

► IL RISIKO DELLE TELECOMUNICAZIONI

Il fondo australiano punta la rete unica: in 10 mesi triplica l'offerta per la fibra

A novembre Macquarie stimava la banda Tim più Open fiber 5,4 miliardi. Ora è pronto a darne 7 solo per la partecipata di Enel

Interviene Vodafone: «Con il progetto di fusione in Italia si torna al monopolio»

Agcom in stand by su Mediaset. Il Cfo: «Infrastruttura nazionale? Vedremo»

di **CLAUDIO ANTONELLI**

■ Si avvicina il D day delle rete unica. La prossima settimana il consiglio di Enel dovrebbe ricevere l'offerta vincolante sul proprio 50% di Open fiber, la società nata assieme Cdp per volere del governo Renzi. Con l'eventuale uscita dal business del Web, partirebbe il complicato iter della creazione della sola dorsale Internet prodromica al lancio di tutti i servizi 5G. Lo schema concordato dal governo con tutti gli attori in causa dovrebbe richiedere un po' di mesi e una serie di step. Primo, nasce Fibercop, una joint venture composta da Tim, il fondo americano Kkr e Fastweb. Dentro ci finirebbe tutta la rete secondaria di Tim, la parte di fibra sviluppata negli ultimi anni in partnership appunto tra Tim e Fastweb. Secondo step, la nascita di Accesco che, stando alla lettera d'intenti tra Tim e Cdp equity (controllata dal Mef attraverso Cdp), dovrebbe unire l'intero pacchetto di Fibercop a quello di Open fiber. Se tutto filasse liscio l'operazione potrebbe avvenire fra sei mesi.

Giusto per ripeterlo l'obiettivo del governo sarebbe quello di portare la rete veloce ovunque in Italia. Da qui la necessità di fondere gli sforzi in una sola grande società detenuta al 50,1% da Tim e per il resto da Cdp, che si dovrebbe fare garante nei confronti degli altri operatori. In pratica, oggi su circa 19 milioni di connessioni Internet, più di 12 sono Tim il resto se lo dividono Vodafone, Fastweb, Wind tre, Linkem, Tiscali ed Eolo. Ne consegue che da un lato va ampliato il numero di connessioni e dall'altro portato a termine il progetto originario di Flash fiber. Cioè estendere a circa l'80% della popolazione i collegamenti Fttc (fiber to the cabinet) e al 70% i collegamenti direttamente a casa (Fthh).

Più o meno la stessa idea che ha portato alla nascita di Open fiber. Solo che a detta di Mef e governo (almeno implicitamente) il progetto guidato da **Franco Bassanini** su cinque anni di lavoro ne ha accumulati almeno due di ritardo e il bilancio del 2019 da poco pubblicato traccia un forte indebitamento e una liquidità contenuta. Due articoli pubblicati da *Business insider* e *Affari ita-*

liani hanno fatto le pulci ai conti di Open fiber, sottolineando che l'indebitamento verso le banche è destinato a salire a quota 4,5 miliardi, mentre i ricavi languono. Open fiber ha prontamente risposto che una start up non si valuta con il criterio classico dell'ebitda e del Mol, margine operativo lordo. Dal bilancio però si vede che i flussi di cassa sono in gran parte legati alle attività di investimento e non all'operatività. Tradotto - e qui torniamo al D day della prossima settimana - Enel dovrà valutare l'offerta per cedere la propria metà del progetto Open fiber. Come valutare il tutto?

La chiave sta qui. Al momento a farsi avanti c'è solo il fondo australiano Macquarie che come confermato da Enel lo scorso giugno ha pronta una offerta. Indiscrezioni di stampa parlano di 7 miliardi per Open fiber. Una cifra altissima che permetterebbe al player australiano di entrare nella partita a gamba tesa e al numero uno di Enel, **Francesco Starace**, di incassare una grande plusvalenza. Ad attendere con interesse ci sono mezzo Pd, i grillini e ovviamente il gover-



no, che nel frattempo - tramite Cdp - deve avviare la valutazione della fibra e della rete secondario di Tim.

A confondere le acque c'è però un documento di cui la Verità ha verificato l'esistenza datato novembre 2019. All'epoca lo stesso fondo Macquarie ha stilato una decina di pagine dal titolo progetto *Nsquarie* con cui ha proposto a Tim una valutazione della fibra di Tim, della fibra Flash fiber e di Open fiber assieme per un valore di 5,45 miliardi di euro. Di cui circa 1,9 di debito e il rimanente di equity value. Anche separando (cosa non corretta) la torta in due, significa che Open fiber era stata valutata dieci mesi fa soltanto 2,7 miliardi e adesso per lo stesso fondo varrebbe quasi tre volte tanto. Senza che nel frattempo sia accaduto nulla. A parte un aumento di capitale di 450 milioni circa. Cifra che al tempo stesso risulterebbe stonare con la valutazione fatta da Kkr per Fibercop. È vero che in più avrebbe anche la rete secondaria, ma per il fondo Usa Tim potrebbe incassare 7,7 miliardi di euro. Quest'ultima offerta non è sovrapponibile a quella di Macquarie datata novembre 2019, ma chiarisce come alzare il prezzo possa essere una leva fondamentale per le trattative future. Tant'è che dentro tale valorizzazione se-

condo alcuni analisti potrebbe esserci la clausola di matrimonio con Tim. Un partner che è ben consigliato da **Claudio Costamagna** vicino all'ad di Enel, **Fulvio Conti**, e che con Enel collabora già all'estero tramite la controllata Mira, potrebbe dare filo da torcere alle future mosse di Cdp, cristallizzando il prezzo dell'intera rete. Senza contare che sul progetto svola la Commissione Ue, Vodafone (ieri i vertici hanno apertamente criticato l'operazione accusando l'Italia di voler tornare al monopolio) e pende anche la sentenza definitiva dell'Agcom su Mediaset e Vivendi.

Mentre aspettava l'esito dell'udienza dell'authority, il cfo di Mediaset, **Marco Giordani** ieri ha detto: «Potremmo considerare un investimento nella rete unica quando la situazione sarà più chiara». Più che una mossa strategica sembrerebbe in realtà una missiva a Vivendi che di Tim è azionista per circa il 23%. L'Agcom ieri ha preso altro tempo prima di scongelare le azioni dei francesi nel Biscione e ridare potere di mossa a **Vincent Bollore**. In pratica tutti aspettano la prima mossa. E di capire quanto valga la rete di Open fiber al di là dei misteriosi cambi di valutazione di Macquarie.

© RIPRODUZIONE RISERVATA