tale regola era inoltre controbilanciata dal fatto che in caso di superamento della soglia non vi era un obbligo di opa totalitaria ma di opa parziale, commisurata cioè alla quota di capitale che conferiva il controllo.

Venendo al sistema a soglia fissa, è chiaro che questo può consentire passaggi di controllo senza opa, ma evidentemente assicura una maggiore funzionalità del mercato a beneficio soprattutto dei piccoli investitori.

E' possibile interrogarsi sull'entità di questa soglia. Un recente rapporto del 2012 sullo stato di attuazione della Direttiva europea sull'opa (c.d. Marccus Report) evidenzia come non vi sia una "soglia magica" in grado di fotografare univocamente i casi di mutamento del controllo. Tanto che questo aspetto è rimasto, anche dopo l'adozione della Direttiva sull'OPA, nella disponibilità dei singoli stati membri.

La soglia stabilita dall'ordinamento italiano è quella adottata in tutti i principali paesi dell'Unione europea ed è definita dall'art. 106 del TUF.

Il livello della soglia è una scelta di carattere legislativo che dipende anche dalle condizioni del contesto economico.

Tanto è vero che la Consob, nell'ambito di un confronto intrapreso da qualche anno con gli attori del mercato per modernizzare il diritto delle società quotate e rilanciare l'accesso ai mercati regolamentati, già nel 2011 ha proposto, con una consultazione pubblica, di introdurre la facoltà, per le società neo-quotate di individuare nel proprio statuto la soglia più adatta alle proprie caratteristiche nell'ambito di un intervallo che allora veniva indicato tra il 25% ed il 35%. Nel 2012 questa proposta è stata nuovamente sottoposta all'attenzione del Governo. Nell'attuale contesto si può immaginare di prevedere un *range* più ampio ovvero di estendere a tutte le società quotate la facoltà di compiere questa scelta nello statuto.

Un'altra strada percorribile è quella di avvicinare quanto più possibile la soglia dell'opa obbligatoria ai livelli partecipativi che di norma consentono l'esercizio del controllo. Si tratterebbe in sostanza di diversificare il sistema di soglie in base alla struttura proprietaria della società. Ciò potrebbe essere realizzato ad esempio prevedendo una soglia più bassa per le società ad elevata capitalizzazione che presentano un azionariato particolarmente polverizzato e nelle quali il controllo può essere conseguito con quote partecipative relativamente ridotte.



**Si tratterebbe di interventi non sconosciuti ad altri ordinamenti europei e compatibili con la Direttiva. Del resto la stessa bozza del Testo Unico finanziario elaborata nel 1997 dalla commissione presieduta dall'allora direttore generale del Tesoro Mario Draghi e approvata preliminarmente dal consiglio dei ministri, andava in questa direzione, prevedendo che la soglia opa potesse essere abbassata sino al 15% per le società ad elevata capitalizzazione ed azionariato particolarmente diffuso.**

**Ovviamente un'eventuale modifica legislativa non dovrebbe avere un effetto retroattivo e non potrebbe che applicarsi alle acquisizioni successive alla sua entrata in vigore.**

**Tuttavia va rilevato che una modifica normativa che intervenisse nell'anno in corso non avrebbe un effetto retroattivo sul caso di specie. Infatti, solo a partire dal 1 gennaio 2014, o dalla successiva data in cui saranno ottenute le necessarie autorizzazioni antitrust, potrebbe ipotizzarsi l'acquisizione da parte di Telefonica di una partecipazione rilevante in Telecom, in quanto solo a partire da quel momento le azioni Telco sottoscritte da Telefonica acquisiranno il diritto di voto conferendo il controllo di diritto della società.**

**In conclusione si tratta di temi che sono giustamente all'attenzione, soprattutto nell'attuale congiuntura economica, del Parlamento del Governo e del paese. Come diceva l'allora Direttore del Tesoro Draghi nel 1997 in un'audizione al parlamento nell'ambito dei lavori preparatori del TUF, "ha poco senso drammatizzare il contrasto tra stabilità e contendibilità del controllo". Non a caso la disciplina opa che la sua commissione proponeva era ispirata ad un approccio pragmatico. Si tratta di proseguire con questo spirito, per trovare, pragmaticamente, le soluzioni normative che consentano di trovare il migliore equilibrio tra le diverse esigenze che la normativa sull'opa deve necessariamente contemperare, garantendo certezza agli operatori ma anche quella dinamicità delle regole necessaria per tener conto delle mutevoli condizioni del mercato.**

## APPENDICE 1

### SITUAZIONE FINANZIARIA DI TELECOM ITALIA

Telecom Italia, oltre ad essere il principale operatore telefonico del mercato italiano (l'*ex incumbent*), rappresenta uno dei principali attori del mercato finanziario nazionale.

#### Situazione del debito

In considerazione del suo **elevato indebitamento (circa 29 miliardi di indebitamento finanziario netto e 38 miliardi lordo)**, sorto inizialmente a seguito della nota OPA Olivetti e poi accresciutosi in occasione delle successive operazioni di cambio del controllo, negli ultimi anni la Società si è impegnata nella ricerca di una soluzione duratura alle proprie problematiche di natura finanziaria e industriale, aggravate, tra l'altro, da una situazione macroeconomica deteriorata nonché dall'eccessiva esposizione verso un mercato domestico ormai saturo e soggetto a una forte pressione concorrenziale, specie nel segmento *mobile*.

Di seguito si riporta l'analisi per scadenza dei rimborsi programmati nei prossimi anni al valore nominale di rimborso.

#### Passività finanziarie - Analisi per scadenza degli esborsi contrattualmente previsti

| (milioni di euro)                             |                        | con scadenza entro il 30.6 dell'anno: |              |              |              |              |               | Totale        |
|---|------------------------|---------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
|   |                        | 2014                                  | 2015         | 2016         | 2017         | 2018         | Oltre 2018    |               |
| Prestiti obbligazionari                       | Quota capitale         | 3.234                                 | 1.154        | 3.538        | 1.000        | 4.139        | 11.587        | 24.652        |
|   | Quota interessi        | 1.456                                 | 1.293        | 1.206        | 1.019        | 949          | 6.959         | 12.882        |
| Loans ed altre passività finanziarie          | Quota capitale         | 1.717                                 | 2.594        | 918          | 1.287        | 164          | 2.159         | 8.839         |
|   | Quota interessi        | 276                                   | 157          | 58           | (40)         | (43)         | (303)         | 105           |
| Passività per locazioni finanziarie           | Quota capitale         | 186                                   | 120          | 132          | 139          | 167          | 527           | 1.271         |
|   | Quota interessi        | 88                                    | 81           | 72           | 62           | 52           | 97            | 452           |
| <b>Passività finanziarie non correnti (*)</b> | <b>Quota capitale</b>  | <b>5.137</b>                          | <b>3.868</b> | <b>4.588</b> | <b>2.426</b> | <b>4.470</b> | <b>14.273</b> | <b>34.762</b> |
|   | <b>Quota interessi</b> | <b>1.820</b>                          | <b>1.531</b> | <b>1.336</b> | <b>1.041</b> | <b>958</b>   | <b>6.753</b>  | <b>13.439</b> |
| <b>Passività finanziarie correnti</b>         | <b>Quota capitale</b>  | <b>644</b>                            | -            | -            | -            | -            | -             | <b>644</b>    |
|   | <b>Quota interessi</b> | <b>5</b>                              | -            | -            | -            | -            | -             | <b>5</b>      |
| <b>Totale passività finanziarie</b>           | <b>Quota capitale</b>  | <b>5.781</b>                          | <b>3.868</b> | <b>4.588</b> | <b>2.426</b> | <b>4.470</b> | <b>14.273</b> | <b>35.406</b> |
|   | <b>Quota interessi</b> | <b>1.825</b>                          | <b>1.531</b> | <b>1.336</b> | <b>1.041</b> | <b>958</b>   | <b>6.753</b>  | <b>13.444</b> |

#### Andamento capitalizzazione ultimi 6 anni – Confronto con i principali competitor

Dal confronto dell'andamento della capitalizzazione dei principali *competitor* negli ultimi 6 anni emerge chiaramente la distruzione di valore occorsa a Telecom (-72% della capitalizzazione di mercato) rispetto alle altre società considerate.

| <b>Company Name</b> | <b>Q3 2007 - Q3<br/>2013<br/>Δ Market<br/>Value</b> |
|---------------------|---|
| Telecom Italia SpA  | -72,0%  |
| Vodafone Group plc  | 12,6%   |
| BT Group plc        | 8,9%  |
| Deutsche Telekom AG | -22,1%  |
| Orange SA           | -60,5%  |
| Telefonica SA       | -44,8%  |
| Vivendi SA          | -34,1%  |
| TeliaSonera AB      | -15,2%  |
| Swisscom AG         | -9,1%   |
| Telenor ASA         | 15,5%   |

*Fonte Thomson Datastream*

## Analisi comparata della struttura finanziaria e del rating

In particolare, dalla seguente analisi comparata dei principali *competitor* europei, si evince come l'indebitamento rappresenti il principale punto di debolezza di Telecom, specie se rapportato al patrimonio e all'EBITDA.

La società presenta il peggior *rating* tra i citati *competitor* (solo un notch sopra lo *speculative grade*).

| Company Name              | Country of Domicile | Net Debt / Equity | Market Cap USD (m) | Rating      |             |             | Net Debt to EBITDA (x) |             |
|---------------------------|---------------------|-------------------|--------------------|-------------|-------------|-------------|------------------------|-------------|
|                           |                     |                   |                    | Moody's     | S&P         | Fitch       | 2012A                  | 2013E       |
| Vodafone Group plc        | United Kingdom      | 0,35              | 159.022,61         | A3          | A-          | A-          | 2,03                   | 1,91        |
| Telenor ASA               | Norway              | 0,49              | 32.373,48          | A3          | A-          | NR          | 1,01                   | 1,02        |
| TeliaSonera AB            | Sweden              | 0,51              | 30.845,33          | A3          | A-          | NR          | 1,65                   | 1,58        |
| Vivendi SA                | France              | 0,59              | 28.905,98          | Baa2        | BBB         | BBB         | 1,61                   | 1,53        |
| Orange SA                 | France              | 1,23              | 29.270,66          | A3          | BBB+        | BBB+        | 2,22                   | 2,37        |
| Deutsche Telekom AG       | Germany             | 1,42              | 57.341,84          | Baa1        | BBB         | NR          | 2,05                   | 2,13        |
| <b>Telecom Italia SpA</b> | <b>Italy</b>        | <b>1,43</b>       | <b>14.573,95</b>   | <b>Baa3</b> | <b>BBB-</b> | <b>BBB-</b> | <b>2,43</b>            | <b>2,53</b> |
| Swisscom AG               | Switzerland         | 1,96              | 23.897,20          | A2          | A           | NR          | 1,84                   | 1,90        |
| Telefonica SA             | Spain               | 2,37              | 64.132,80          | Baa2        | BBB         | BBB+        | 2,45                   | 2,45        |
| BT Group plc              | United Kingdom      | n.a.              | 42.224,28          | Baa2        | BBB         | BBB         | 1,26                   | 1,21        |
| <b>Media</b>              |                     | <b>1,15</b>       |                    |             |             |             | <b>1,85</b>            | <b>1,86</b> |
| <b>Mediana</b>            |                     | <b>1,23</b>       |                    |             |             |             | <b>1,94</b>            | <b>1,90</b> |

Tutte e tre le società di rating hanno messo sotto osservazione con out look negativo Telecom.

E' prevedibile un nuovo aggiornamento del rating entro fine anno.

| &P's                           |          | Moody's                        |                          | Fitch Ratings                  |          |
|--------------------------------|----------|--------------------------------|--------------------------|--------------------------------|----------|
| Ultimo aggiornamento 12-ago-13 |          | Ultimo aggiornamento 08-aug-13 |                          | Ultimo aggiornamento 05-ago-13 |          |
| Rating                         | Outlook  | Rating                         | Outlook                  | Rating                         | Outlook  |
| BBB-                           | Negativo | Baa3                           | Credit Watch<br>Negative | BBB-                           | Negativo |

## Ulteriori profili di criticità

In aggiunta all'elevato indebitamento, vanno considerate le seguenti ulteriori criticità che contribuiscono ad alimentare la situazione di *stress* finanziario di Telecom:

- eccessiva esposizione verso il mercato domestico, ormai saturo;
- vincolo alla distribuzione di dividendi tenuto conto della necessità di Telco di rimborsare il debito in carico (ca. 2,7 miliardi di euro);
- mancanza di supporto finanziario da parte di Telco;
- difficoltà a reperire le risorse per sostenere gli investimenti necessari all'ammodernamento della rete;
- contesto macroeconomico deteriorato e incertezze politiche italiane;
- rischio di *downgrade* da parte delle agenzie di *rating* e potenziali effetti sulla capacità/onerosità del rifinanziamento del debito.

## Attività svolta dalla Consob

La situazione economico-finanziaria e le prospettive industriali di Telecom, da anni, hanno costituito oggetto di attenzione da parte della Consob.

Solo negli ultimi dodici mesi sono stati effettuati oltre 20 interventi volti ad accertare le caratteristiche chiave della gestione della società.

Meritano di essere segnalati gli accertamenti connessi alla sostenibilità e all'attendibilità del piano industriale e alla capacità di rimborso dell'indebitamento. In tale contesto, le iniziative della Consob hanno, tra l'altro, riguardato le verifiche effettuate da Telecom in merito alla recuperabilità degli avviamenti iscritti in bilancio<sup>1</sup> e, quindi, la solidità e la consistenza patrimoniale della società.

Inoltre, profili di particolare criticità, ai quali è stata indirizzata l'attività di vigilanza nell'ultimo periodo, hanno riguardato le seguenti ipotesi di operazioni di natura straordinaria:

- scorporo della infrastruttura di accesso;
- integrazione con H3G Italia;
- operazione di ricapitalizzazione.

---

<sup>1</sup> Al riguardo si rammenta che, in seguito alle svalutazioni per complessivi €/mld. 7 effettuate in occasione della redazione del bilancio 2012 e della semestrale 2013, alla data del 30 giugno 2013 risultano allocati alla voce in questione circa €/mld. 30.

## APPENDICE 2

### ANALISI DI MERCATO DEL TITOLO TELECOM ITALIA SPA

#### 1. *Analisi dell'andamento del titolo nel periodo 1° agosto – 24 settembre 2013*

Nel periodo compreso tra il 1° agosto ed il 24 settembre 2013 il titolo TELECOM ITALIA S.p.A. (nel prosieguo, Telecom) ha fatto registrare una *performance* positiva pari al 12,12%, passando da €0,538 ad €0,6032, con una variazione superiore all'indice FTSE Mib che nello stesso periodo è aumentato del 6,47%. Il quantitativo medio di azioni negoziate nel periodo è stato pari a 150,5 milioni, corrispondenti a c.a l'1,12% del capitale ordinario dell'emittente.

In dettaglio, il titolo è stato caratterizzato da un *trend* negativo nel *sub-periodo* compreso tra il 1° ed il 28 agosto 2013, durante il quale il prezzo ufficiale ha fatto segnare una variazione negativa dell'11,08%, peggiore dell'indice FTSE Mib che nelle stesse giornata ha avuto una variazione del -1.14%. In tale *sub-periodo*, i volumi negoziati sono stati relativamente bassi, con un quantitativo di azioni scambiate mediamente pari a 80,6 milioni di azioni, corrispondente a c.a. lo 0,60% del capitale.

Al riguardo, si riportano i principali elementi emersi dall'analisi del contesto informativo relativo al titolo Telecom nel periodo compreso tra il 1° ed il 28 agosto 2013.

- **2 agosto 2013** (ore 07.30) - Il Consiglio di Amministrazione ha approvato la relazione finanziaria semestrale al 30 giugno 2013. Risultato netto consolidato negativo per 1.407 milioni di euro, con una flessione di 2.649 milioni di euro rispetto al primo semestre 2012 (1.242 milioni di euro), per effetto anche della svalutazione dell'avviamento per complessivi 2,2 miliardi di euro. Riviste al ribasso le previsioni per l'anno 2013 relative sia all'Ebitda consolidato, da "*low-single digit decline*" a "*mid-single digit decline*", sia all'Ebitda *domestic*, da "*mid-single digit decline*" a "*high-single digit decline*". Confermate sia la *guidance* "*stable*" per il fatturato di gruppo sia quella di riduzione del debito netto sotto i 27 miliardi di euro.
- **5 agosto 2013** (ore 16.18) – La società ha reso noto che l'agenzia di *rating* Fitch ha modificato il *rating* di Telecom Italia S.p.A. dal livello di "BBB" a "BBB-" con *outlook negative*<sup>2</sup>.
- **6 agosto 2013** – Le agenzie di stampa riportano che Franco Lombardi, Presidente dell'Associazione Azionisti Telecom Italia (Asati), a margine di un'audizione in commissione Trasporti della Camera, avrebbe affermato "*Telecom Italia ha bisogno di nuove risorse finanziarie per migliorare l'assetto patrimoniale*" e a metterle dovrebbero essere Cdp e Fondo Strategico, vista la situazione di Telco.
- **7 agosto 2013** – Le agenzie di stampa riportano che "*Piazza Affari e' salita dello 0,93% nel Ftse Mib e dello 0,81% nel Ftse All Share. Il traino e' venuto da Telecom italia (+4,4%) rimbalzata anche grazie alle ipotesi di un aumento di capitale riservato a nuovi soci in entrata*".

---

<sup>2</sup> "*The downgrade reflects the worsening operating conditions in TI's domestic business due to regulatory pressure, a continued mobile price war and a weak economic environment. The erosion of TI's cash flow generation looks to continue into 2014. If the domestic business can be stabilised, and leverage brought under control, Fitch fundamentally views TI as an investment grade credit*".

- **13 agosto 2013** (ore 12.59) – La società ha reso noto che l'agenzia di *rating* Standard & Poor's ha confermato il *rating* di Telecom Italia S.p.A. al livello di "BBB-" modificando l'*outlook* da *stable* a *negative*.

Successivamente, a partire dal 29 agosto e fino al 9 settembre 2013, il prezzo ufficiale delle azioni Telecom ha avuto una performance molto positiva, con una variazione del 26.88%, passando da €0,4784 ad €0,607, a fronte di una variazione dell'indice FTSE Mib pari al 2,87%. Nelle stesse giornate, gli scambi sono stati caratterizzati da volumi elevati rispetto al periodo precedente, con una media giornaliera di 265,6 milioni di azioni, corrispondenti a c.a. l'1,98% del capitale.

In tale periodo, le principali notizie ed indiscrezioni che hanno interessato Telecom sono di seguito sintetizzate.

- **29 agosto 2013** – Le agenzie di stampa riportano del balzo di Telecom a Piazza Affari su ipotesi di stampa che vedono più vicina una ricapitalizzazione di Telco.

Inoltre, le trattative di Vodafone con Verizon per la cessione al gruppo Usa della partecipazione nella *joint venture* Verizon Wireless hanno acceso i riflettori sul comparto delle telecomunicazioni europee. A Londra i titoli del gruppo britannico sono saliti di quasi il 9%, spingendo al rialzo l'indice Stoxx600 settoriale di oltre il 3%. Beneficia di questo interesse per il comparto anche Telecom Italia.

- **30 agosto 2013** – Le agenzie di stampa riportano del *report* positivo emesso da Bernstein su Telecom Italia. Gli analisti hanno migliorato il giudizio sul titolo portandolo da "*market perform*" ad "*outperform*", sostenendo che la società potrebbe essere coinvolta nel risiko europeo del settore delle telecomunicazioni e ipotizzando anche un potenziale interesse di Vodafone, Telefonica o At&T.
- **2 settembre 2013** – Le agenzie di stampa riportano del *report* di Equita Sim, nel quale sarebbe spiegato che il titolo Telecom è "*giustamente sostenuto da elementi speculativi di breve periodo, ma con upside relativamente contenuto dall'incertezza sulla struttura finanziaria e dall'azione delle agenzie di rating*".
- **5 settembre 2013** – Le agenzie di stampa riportano di indiscrezioni della Repubblica e del Messaggero su un'ipotesi di ingresso di Naguib Sawiris, che già nello scorso autunno aveva avanzato una manifestazione d'interesse. Secondo Repubblica un aumento di capitale riservato all'imprenditore egiziano sarebbe sul tavolo del prossimo Consiglio di Amministrazione del 19 settembre. Secondo Il Messaggero i soci italiani sono più aperti all'ipotesi, anche se Telefonica resta contraria. Si fanno anche i nomi di Hutchison Whampoa e America Moviles, eventualmente come partner di Telefonica (entrambi presenti in Brasile).

Tra il 10 ed il 23 settembre, il prezzo delle azioni Telecom ha in parte ritracciato, perdendo il 4,23%, arrivando ad un valore di €0,5813, a fronte di una variazione dell'indice FTSE Mib pari al +3,81%. Nelle stesse giornate i volumi negoziati si sono mantenuti sui livelli medi di periodo, con 150 milioni di azioni giornalmente negoziate.

In tale periodo, le principali notizie ed indiscrezioni che hanno interessato Telecom sono di seguito sintetizzate.

- **13 settembre 2013** (ore 17.30) – La società ha comunicato che l'Ingegnere Elio Cosimo Catania ha rassegnato le proprie dimissioni dalla carica di Consigliere di Amministrazione.
- **19 settembre 2013** (ore 17.45) – Telecom Italia ha reso noto di aver concluso con successo il lancio di un'emissione obbligazionaria a tasso fisso per 1 miliardo di euro, destinata ad investitori istituzionali.

Le agenzie di stampa riportano che il giornale spagnolo El Economista avrebbe scritto che il Presidente di Telecom Italia avrebbe minacciato le dimissioni se non avesse ottenuto il via libera a un piano per il gruppo che prevede un aumento di capitale da almeno 3 miliardi di euro e il mantenimento della partecipazione in Tim Brasil.

Incontro informale a Piazza Affari tra i Consiglieri del Gruppo per fare un primo esame del piano di Franco Bernabè. I Consiglieri avrebbero fatto una disamina sulla situazione economico-patrimoniale della società e sulla necessità di un miglioramento della rete fissa per la quale occorrono investimenti tra i 2 e i 4 miliardi di euro, che ovviamente imporrebbero un aumento di capitale alla società.

- **20 settembre 2013** – Le agenzie di stampa riportano che sul futuro della compagnia telefonica restano ancora diverse incognite. In primis, quella legata al ruolo degli spagnoli di Telefonica, che come riportato da Il Sole 24 Ore, potrebbe a breve portare in Consiglio di Amministrazione una proposta da sottoporre poi ai soci italiani per rilevare il controllo del gruppo.

Entro il 28 settembre i soci di Telco, ovvero Telefonica, Generali, Intesa Sanpaolo e Mediobanca, dovranno annunciare le proprie intenzioni sul patto. Secondo Il Sole 24 Ore il Presidente del gruppo spagnolo, Caesar Alierta, potrebbe formalizzare un'offerta per l'intera Telco nei prossimi giorni. Offerta che tuttavia prevederà lo smantellamento delle attività sudamericane, per problemi di Antitrust.

- **23 settembre 2013** – Proseguono le voci sul riassetto e sull'eventuale aumento di capitale: tra le ipotesi di stampa l'eventualità che possa arrivare la proposta di acquisto della spagnola Telefonica agli altri soci Telco.

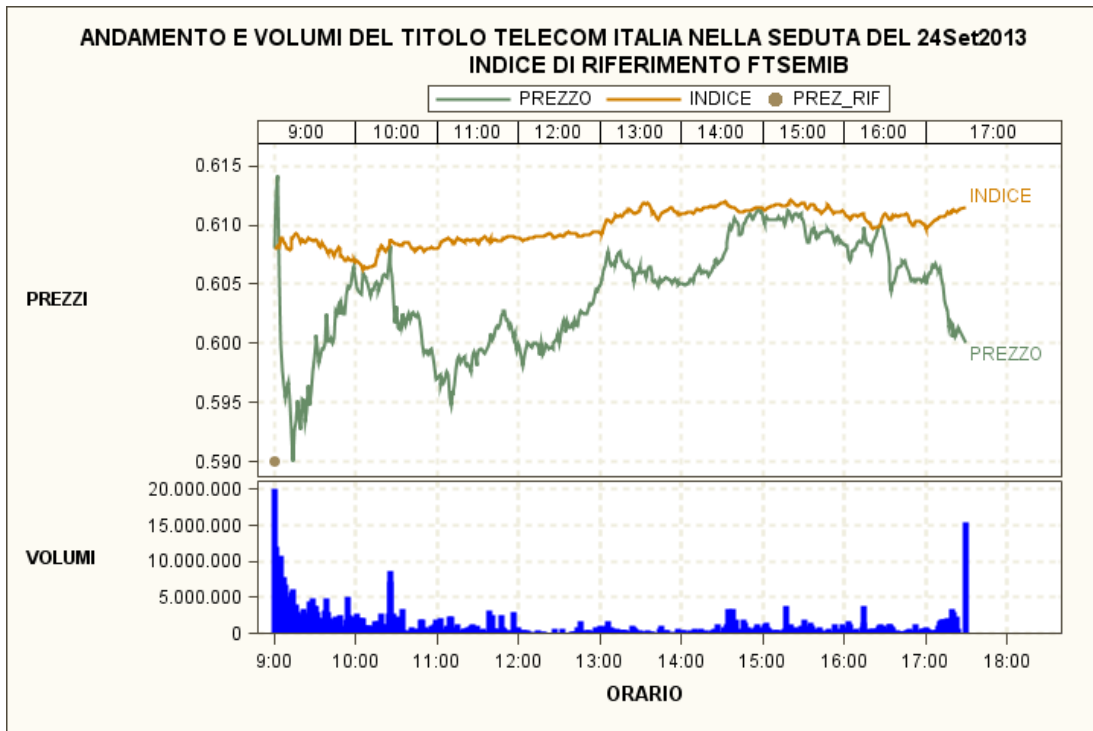
Le agenzie di stampa riportano del *report* di Credit Suisse, nel quale ha tagliato le sue previsioni sull'Ebitda e ha indicato un *target price* a 0,75 euro.

\*\*\*

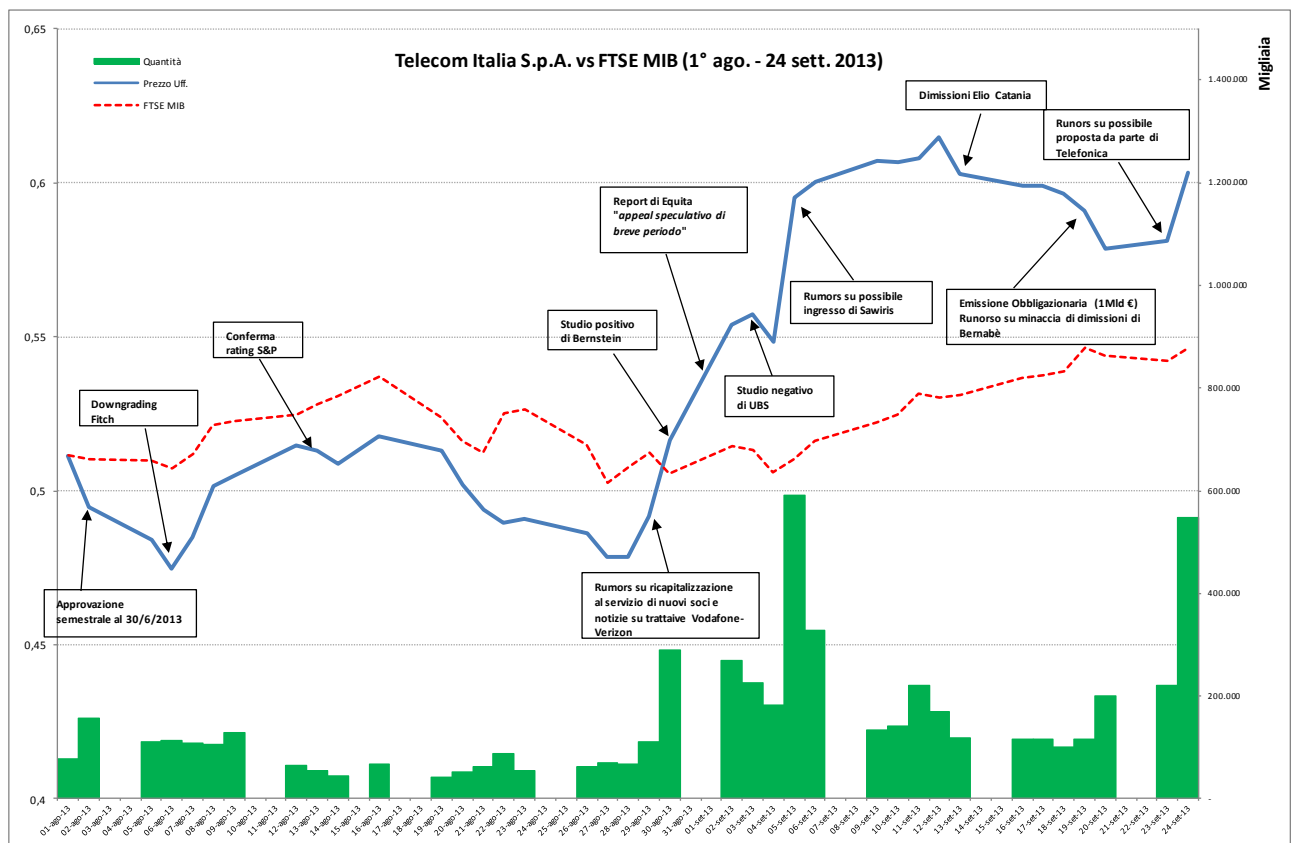
Infine, la seduta del 24 settembre, il prezzo del titolo Telecom ha fatto registrare una variazione del 3,767%, chiudendo con un prezzo ufficiale di **€0,6032**, a fronte di una variazione dell'indice dello 0,84%. In tale seduta sono state negoziate 547,7 milioni di azioni, corrispondenti a c.a. il 4,07% del capitale. In dettaglio, il 24 settembre 2013, il titolo Telecom ha aperto in rialzo del 2,44% rispetto alla chiusura del giorno precedente, per poi raggiungere nei primi minuti il valore massimo di €0,619 (+4,30%), per poi nuovamente risalire su valori mediamente superiori ad €0,60.

Il grafico che segue, mostra l'andamento *intraday* del titolo Telecom rispetto all'indice FTSE Mib nella seduta del 24 settembre 2013.





Infine, il grafico che segue evidenzia l'andamento del titolo Telecom rispetto all'indice Ftse Mib nel periodo compreso tra il 1° agosto ed il 24 settembre 2013 ed indica gli elementi informativi maggiormente rilevanti relativi al news flow del titolo.



## 2. Giudizi di rating

- *Moody's*

Moody's ha posto, l'8 agosto 2013, il rating di Telecom Italia sotto revisione per un possibile *dowgrading*, pur lasciando al momento inalterato il livello di rating. Normalmente tale decisione implica un'ulteriore valutazione dell'agenzia nell'arco dei successivi 3 mesi (nel senso di un possibile *dowgrading* o del mantenimento del rating inalterato). La decisione dell'agenzia di mettere il rating di Telecom sotto revisione fa seguito alla comunicazione della Società dei risultati del 2° trimestre 2013 e a una revisione delle *Guidance* della stessa. In particolare, Moody's evidenzia che la decisione dipende dal deterioramento della redditività della Società sul mercato domestico, che deriva dal peggioramento dell'economia, da avversi effetti regolamentari nel settore delle telecomunicazioni e da una crescente competizione nel mercato della telefonia in Italia. Moody's evidenzia tra le cause anche la difficoltà della società, a causa dei fattori sopra evidenziati, a rispettare il proprio *target* di Posizione Finanziaria Netta di 27 miliardi di euro entro la fine del 2013 e di un rapporto Debito/Ebitda al di sotto di 2,8x. Inoltre, malgrado la diversificazione internazionale sia uno dei fattori di forza di TI (principalmente la presenza in Brasile e Argentina) l'agenzia considera una delle cause della revisione del rating anche la crescita inferiore del previsto della redditività di TIM Brasil.

- *Standard and Poor's*

S&P ha rivisto, il 12 agosto 2013, l'*outlook* di Telecom Italia, da stabile a negativo, lasciando inalterato il rating BBB-. La decisione di S&P è dovuta alla revisione al ribasso delle *Guidance* 2013 da parte della Società, a causa delle difficoltà dell'economia italiana e della pressione del contesto regolamentare e della competizione nel mercato domestico sul fatturato e sulla redditività di Telecom Italia. In particolare, l'*outlook* negativo riflette la possibilità che il rating sia ridotto di un *notch* nell'arco dei successivi 12 mesi, qualora Telecom Italia non riuscisse a mantenere il "*fully adjusted debt-to-EBITDA ratio*" al di sotto di 3.3x e il "*funds from operations (FFO)-to-debt ratio*" in un *range* di 24%-26% entro la fine del 2014.

- *Fitch*

Fitch ha ridotto, il 5 agosto 2013, il rating di Telecom Italia da BBB a BBB-, con *outlook* negativo. La decisione di Fitch riflette le peggiorate condizioni operative sul mercato domestico, a causa della pressione regolamentare, della forte competizione e delle difficoltà economiche del Paese; anche il contributo del mercato brasiliano alla redditività risulta ridotto a causa del rallentamento dell'economia. Inoltre, l'agenzia ritiene che l'erosione dei *cash flows* di Telecom Italia continuerà nel corso del 2014, e che anche il livello di indebitamento, attualmente pari a 2,9x, possa crescere ulteriormente entro la fine del 2013, e probabilmente nel 2014. Infine, Fitch sottolinea che, qualora il contesto economico domestico possa essere stabilizzato (in termini di condizioni economiche) e il livello di indebitamento possa essere tenuto sotto controllo, essa considererebbe la Società come un soggetto con *standing Investment Grade*, e quindi non ridurrebbe ulteriormente il proprio rating su Telecom Italia.