

# **Il Gruppo Telecom Italia dall’“Opa ostile” alle prospettive di razionalizzazione della “catena proprietaria”: assetti istituzionali, leve azionaria e creditizia e condizioni di equilibrio finanziario**

## **A. Tappe della recente evoluzione dell’assetto istituzionale**

### **1. L’“Opa ostile”: il caso Olivetti-Telecom**

- Assetto istituzionale *ante* Opa
- Strategie degli attori
- Assetto istituzionale *post* Opa

### **2. L’acquisizione del Gruppo Olivetti-Telecom da parte di Pirelli ed Edizioni Holding**

- Gli attori coinvolti nelle varie fasi dell’acquisizione
- Assetto istituzionale *post* acquisizione

### **3. La razionalizzazione della “catena societaria”**

- Operazioni pianificate
- Obiettivi
- Il ridisegno della “catena societaria”
- Ulteriori sviluppi: verso la fusione Telecom Italia-Tim

## **B. L'utilizzo della leva azionaria e creditizia nei processi di acquisizione e di evoluzione e l'apprezzamento dell'equilibrio finanziario**

### **1. Leva azionaria e leva creditizia**

- Modalità di calcolo
- La leva azionaria e leva creditizia nei momenti dei “passaggi di proprietà”
  - nel Gruppo Olivetti, prima e dopo l’“Opa ostile”
  - nel Gruppo Pirelli, prima e dopo l’acquisizione del Gruppo Olivetti Telecom

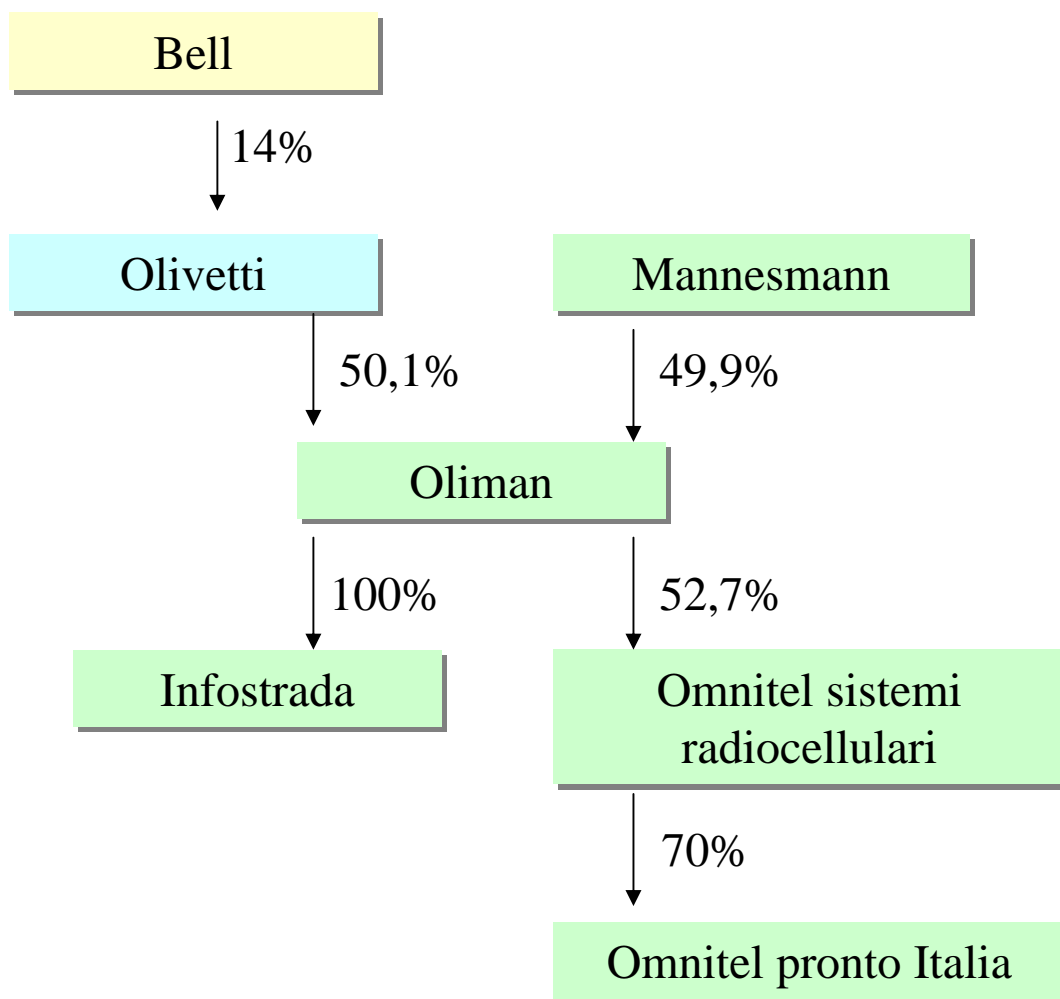
### **2. Equilibrio finanziario e strategie di riassetto patrimoniale correlate ai processi di acquisizione**

- 1<sup>a</sup> fase della razionalizzazione della “catena societaria” (febbraio – luglio 2003)
- Il rimborso del “debito addizionale”
- 2<sup>a</sup> fase della razionalizzazione della “catena societaria” (novembre 2004 – giugno 2005)
- Il nuovo piano finanziario (2005 – 2007)

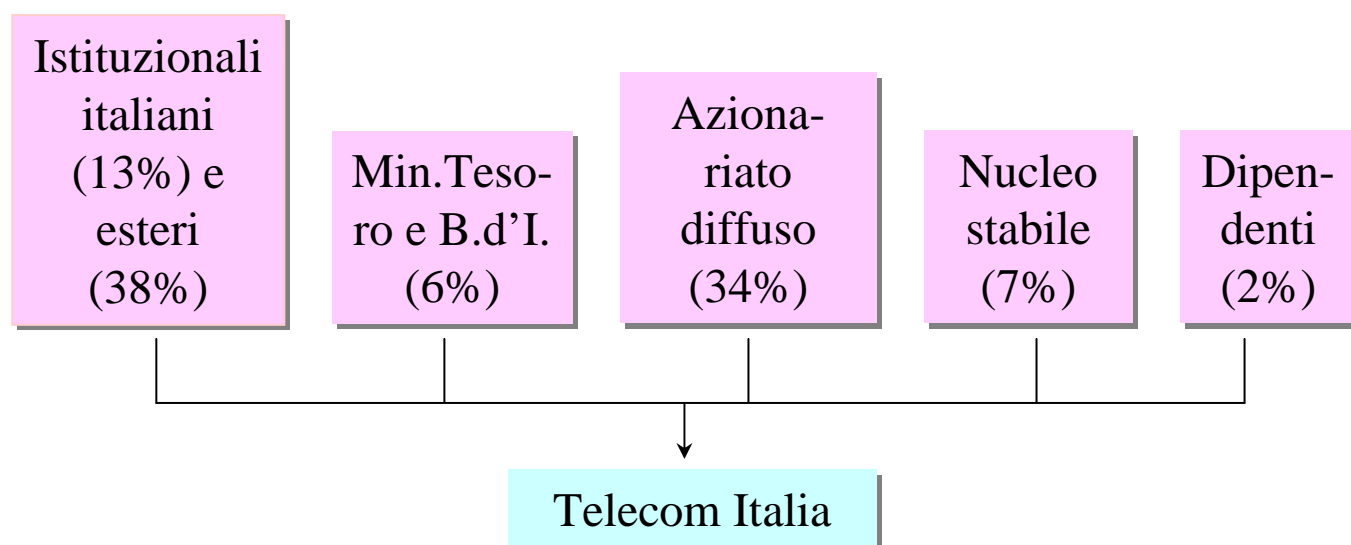
# A. Tappe della recente evoluzione dell'assetto istituzionale

# 1. L'“Opa ostile”: il caso Olivetti-Telecom

## Olivetti prima dell'Opa



## Telecom Italia prima dell'Opa



## ■ L'“OPA ostile”: il caso Olivetti-Telecom

– *Strategie degli attori dell'operazione* –

### “*Strategie di attacco*”

### “*Strategie difensive*”

❖ 20.02.'99: lancio dell'OPA  
(10 euro per azione)

❖ 29.03.'99: rilancio dell'offerta  
(11,5 euro per azione)

❖ 10.03.'99: progetto difensivo  
(Opa su TIM, *buy-back* azioni ordinarie, conversione az. risp. in az. ord.)

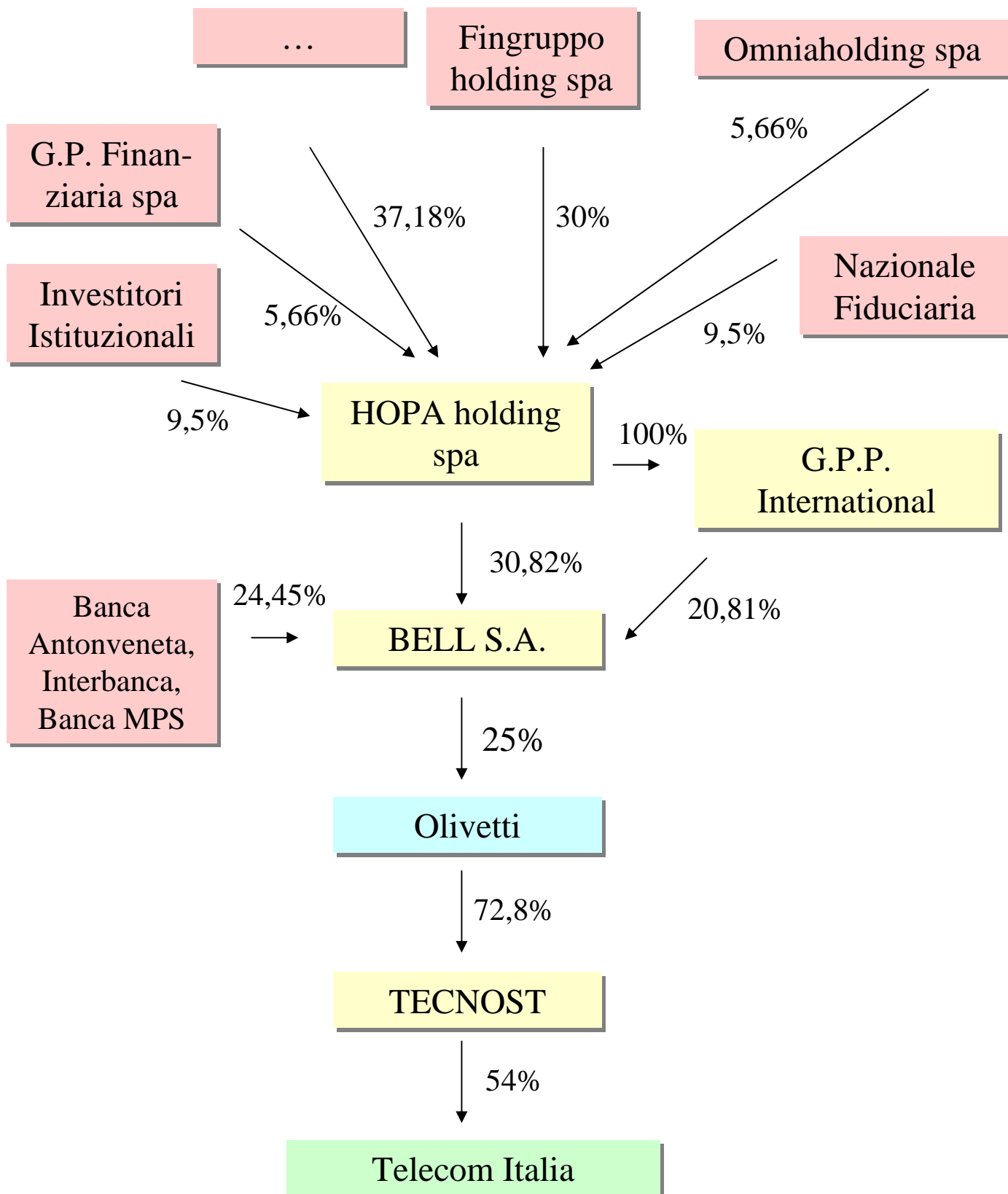
❖ 10.04.'99: Assemblea (*buy-back* e conversione azioni) ...  
non viene raggiunto il quorum deliberativo ...

❖ 16.04.'99: annuncio accordo per fusione con D.T. e successiva presentazione del piano strategico

---

❖ 21.05.'99: adesione all'Opa di circa il 51% del capitale sociale di T.I. ➔ Olivetti, tramite Tecnost, arriva così a controllare la maggioranza del capitale di T.I.

## Olivetti-Telecom dopo l'Opa



## 2. L'acquisizione del Gruppo Olivetti-Telecom da parte di Pirelli ed Edizione Holding



## ■ L'acquisizione del Gruppo Olivetti-Telecom da parte di Pirelli ed Edizione Holding

*– Attori coinvolti nelle fasi in cui si articola l'acquisizione [estate 2001] –*

- ❖ Pirelli ed Edizione Holding concludono accordo con Bell per la cessione della partecipazione detenuta da quest'ultima in Olivetti

Altre azioni di Olivetti vengono acquisite dal Banco di Roma

- ❖ Costituzione di Olimpia, società “veicolo” dell'operazione
- ❖ Trasferimento delle azioni di Olivetti da Pirelli e Edizione Holding a Olimpia

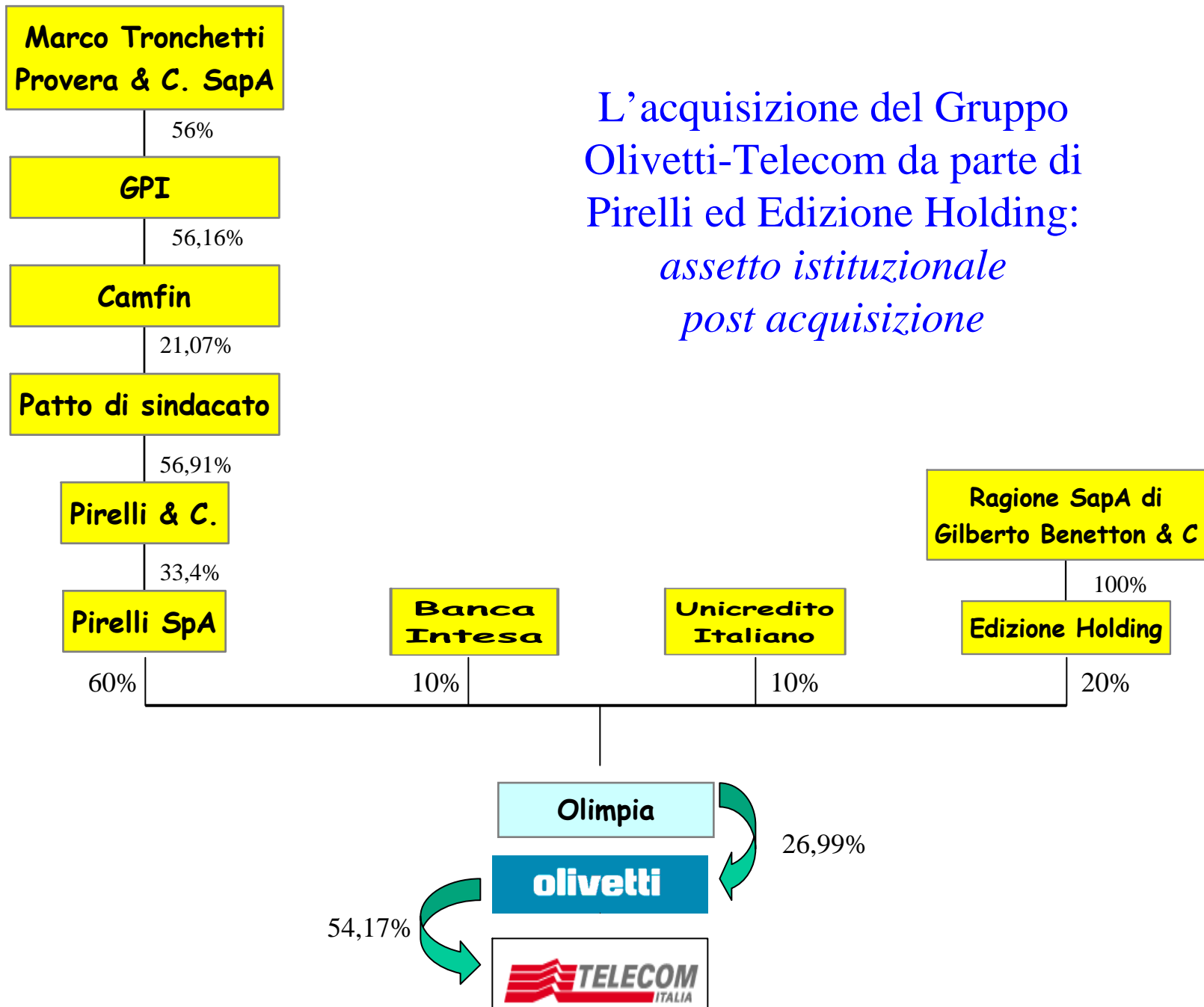
Trasferimento delle azioni di Olivetti da Bell a Olimpia



Olimpia arriva a detenere il 26,99% del capitale di Olivetti

- ❖ “Ingresso” di Unicredito e Intesa BCI nel capitale di Olimpia



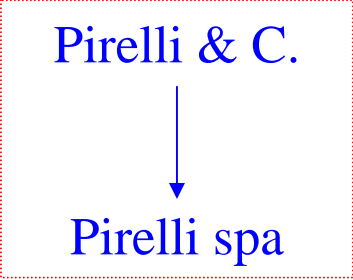
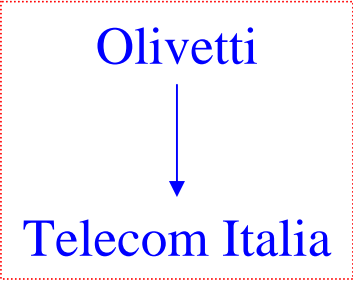
L'acquisizione del Gruppo  
Olivetti-Telecom da parte di  
Pirelli ed Edizione Holding:  
*assetto istituzionale  
post acquisizione*



### 3. La razionalizzazione della “catena societaria”

## ■ La razionalizzazione della “catena proprietaria”

### – Operazioni pianificate –

- ❖  aumento di capitale; a ciascuna azione viene abbinato un *warrent* gratuito; Gpi sottoscrive l’aumento di sua competenza
- ❖  aumento di capitale; a ciascuna azione viene abbinato un *warrent* gratuito; sottoscrizione dell’aumento pro-quota da parte dei partecipanti al *sindacato di blocco*
- ❖  fusione Pirelli & C. + Pirelli spa
- ❖  fusione Olivetti + Telecom Italia
- ❖ Ulteriore indebitamento di €9 mld. per finanziare recesso dei soci di Olivetti ed eventuale *Opa buy-back*
- ❖ ... ..

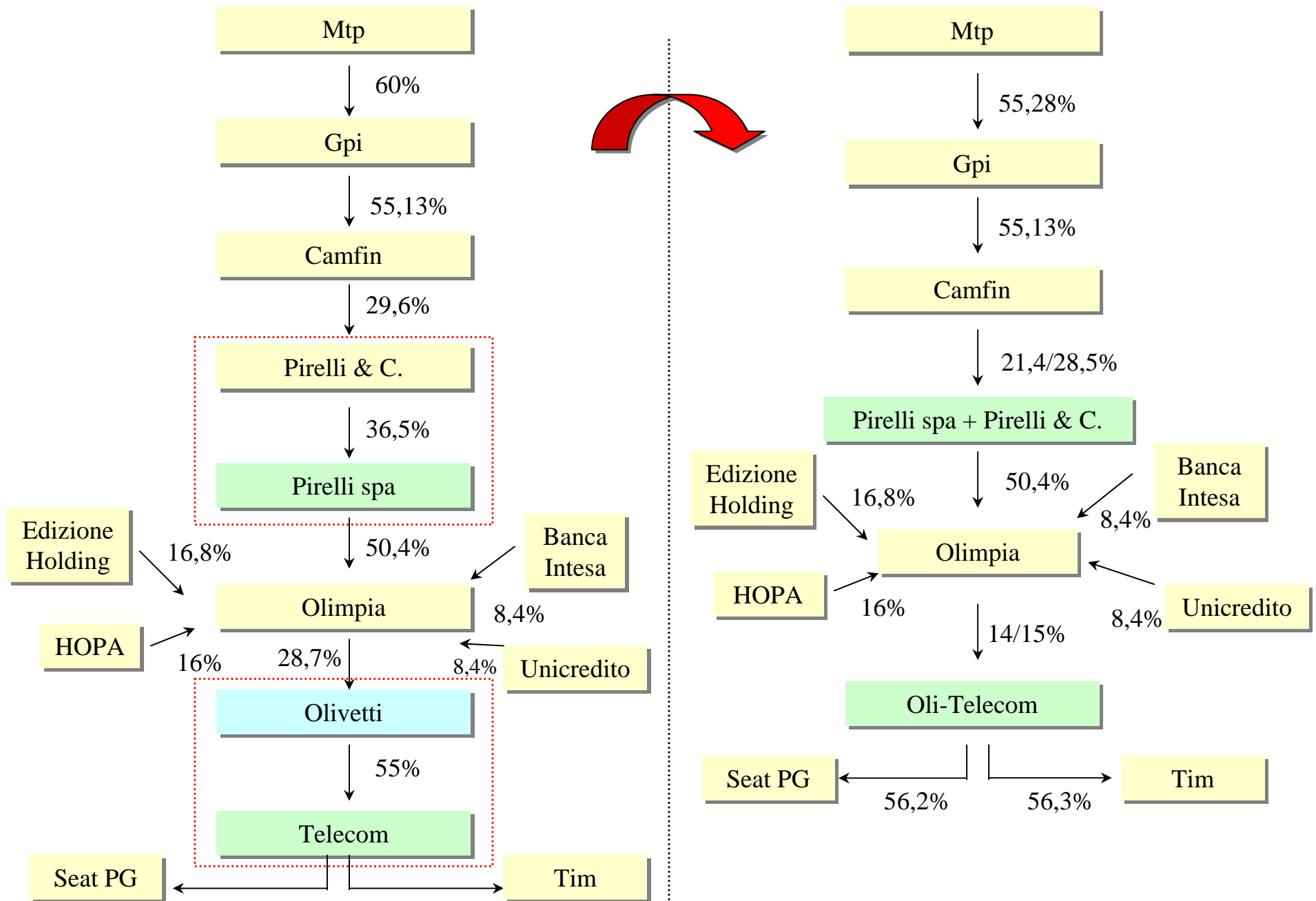
## ■ La razionalizzazione della “catena proprietaria”

### — *Obiettivi* —

[evidenziati in fase di presentazione alla Comunità Finanziaria del progetto “*Safe Harbour*” (12.03.2003)]

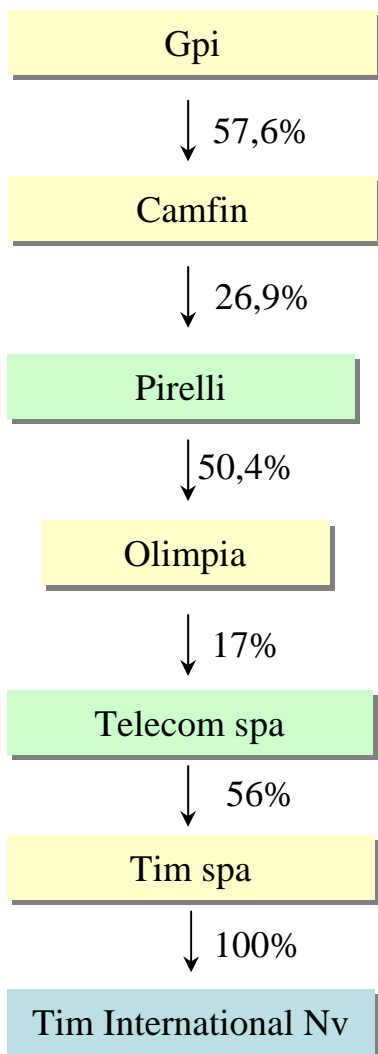
- ❖ Semplificare la catena di controllo
- ❖ Ottimizzare la struttura del capitale del gruppo
- ❖ Evitare il *downgrading* del merito di credito
- ❖ Rafforzare la capacità di generare flussi di cassa
- ❖ Potenziare i flussi di dividendi
- ❖ Massimizzare i benefici fiscali
- ❖ Incrementare la flessibilità strategica e operativa

*— Il ridisegno della “catena proprietaria” —*



## Ulteriori sviluppi: verso la fusione Telecom Italia-Tim

Struttura ante Opa e ante fusione TI-Tim



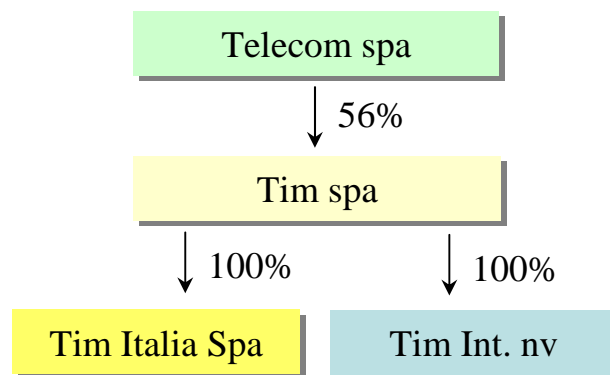
Opa Telecom su 2/3 azioni ordinarie e su 100% azioni risparmio di Tim (€ 5,60 per az.)

Successiva fusione Telecom Italia – Tim (concambio az.ord. 1,73 TI : 1 Tim)

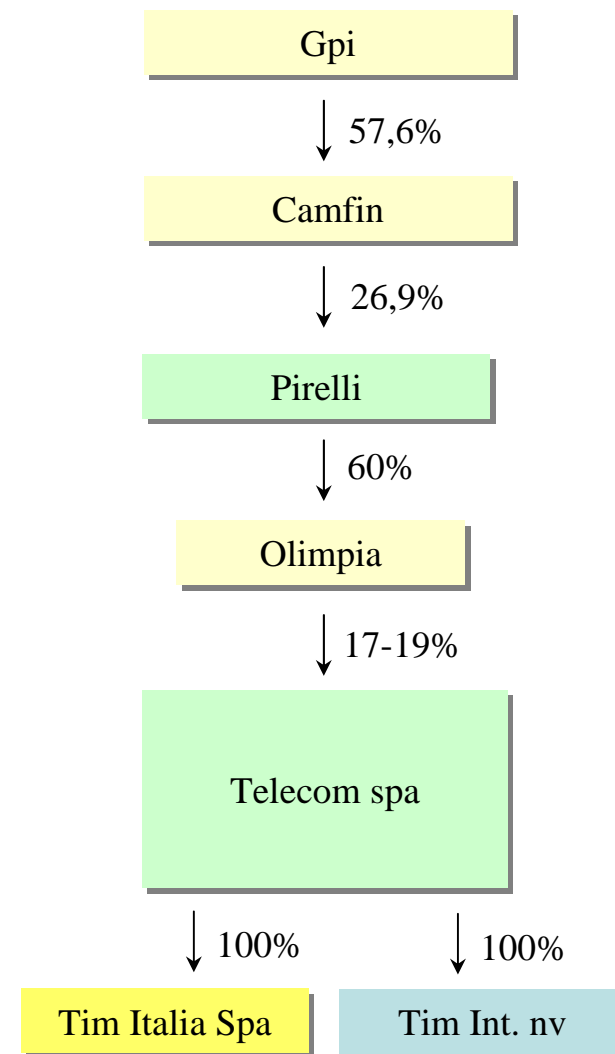
Cessioni di rami d'affari in Pirelli

Aumenti capitale lungo la “catena societaria”

Ante fusione: Scorpero ramo d'azienda Tim Italia



Struttura post Opa e post fusione TI-Tim



**B. L'impiego della leva azionaria  
e della leva creditizia  
e l'apprezzamento  
dell'equilibrio finanziario**



# 1. Leva azionaria e leva creditizia

# *Leve azionaria e creditizia: modalità di calcolo*

*La leva azionaria*

$$l_a = \frac{\sum_{i=1}^m (q_i \cdot Cn_i)}{p_1 \cdot Cn_1} \quad [9]$$

---

*La leva creditizia*

$$l_c = \frac{\sum_{i=1}^m (Ct_i - ct_i)}{p_1 \cdot Cn_1} \quad [35]$$

---

*La leva finanziaria complessiva*

$$l_{fc} = \frac{\sum_{i=1}^m (q_i \cdot Cn_i) + \sum_{i=1}^m (Ct_i - ct_i)}{p_1 \cdot Cn_1} \quad [36]$$

<b>Gruppo Olivetti</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>
Capitale netto nominale di gruppo (Cnn <sub>g</sub> )	...	...	...
trasferimenti genetici (T)	...	...	...
<i>Capitale netto di gruppo (Cn<sub>g</sub> = Cnn<sub>g</sub> - T)</i>	<i>1.943</i>	<i>26.310</i>	<i>31.366</i>
Capitale netto di pertinenza del gruppo	1.261	9.549	13.856
Quote di pertinenza dei terzi: $\Sigma(q_i * Cn_i)$ (con i da 2 a m)	682	16.761	17.510
<i>Capitale netto di gruppo (Cn<sub>g</sub>)</i>	<i>1.943</i>	<i>26.310</i>	<i>31.366</i>
Capitale netto capogruppo (Cn <sub>1</sub> )	1.394	7.454	13.937
quota azionaria del soggetto economico nella capogruppo (p <sub>1</sub> )	14%	25%	25%
quota azionaria della minoranza nella capogruppo (q)	86%	75%	75%
<i>Capitale netto capogruppo di pertinenza del soggetto economico (p<sub>1</sub> * Cn<sub>1</sub>)</i>	<i>195</i>	<i>1.864</i>	<i>3.484</i>
<i>Capitale netto capogruppo di pertinenza della minoranza (q * Cn<sub>1</sub>)</i>	<i>1.199</i>	<i>5.591</i>	<i>10.453</i>
Quote di pertinenza dei terzi: $\Sigma(q_i * Cn_i)$ (con i da 2 a m)	682	16.761	17.510
Capitale netto capogruppo di pertinenza della minoranza (q * Cn <sub>1</sub> )	1.199	5.591	10.453
<i>Mezzi di terzi con vincolo di cap. di rischio: <math>\Sigma(q_i * Cn_i)</math> (con i da 1 a m)</i>	<i>1.881</i>	<i>22.352</i>	<i>27.963</i>
<b><i>Leva azionaria (L.a.)</i></b>			
Mezzi di terzi con vincolo di cap. di rischio: $\Sigma(q_i * Cn_i)$ (con i da 1 a m)	1.881	22.352	27.963
Capitale netto capogruppo di pertinenza del soggetto economico (p <sub>1</sub> * Cn <sub>1</sub> )	195	1.864	3.484
	<b>9,64</b>	<b>11,99</b>	<b>8,03</b>
Capitale di terzi al lordo dei finanziamenti infragruppo	...	...	...
Capitale di terzi interni al gruppo	...	...	...
<i>Capitale di terzi di gruppo (Ct<sub>g</sub>)</i>	<i>5.792</i>	<i>49.216</i>	<i>63.994</i>
<b><i>Leva creditizia (L.c.)</i></b>			
Capitale di terzi di gruppo (Ct <sub>g</sub> )	5.792	49.216	63.994
capitale di rischio apportato dal soggetto economico (p <sub>1</sub> * Cn <sub>1</sub> )	195	1.864	3.484
	<b>29,68</b>	<b>26,41</b>	<b>18,37</b>
<b><i>Leva finanziaria complessiva di gruppo (L.a. + L.c.)</i></b>	<b>39,32</b>	<b>38,40</b>	<b>26,39</b>

<b>Gruppo Pirelli</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>
Capitale netto nominale di gruppo (Cnn <sub>g</sub> )	...	...
trasferimenti genetici (T)	...	...
<i>Capitale netto di gruppo (Cn<sub>g</sub> = Cnn<sub>g</sub> - T)</i>	5.660	30.436
Capitale netto di pertinenza del gruppo	5.462	5.469
Quote di pertinenza dei terzi: $\Sigma(q_i * Cn_i)$ (con i da 2 a m)	198	24.967
<i>Capitale netto di gruppo (Cn<sub>g</sub>)</i>	5.660	30.436
Capitale netto capogruppo (Cn <sub>1</sub> )	3.766	4.984
quota azionaria del soggetto economico nella capogruppo (p <sub>1</sub> )	33,4%	33,4%
quota azionaria della minoranza nella capogruppo (q)	66,6%	66,6%
<i>Capitale netto capogruppo di pertinenza del soggetto economico (p<sub>1</sub> * Cn<sub>1</sub>)</i>	1.258	1.665
<i>Capitale netto capogruppo di pertinenza della minoranza (q * Cn<sub>1</sub>)</i>	2.508	3.319
Quote di pertinenza dei terzi: $\Sigma(q_i * Cn_i)$ (con i da 2 a m)	198	24.967
Capitale netto capogruppo di pertinenza della minoranza (q * Cn <sub>1</sub> )	2.508	3.319
<i>Mezzi di terzi con vincolo di cap. di rischio: <math>\Sigma(q_i * Cn_i)</math> (con i da 1 a m)</i>	2.706	28.286
<b><i>Leva azionaria (L.a.)</i></b>		
Mezzi di terzi con vincolo di cap. di rischio: $\Sigma(q_i * Cn_i)$ (con i da 1 a m)	2.706	28.286
Capitale netto capogruppo di pertinenza del soggetto economico (p <sub>1</sub> * Cn <sub>1</sub> )	1.258	1.665
	<b>2,15</b>	<b>16,99</b>
Capitale di terzi al lordo dei finanziamenti infragruppo	...	...
Capitale di terzi interni al gruppo	...	...
<i>Capitale di terzi di gruppo (Ct<sub>g</sub>)</i>	6.995	42.960
<b><i>Leva creditizia (L.c.)</i></b>		
Capitale di terzi di gruppo (Ct <sub>g</sub> )	6.995	42.960
capitale di rischio apportato dal soggetto economico (p <sub>1</sub> * Cn <sub>1</sub> )	1.258	1.665
	<b>5,56</b>	<b>25,81</b>
<b><i>Leva finanziaria complessiva di gruppo (L.a. + L.c.)</i></b>	<b>7,71</b>	<b>42,80</b>

## 2. Equilibrio finanziario e strategie di riassetto patrimoniale correlate ai processi di acquisizione

## ■ Equilibrio finanziario e strategie di *riassetto patrimoniale*

*1ª fase della razionalizzazione della “catena societaria” (febbraio-luglio 2003)*

### → L'indebitamento nelle società del Gruppo

	<i>Posizione Finanziaria Netta</i>
Camfin	282,5
Pirelli spa	1.469
Olivetti	33.399
Telecom	18.118
Seat	680

*(Valori al 31.12.2002, espressi in milioni di Euro)*

### → I risultati attesi dalla *razionalizzazione della “catena proprietaria”*

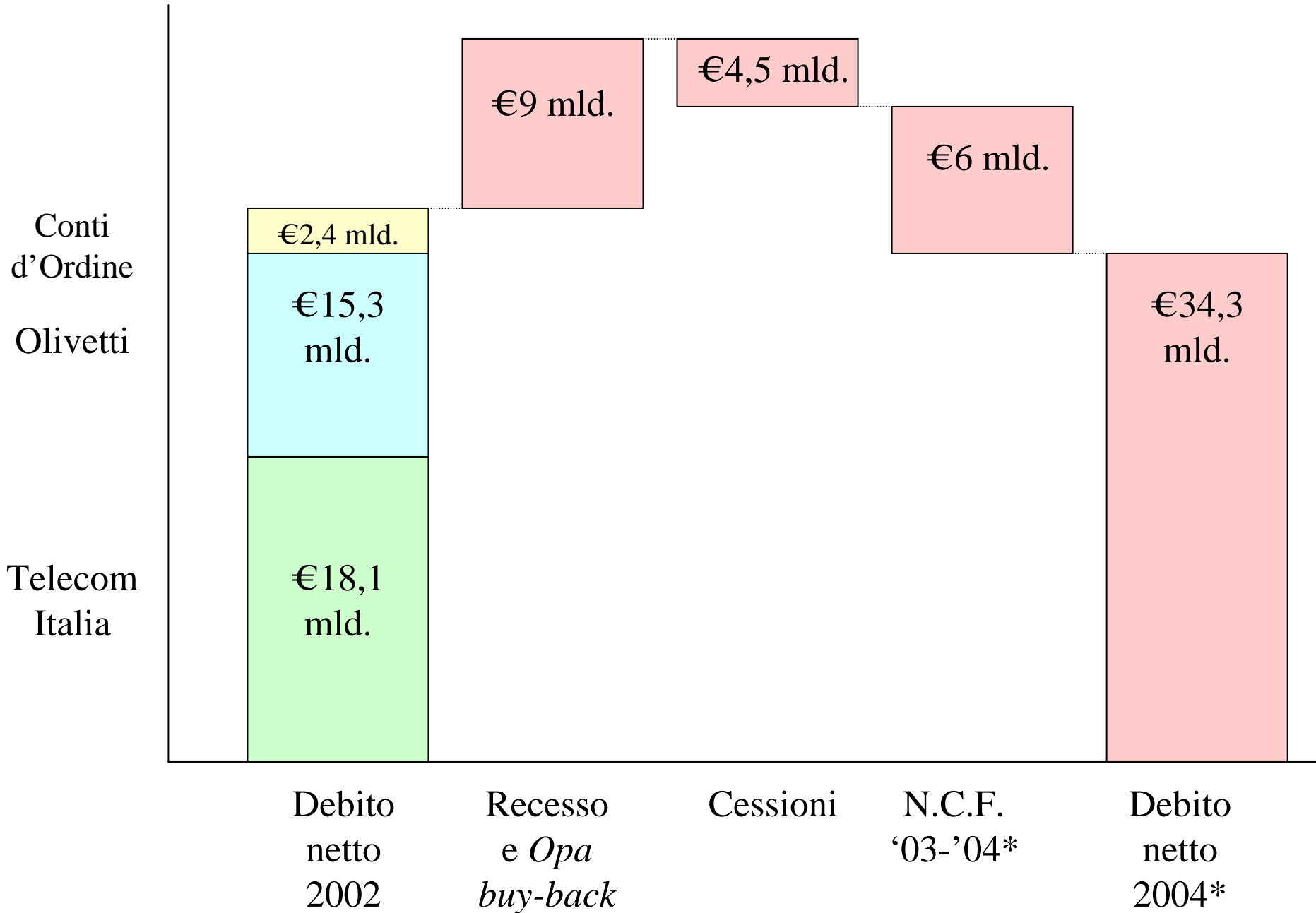
*[v. lucido La razionalizzazione della “catena proprietaria” - Obiettivi -]*

### → “Strumenti” per il *riassetto patrimoniale*

*Riassetto patrimoniale realizzabile attraverso i flussi di cassa attesi della gestione operativa di Telecom*

→ incrocio *rischi di business* ↔ *rischio finanziario*

## *Il rimborso del "debito addizionale"*



2<sup>a</sup> fase della razionalizzazione della “catena societaria”  
(novembre 2004 –giugno 2005)

→ L’esposizione finanziaria di *Olimpia*

*Situazione patrimoniale di Olimpia (31.12.2003)*

<b>Partecipazione in Telecom</b> <b>€9,135 mld.</b>	<b>Patrimonio Netto</b> <b>€6,324 mld.</b>
<i>Rischio svalutazione</i> ↷	<b>Posiz. Finanziaria Netta</b> <b>€3,277 mld.</b>
<b>Altro</b> <b>€0,425 mld.</b>	

→ Evoluzioni nell’assetto istituzionale e patrimoniale di *Olimpia*

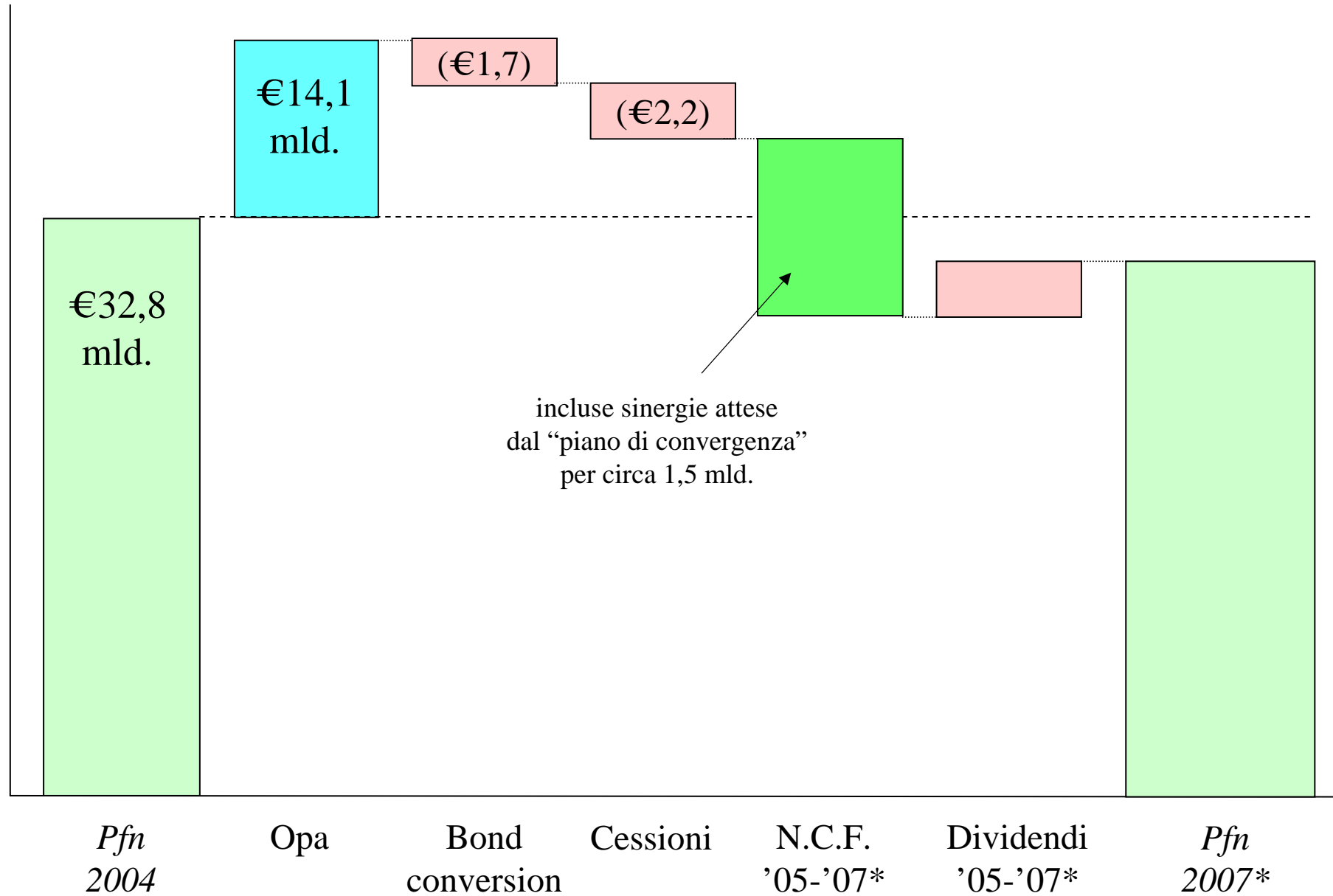
- Fuoriuscita di alcuni soci finanziatori da *Olimpia*: *Hopa*, *Intesa* e *Unicredito* (opzioni *put* esercitabili nel 2006)
- Aumento del capitale sociale di €2 mld.  
(a fronte della cessione da parte di *Pirelli* della partecipata *Pirelli Cavi energia (Pcse)*, impegnata nei business dei cavi energia a media e alta tensione e dei cavi sottomarini; *Pirelli* “resta” nei pneumatici d’alta gamma e nei cavi tlc.; *Pirelli* vara un aumento di €1 mld., *Camfin* di € 200 mio.)

→ *Obiettivi del riassetto societario di Olimpia e di Telecom e Tim*

- Consolidare la propria partecipazione in *Telecom*
- Avvantaggiarsi dei flussi di cassa generati da *Tim*



## Il nuovo piano finanziario (2005-2007)



## — Riferimento bibliografici —

### A. Tappe della recente evoluzione dell'assetto istituzionale

#### 1. L'“Opa ostile”: il caso Olivetti-Telecom

— Assetto istituzionale ante Opa

— Strategie degli attori

— Assetto istituzionale post Opa

- M. Dallochio, G. Lucchini, L'opa ostile. Il caso Olivetti-Telecom, Università Bocconi Editore – Egea, Milano, 2001 (in particolare capp. 2 e 7).
- M. Dallochio, C. Tamarowski, Corporate governance e valore. L'esempio di Telecom Italia, Università Bocconi Editore – Egea, Milano, 2005, cap. 4.
- “Olivetti-story, il mito e le delusioni”, Il Sole 24 Ore, 27.11.2004.

#### 2. L'acquisizione del Gruppo Olivetti-Telecom da parte di Pirelli ed Edizioni Holding

— Gli attori coinvolti nelle varie fasi dell'acquisizione

— Assetto istituzionale post acquisizione

- “Quel filo che si riannoda all'Opa Colaninno”, Il Sole 24 Ore, 14 marzo 2003, p. 33.
- M. Dallochio, C. Tamarowski, Corporate governance e valore. L'esempio di Telecom Italia, Università Bocconi Editore – Egea, Milano, 2005, cap. 4.

#### 3. La razionalizzazione della “catena societaria”

— Operazioni pianificate

- M. Dallochio, C. Tamarowski, Corporate governance e valore. L'esempio di Telecom Italia, Università Bocconi Editore – Egea, Milano, 2005, cap. 4.
- “Riassetto Telecom, Olivetti sarà assorbita”, Il Corriere della Sera, 7 marzo 2003, p. 27.
- “Tronchetti Provera presenta la nuova Telecom Italia”, MF, 13 marzo 2003, p. 6.
- “Nasce la nuova Telecom, il no della Borsa, Il Corriere della Sera, 13 marzo 2003, p. 27.
- “Oli-Tel, al via il piano-maratona”, Il Sole 24 Ore, 13 marzo 2003, pp. 1-2.
- “Olivetti promossa, Telecom affonda”, Il Sole 24 Ore, 13 marzo 2003, p. 27.
- “Riassetto Telecom-Olivetti: si ferma la speculazione i titoli recuperano le perdite, Il Corriere della Sera, 14 marzo 2003, p. 25.
- “Tronchetti: un'operazione indivisibile”, Il Sole 24 Ore, 19 marzo 2003, p. 12.
- “Telecom, Opa all'ultimo atto, Il Corriere della Sera, 18 luglio 2003, p. 21.

- “Telecom, l’Opa supera il traguardo”, *Il Sole 24 Ore*, 19 luglio 2003, p. 21.
- “Oli-Telecom tiene dopo la fine dell’Opa. La Borsa ora guarda alle future ipotesi di riassetto”, *Il Sole 24 Ore*, 22 luglio 2003, p. 27.

— Obiettivi

— Il ridisegno della “catena societaria”

- M. Dallochio, C. Tamarowski, *Corporate governance e valore. L’esempio di Telecom Italia*, Università Bocconi Editore – Egea, Milano, 2005, cap. 4.
- “E se la Seat finisse a Ivrea?”, *Il Mondo*, 20 dicembre 2002, n. 50, p. 19.
- “Tronchetti rifà i conti e cede Pagine Gialle”, *Il Mondo*, 7 febbraio 2003, n. 12, pp. 14-15.
- “Olivetti-Telecom: il valore lo creerà il fisco”, *Il Mondo*, 4 aprile 2003, n. 13, pp. 20-21.
- “Così Tronchetti trova un Porto sicuro”, *Il Mondo*, 28 marzo 2003, n. 12, pp. 16-18.

— Ulteriori sviluppi: interventi “a valle” della “catena societaria”

- M. Dallochio, C. Tamarowski, *Corporate governance e valore. L’esempio di Telecom Italia*, Università Bocconi Editore – Egea, Milano, 2005, cap. 4.
- “La nuova mossa di Tronchetti per un riassetto in Telecom”, *Il Mondo*, 22 ottobre 2004, n. 42, pp. 14-16.
- “Tronchetti apre l’asta dei cavi”, *Il Mondo*, 12 novembre 2004, n. 45, p. 20.
- “Telecom, martedì parte il riassetto”, *Il Sole 24 Ore*, 4 dicembre 2004, p. 33.
- “Telecom-Tim, arriva il via alle nozze”, *Il Sole 24 Ore*, 7 dicembre 2004, p. 3.
- Telecom Italia/Tim: proposed transaction, Milan 7 december 2004, [www.telecomitalia.it](http://www.telecomitalia.it).
- “Nasce la nuova Telecom”, *Il Sole 24 Ore*, 8 dicembre 2004, p. 1.
- “Telecom-Tim, più valore per tutti”, *Il Sole 24 Ore*, 8 dicembre 2004, p. 3.
- “Un successo l’Opa Tim, adesioni superiori all’offerta”, *La Stampa*, 22 gennaio 2005, p. 17.
- “Tronchetti brinda all’Opa Tel-Tim”, *Il Sole 24 Ore*, 22 gennaio 2005, p. 3.
- “Telecom, pronto il sì all’Opa Tim”, *Il Sole 24 Ore*, 23 gennaio 2005, p. 21.
- “Alla scoperta dell’Opa perfetta”, *Borsa & Finanza*, 29 gennaio 2005, p. 42.
- “Olimpia muove su Telecom per restare al 17%”, *Finanza & Mercati*, 19 febbraio 2005, p. 10.
- Telecom Italia Group: leveraging on convergence – Meeting with the Financial Community 2005, Milan 12 April 2005, [www.telecomitalia.it](http://www.telecomitalia.it).
- “Telecom Italia concentra il vertice”, *Il Sole 24 Ore*, 24 settembre 2005, p. 29.
- “Sei domande chiave per capire quanto vale la nuova Telecom”, *Il Mondo*, 21 ottobre 2005, n. 42, pp. 16-24.

## **B. L'impiego della leva azionaria e della leva creditizia e l'apprezzamento dell'equilibrio finanziario**

### **1. Leva azionaria e leva creditizia**

- Modalità di calcolo
- La leva azionaria e leva creditizia nei momenti dei “passaggi di proprietà”
  - nel Gruppo Olivetti, prima e dopo l’“Opa ostile”
  - nel Gruppo Pirelli, prima e dopo l’acquisizione del Gruppo Olivetti Telecom
- *“Tronchetti regna con lo 0,54%”, MF, 17 luglio 2003, p. 11*
- *v. letture indicate al suesposto punto A)3).*

### **2. Equilibrio finanziario e strategie di riassetto patrimoniale**

- 1<sup>a</sup> fase della razionalizzazione della “catena societaria” (febbraio–luglio 2003)
- Il rimborso del “debito addizionale”
- 2a fase della razionalizzazione della “catena societaria” (novembre 2004 – giugno 2005)
  - *v. letture indicate al suesposto punto A)3).*