

## La rete di telecomunicazioni italiana: esistono davvero soluzioni diverse dalla separazione proprietaria?

verso una *public company* con capitale flottante e gestione indipendente

Fabio Pammolli e Nicola C. Salerno (CERM)

---

**P**er immettere concorrenza nel settore delle telecomunicazioni è necessario che tutti gli operatori possano avere accesso paritario, sulla base di regole non discriminatorie, alla porzione della rete che possiede caratteristiche di monopolio naturale: il cosiddetto “ultimo miglio” o “*local loop*”. Il dibattito in corso evidenzia, tra le altre cose, quanto sia problematica la separazione di questa porzione di rete dall’*ex* monopolista Telecom Italia [1]:

- lo *spin-off* proprietario integrale (modello americano) si scontrerebbe contro ostacoli economici (valutazione degli *asset* per il loro acquisto dalla Telecom; costi di transizione) e politici (resistenza dell’*ex* monopolista e contrasto tra sfera privata e sfera pubblica);
- la separazione delle funzioni di rete [2] dalle altre attività, con la formazione di una *business unit* autonoma (modello inglese) ma sempre di proprietà Telecom, potrebbe in Italia non trovare le condizioni “ambientali” per potersi affermare con successo [3].

Alla ricerca di una soluzione, ci poniamo un interrogativo: “*In caso di separazione funzionale, come sarebbero esercitati i diritti di proprietà, sia dagli azionisti di maggioranza che di minoranza?*”.

Se la *business unit* deve avere un *board* di governo e amministratori indipendenti e vincolati unicamente da contratti incentivanti (elementi imprescindibili se si vuol garantire la parità di posizione degli operatori concorrenti), si dovrebbe supporre il congelamento di tutti i diritti di proprietà, salvo il diritto a condividere i rendimenti della *business unit* (anche in questo caso, però, secondo piani di distribuzione degli utili decisi in autonomia da *board* e amministratori).

Ma, se così è, tra *spin-off* proprietario e separazione funzionale rimane davvero una differenza di sostanza? Se la separazione funzionale implica una *diminutio* così ampia dei diritti di proprietà sulla *business unit*, non si sta nel contempo realizzando una trasformazione proprietaria?

Questa osservazione lascia intendere che la gestione del “*local loop*” come *opensource* accessibile da parte di tutti passa in realtà, per una modifica dell’assetto proprietario. Più che interrogarsi, pertanto, su alternative alla separazione proprietaria, sarebbe consigliabile concentrare gli sforzi sulla ricerca della soluzione più percorribile per approdare alla separazione proprietaria (ponendo rimedio ad un errore compiuto nel 1997 quando la Telecom fu privatizzata).

[1] Invece della costituzione di una *business unit* indipendente, alla Telecom potrebbe esser chiesto di creare una nuova società (la “*Newco*”) cui devolvere gli *asset* rilevanti per il funzionamento del “*local loop*” (porzione di rete e centraline locali di smistamento [4]). La *Newco* nascerebbe di proprietà degli stessi azionisti di Telecom, nel senso che le azioni sarebbero assegnate gratuitamente agli azionisti di

Telecom in percentuale del loro peso nel capitale di Telecom, e sarebbero direttamente quotate sulla borsa valori (come *spin-off* di una società quotata) [5].

[2] Alla *Newco* si potrebbe applicare il modello di *governance* tecnica e autonoma che si propone per la *business unit* nell'ipotesi di separazione funzionale, con la differenza (rispetto al modello inglese) che le azioni della *Newco* potrebbero essere scambiate indipendentemente dalle azioni di Telecom e, di conseguenza, l'assetto proprietario della *Newco* evolvere nel tempo indipendentemente da quello Telecom.

[3] Gli azionisti originari che non gradissero la trasformazione proprietaria potrebbero cedere le loro azioni *Newco* in borsa, anche in costanza di partecipazione al capitale Telecom. Viceversa, tutti gli investitori che valutassero positivamente le prospettive della *Newco*, nella sua configurazione di *public company* con *board* e amministratori tecnici e indipendenti, potrebbero farne domanda in borsa (per questa via, creando anche valore per i piccoli azionisti Telecom neo azionisti *Newco* [6]).

I vantaggi della soluzione prospettata (da approfondire e specificare nei suoi risvolti giuridici e finanziari) ci sembrano molteplici:

- il cambiamento sarebbe meno traumatico di un obbligo assoluto di vendita, con lo *spin-off* realizzato internamente da Telecom e con una prima base azionaria della *Newco* identica a quella Telecom;
- posto che la *Newco* dovrà divenire proprietaria di tutti gli *asset* rilevanti per il funzionamento del "local loop" ed essere gestita da *board* e amministratori indipendenti, la prima valutazione della rete sarebbe fatta internamente da Telecom, ai fini dello *spin-off*, e poi aperta alle variazioni di valutazione da parte del mercato (in borsa);
- l'assetto azionario della *Newco* potrebbe evolvere separatamente da quello di Telecom. Nel tempo, a fronte di una *governance* di matrice tecnica e completamente indipendente dalla proprietà, la stessa proprietà potrebbe essere tutta flottante [7];
- l'uscita dall'azionariato non sarebbe obbligatoria per gli azionisti Telecom, che potrebbero comunque continuare a beneficiare dei rendimenti dell'attività (soggetta a regolazione) della *Newco*, assodato che, anche laddove emergessero pacchetti di rilievo, la proprietà sarebbe flottante *de facto* perché privata di poteri di indirizzo della gestione.

*Board* e amministratori tecnici e indipendenti e proprietà tutta flottante: un modello su cui, crediamo, è opportuno riflettere.

30 Aprile 2007

## NOTE

[1] In particolare, cfr.: C. Cambini e A. Giannaccari, “*Quale forma di separazione per la rete di telecomunicazioni italiana?*” su [www.cermlab.it](http://www.cermlab.it); C. Cambini, “*Se la rete arriva a una muraglia cinese*” su [www.lavoce.info](http://www.lavoce.info); S. Micossi, “*Fino all'ultimo miglio*” su [www.lavoce.info](http://www.lavoce.info); e M. Polo, “*Di cosa parliamo quando parliamo di rete*” su [www.lavoce.info](http://www.lavoce.info).

[2] *Opensource* per tutti gli operatori con regole di accesso uguali per tutti, nella forma e nella sostanza.

[3] In Italia, inoltre, la “*muraglia cinese*” dovrebbe essere ancora più impenetrabile che in Inghilterra, perché la rete che la *business unit* dovrebbe gestire includerebbe, oltre a quella tradizionale in rame, anche quella di nuova generazione (la “*NGN*”). Cfr. Cambini-Giannaccari su [www.cermlab.it](http://www.cermlab.it).

[4] Tra l'altro, alcune recenti indagini hanno appurato lo stato di scarsa manutenzione delle centraline locali di smistamento, che sicuramente dovranno essere messe in sicurezza prima di poter essere gestite come *opensource* (cfr. per esempio [http://www.report.rai.it/R2\\_popup\\_articolofoglia/0,7246,243%255E1068533,00.html](http://www.report.rai.it/R2_popup_articolofoglia/0,7246,243%255E1068533,00.html)).

[5] Dal punto di vista degli azionisti, è come se ciascuno vedesse la sua originaria partecipazione in Telecom suddivisa in due componenti: quella rimasta in Telecom dopo la separazione della rete e quella nella *Newco*.

[6] Una *Newco* indipendente da Telecom e concentrata sulla migliore gestione degli *asset* del monopolio naturale (offrendoli indistintamente a tutti coloro che volessero canalizzarvi servizi di telecomunicazione) potrebbe creare nuovo valore per i piccoli azionisti Telecom neo azionisti *Newco*.

[7] Che senso avrebbero i pacchetti di controllo se i diritti di proprietà sono depotenziati e si limitano al riconoscimento dei rendimenti dell'attività?