



*Dipartimento di Impresa e Management*

*Cattedra: Strategia d'impresa*

# **Operazioni di finanza straordinaria: il caso Telecom Italia - INWIT**

**RELATORE**

**Prof. Franco Fontana**

**Federico Gentili**

***Matr. 666281***

**CORRELATORE**

**Prof. Alessandro Zattoni**

**ANNO ACCADEMICO 2015/2016**

<b>1. INTRODUZIONE</b>	<b>3</b>
<b>2. LE OPERAZIONI DI FINANZA STRAORDINARIA</b>	<b>10</b>
2.1 Introduzione	10
2.2 I metodi valutativi	12
2.2.1 I metodi diretti	12
2.2.2 I metodi indiretti	16
2.3 Le differenti tipologie di operazioni straordinarie	20
2.3.1 L'acquisizione d'azienda	22
2.3.2 Le fusioni	26
2.3.3 La trasformazione d'azienda	34
2.3.4 La liquidazione	35
2.3.5 La scissione ed il conferimento d'azienda	38
2.4 Conclusioni	39
<b>3. LA SCISSIONE ED IL CONFERIMENTO D'AZIENDA</b>	<b>40</b>
3.1 Introduzione	40
3.2 Il processo di scissione	42
3.2.1 Cenni storici e <i>trend</i> recenti	43
3.2.2 Aspetti legali e fiscali della scissione	45
3.2.3 Il rationale strategico dell'operazione	48
3.2.4 Aspetti finanziari della scissione	53
3.3 Il conferimento d'azienda	57
3.3.1 Il rationale strategico	58
3.3.2 Gli aspetti legali dell'operazione	60
3.3.3 Gli aspetti contabili	63
3.4 Conclusioni	64
<b>4. IL SETTORE DELLE TELECOMUNICAZIONI</b>	<b>65</b>
4.1 Introduzione	65
4.2 Il settore delle Telecomunicazioni in Italia	67

4.2.1	Gli organismi di vigilanza	67
4.2.2	Il contesto macro-economico	68
4.2.3	Analisi del settore secondo le forze di Porter	69
4.2.4	Scenari futuri	71
4.2.5	Analisi su ricavi, EBITDA e prezzo per azione dei principali operatori	80
4.3	Il settore delle Telecomunicazioni in Europa	90
4.4	Conclusioni	94
5.	IL CASO TELECOM ITALIA – INWIT	97
5.1	Introduzione	97
5.2	Le premesse dell'operazione	99
5.3	La nascita di INWIT	105
5.4	Il settore delle Torri	106
5.5	Analisi finanziari e contabile di INWIT	110
5.6	Il rationale strategico dell'operazione	113
5.7	Scenari futuri	117
5.8	Conclusioni	121
6.	CONCLUSIONI	122
	BIBLIOGRAFIA	126
	SITOGRAFIA	131

# 1. Introduzione

Le operazioni di finanza straordinaria si distinguono da quelle ordinarie poiché comportano delle modifiche significative nella dimensione e nel *business* della società.

Questo tipo di operazioni vengono decise dal *top* management e sono uno strumento importante per poter permettere all'azienda di svilupparsi.

Il ricorso a tali operazioni, tuttavia, è estremamente rischioso. Questo tipo di iniziative impattano su ogni aspetto della vita aziendale. Credere che una fusione od una scissione abbiano degli effetti solo in termini economico-finanziari sarebbe assai superficiale.

Queste operazioni devono essere pianificate attentamente andando a considerare l'impatto che hanno sul capitale umano di cui è composta l'azienda e sull'identità stessa della società. Il rischio, infatti, è quello di creare valore nel breve termine ma di distruggere l'impresa nel lungo periodo. È il caso, ad esempio, di aziende che decidono di operare acquisizioni o fusioni in maniera troppo repentina compromettendo, in tal modo, le loro possibilità di successo.

In quest'ottica anche operazioni di contrazione dell'attività possono essere viste come *step* fondamentali nella creazione di valore aggiunto da parte di un'impresa.

I dati di mercato e diversi studi, infatti, evidenziano come tutte quelle attività e strategie volte a focalizzare l'impresa sul proprio *core business* siano assai apprezzate dagli investitori. Spesso si tende a pensare come maggiore siano le dimensioni di un'impresa e maggiore sia il valore della stessa. Vi sono molti casi, invece, in cui il valore delle imprese considerate singolarmente risulta essere superiore al valore delle società considerate come un'unica entità.

Questo avviene poiché, talvolta, l'impresa non è in grado di sfruttare appieno le sinergie che si possono creare tra le sue diverse componenti e, di conseguenza, l'effetto derivante da una concentrazione di attività in capo ad un unico soggetto risulta nullo. La letteratura, in considerazione delle possibili inefficienze presenti nei grandi gruppi industriali, contesta un *conglomerate discount* al momento di valutare grandi aggregati di imprese.

Alternativamente il favore con cui vengono accolti i diversi *spin-off* aziendali deriva dal fatto che aziende più piccole possono reagire in maniera più veloce a cambiamenti repentini del mercato, magari grazie al sostegno finanziario di *holding* che forniscano i capitali ma che non interferiscano nella gestione quotidiana. Occorre, inoltre, considerare come imprese più piccole siano meno sottoposte all'attenzione delle autorità di sorveglianza (nel caso di società operanti in settori regolamentati).

Le operazioni di finanza straordinaria sono:

- fusione;
- scissione;
- liquidazione;
- conferimento;
- trasferimento;
- acquisizione.

Le differenze tra queste operazioni sono notevoli ma tutte sono finalizzate ad un unico obiettivo: aumentare il valore della società.

Si è detto di come queste strategie non si limitino ad avere delle conseguenze di tipo esclusivamente quantitativo poiché le aziende sono composte da persone oltre che da numeri. È necessario, tuttavia, considerare come questi effetti "intangibili" siano difficilmente misurabili e, pertanto, sta all'intuito ed alla sensibilità dei manager riuscire a gestire l'azienda sotto questo aspetto.

Dal punto di vista economico-finanziario, invece, è possibile stimare con ragionevolezza gli effetti che queste operazioni hanno sul valore dell'azienda. In particolare è possibile suddividere i metodi di valutazione in due grandi gruppi:

- diretti;
- indiretti.

Mentre i primi traggono spunto dai dati osservabili sul mercato, i secondi si basano sulle grandezze e sui valori espressi dall'azienda oggetto di valutazione.

Nel corso del capitolo vengono analizzate le principali metodologie utilizzate per valutare una strategia:

- il metodo del *Discounted Cash Flows*;
- il metodo dei multipli di mercato;
- il metodo dell'*Economic Value Added* (EVA<sup>®</sup>).

Tutte queste metodologie di analisi sono fondamentali nel giudicare la bontà o meno di una strategia poiché riescono a determinare, con le dovute assunzioni, il valore che sarà creato o distrutto.

Negli ultimi anni un settore è stato particolarmente interessato da un incremento di ricorso alle operazioni di finanza straordinaria: il settore delle Telecomunicazioni.

Tra le operazioni più rilevanti, a livello nazionale, solo quest'anno si possono segnalare:

- la nascita e la successiva vendita di Galata (*spin-off* di Wind);
- la nascita e la successiva quotazione di INWIT (*spin-off* di Telecom Italia);
- l'annuncio della fusione tra Wind e H3G Italia.

Il settore delle Telecomunicazioni è uno dei settori più importanti e strategici per l'economia di un Paese. Recenti studi, infatti, hanno dimostrato un legame molto stretto tra l'accesso alla banda ultralarga e l'andamento del PIL di una nazione.

In Italia questo pesa circa il 2% del PIL ed impiega circa 120.000 lavoratori (Assotelecomunicazioni, 2014).

Nel capitolo dedicato all'analisi del settore emergerà come l'andamento del settore risulti essere in linea con quello del PIL del Paese e di come questo risenta delle congiunture economiche favorevoli o meno. In paesi come la Germania, ad esempio, il settore mostra un *trend* decisamente migliore rispetto a quello evidenziato per paesi in difficoltà come l'Italia o la Spagna

Il settore delle TLC è uno di quei settori che ancora non è pienamente uscito dalla crisi economica che ha colpito l'intero sistema economico mondiale.

Le aziende operanti nel settore registrano dei pesanti cali dei ricavi indipendentemente dall'area geografica in cui operano. Come sarà spiegato successivamente, la colpa di questo crollo è da attribuirsi ad un continuo calo delle tariffe applicate dagli operatori in una "guerra al ribasso" finalizzata a cercare di aumentare la propria quota di mercato.

Il settore, inoltre, necessita di continui investimenti per riuscire a soddisfare la crescente domanda di accesso alla rete: si vedrà in seguito di come questa sia aumentata di tre volte nel giro di soli cinque anni!

Per riuscire a reperire i fondi necessari ad innovare le proprie strutture le aziende stanno iniziando a riconsiderare per intero la propria catena del valore cercando di concentrarsi sulle attività che possano garantir loro un reale vantaggio competitivo rispetto ai concorrenti.

In quest'ottica tutte le attività di supporto alla trasmissione del segnale e comuni a tutte le imprese operanti all'interno del settore vengono riviste in un'ottica di possibile messa a comune delle risorse.

È il caso dei siti su cui insistono gli apparati di trasmissione del segnale, le cosiddette Torri. Ogni operatore di telefonia, anche operatori radiofonici o televisivi, ha il proprio parco di siti su cui sono installate le proprie antenne. Questo *asset*, alla luce dei recenti sviluppi economici, si è rivelato poco valorizzato se tenuto all'interno del proprio complesso aziendale, da qui la tendenza dei grandi operatori di mercato di rendere autonomo il ramo d'azienda attraverso conferimenti in *newco*. Benché dotato di maggiore autonomia ed in grado di generare importanti flussi di cassa, i diversi operatori si stanno iniziando a domandare se non sia meglio vendere l'*asset* o, comunque, dividerlo con altri operatori così da abbattere i costi ed aumentare i ricavi.

Sull'onda di queste considerazioni a gennaio del 2015 Telecom Italia annuncia la nascita di INWIT, una *newco* facente parte del Gruppo della società di Piazza Affari creata per accogliere il conferimento riguardante il ramo d'azienda delle torri di trasmissione.

Data l'entità del conferimento (circa 11.000 siti) l'azienda si può definire uno dei *leader* di questo settore.

Nel giugno dello stesso anno Telecom Italia ha predisposto la quotazione della stessa INWIT sulla Borsa di Milano, quotando un flottante pari al 40% dell'intero capitale sociale e raccogliendo oltre 800 milioni di euro da quella che è stato uno dei più redditizi processi di quotazione della storia. Telecom si è, inoltre, dichiarata disposta a considerare offerte per il 60% delle quote rimaste in suo possesso, destando l'interesse di numerosi operatori nazionali (EI Towers) ed internazionali (Cellnex Telecom).

Lo scopo di quest'elaborato consiste nell'individuare i vantaggi che derivano da un processo di scissione o di conferimento, in contrasto con l'opinione comune abituata a considerare solo le operazioni di M&A come in grado di generare valore.

L'analisi è stata condotta all'interno del settore delle Telecomunicazioni ed in particolare modo in riferimento al caso di INWIT, *spin-off* di Telecom Italia. Si è cercato di evidenziare i vantaggi derivanti da tale operazione e gli sviluppi futuri che potrebbero seguire quest'operazione all'interno del mercato delle Telecomunicazioni.

Contestualmente, è stata fornita un'analisi sulla situazione economico-finanziaria di Telecom Italia, il gigante italiano delle Telecomunicazioni che sta vivendo un periodo di crisi accompagnato a grandi trasformazioni e cambiamenti.

L'elaborato è suddiviso in quattro capitoli di cui i primi due finalizzati all'analisi teorica degli argomenti che saranno trattati nel corso dei capitoli finali, incentrati sul caso pratico di cui si è accennato in precedenza.

Il primo capitolo si divide in due parti. Inizialmente vengono introdotti ed analizzati i metodi valutativi più comuni utilizzati per la valutazione delle strategie e dell'azienda più in generale. La ragione per cui si è ritenuto utile trattare questo tema è che la bontà dell'operazione, in conclusione, deriva dal valore che riesce a creare per l'azienda e dunque per gli azionisti.



Successivamente vengono analizzate le operazioni straordinarie più note evidenziandone differenza ed eventuali analogie. Tutte le operazioni sono studiate considerandone i diversi aspetti, dal legale al finanziario. Per quanto riguarda la scissione ed il conferimento d'azienda, queste due operazioni sono semplicemente introdotte poiché a loro è dedicato il capitolo successivo.

Tale capitolo presenta nella prima parte una descrizione dettagliata del processo di scissione d'azienda, focalizzandosi, in particolar modo, sul rationale strategico che è alla base dell'operazione. A sostegno delle tesi riportate vengono descritti dei casi concreti con la finalità di mantenere il contatto con la realtà in cui la scissione viene impiegata. L'obiettivo è quello di andare oltre una mera descrizione dell'operazione e studiarne gli effetti pratici che essa ha sulle aziende. Oltre al rationale strategico sono state analizzate le ripercussioni fiscali, legali, contabili e finanziarie del processo di *spin-off*.

Nella seconda parte viene analizzato, con modalità analoghe, il conferimento d'azienda con tutte le sue implicazioni.

Nel corso del capitolo vengono, inoltre, analizzate le affinità strategiche che caratterizzano le due operazioni.

Questo capitolo costituisce l'ultimo capitolo teorico che, come accennato in precedenza, insieme al primo capitolo, forniscono un'analisi della letteratura in merito agli argomenti che saranno trattati successivamente in riferimento al caso su cui è basato questo elaborato.

Il penultimo capitolo si ripropone di analizzare il settore delle Telecomunicazioni ed il contesto in cui si trovano ad operare Telecom Italia ed INWIT, le due società oggetto di studio nel capitolo conclusivo.

Inizialmente vengono descritti, grazie all'ausilio di tabelle e di grafici, le dinamiche e i recenti *trend* che hanno caratterizzato il settore. In particolar modo sono state condotte delle analisi quantitative basate sull'andamento dei titoli di borsa e sui dati di bilancio delle aziende considerate.

Il settore è stato analizzato nei suoi diversi aspetti sia per quanto riguarda il contesto italiano che quello internazionale.

La comparazione tra il mercato domestico e quello oltreconfine ha evidenziato come il mercato italiano sia uno dei principali a livello europeo sebbene mostri un *trend* negativo causato, oltre che dalla crisi settoriale che ha coinvolto tutti gli attori di mercato, dall'andamento dell'economia nazionale.

L'ultimo capitolo, che conclude la tesi, è suddiviso in sei paragrafi di cui il primo si ripropone di analizzare le condizioni e le motivazioni che hanno portato alla nascita di INWIT da parte di Telecom Italia. All'interno del paragrafo è oggetto di studio, inoltre, proprio un'analisi finanziaria della capogruppo allo scopo di identificarne i punti di debolezza e i punti di forza con cui mantenere la *leadership* all'interno del mercato.

Successivamente vengono evidenziate le tappe procedurali che hanno portato alla nascita del *Tower Operator*, mentre nel terzo paragrafo viene sviluppata un'analisi riguardante il settore in cui opera la neonata società.

Il quarto paragrafo risulta incentrato su uno studio di tipo quantitativo su INWIT in quanto caratterizzato dall'analisi approfondita dei principali indici delle relazioni finanziarie prodotte dalla società. In questa sede, inoltre, è stato ritenuto opportuno riportare alcune considerazioni inerenti il processo di quotazione di INWIT e di riportare un confronto tra l'andamento del titolo in Borsa della *newco* e della capogruppo evidenziandone alcune differenze che le caratterizzano.

Negli ultimi due paragrafi sono stati studiati gli effetti positivi che l'operazione ha avuto sul Gruppo Telecom tanto dal punto di vista contabile che da quello strategico. In conclusione si è cercato di riportare alcune ipotesi riguardanti gli sviluppi futuri che deriveranno dalla nascita di questa società che può essere definita una delle principali realtà all'interno del settore dei *Tower Operators*.

## 2. Le operazioni di finanza straordinaria

### 2.1 Introduzione

La strategia di impresa può essere suddivisa su due livelli principali:

- Strategia di *corporate*;
- Strategia di *business* (o competitive).

Con il termine Strategie di *corporate* ci si riferisce alle strategie teorizzate dai vertici aziendali, la Direzione Generale, piuttosto che il Consiglio di Amministrazione, che impattano su ogni aspetto della vita dell'impresa. Le strategie di *corporate* sono:

- scelta del settore in cui operare;
- diversificazione;
- integrazione verticale;
- internazionalizzazione.

Queste tipologie di strategie vengono prese avendo come obiettivo di generare valore nel medio-lungo termine. In genere si cerca di aumentare la capacità produttiva e di conquistare nuovi mercati; in quest'ottica le operazioni straordinarie sono indispensabili.

Le strategie di *business*, invece, rappresentano le modalità in cui l'azienda può ottenere vantaggio competitivo all'interno del settore in cui opera e sono:

- strategia competitiva di leadership di costo;
- strategia competitiva di differenziazione;
- strategia di focalizzazione.

Le operazioni di finanza straordinaria, che saranno analizzate nel corso del capitolo, sono uno dei possibili strumenti a disposizione del management per disegnare ed attuare le strategie di cui sopra, finalizzate al conseguimento di un unico obiettivo: far crescere la propria impresa.

Queste operazioni appaiono estremamente complesse poiché necessitano di grandi competenze per poter essere gestite nella maniera più opportuna e creare così valore aggiunto. Ogni operazione di finanza straordinaria comporta dei risvolti a livello aziendale sotto diversi punti di vista, spaziando dall'aspetto strategico a quello giuridico fino ad arrivare agli aspetti contabili e fiscali dell'operazione.

Il capitolo è suddiviso in due parti tra loro strettamente collegate.

La prima parte si ripropone di evidenziare alcuni dei principali metodi valutativi utilizzati per la valutazione delle aziende e delle strategie. Tale scelta è dovuta al fatto che ogni operazione viene, in conclusione, valutata sulla base dei risultati economico-finanziari che produce. Il management, infatti, non può non basare le sue scelte strategiche senza tener conto di quanto valore creano o distruggono le operazioni straordinarie che deciderà di attuare.

La seconda parte del capitolo è dedicata all'analisi delle principali tipologie di operazione straordinaria contemplate dall'ordinamento giuridico vigente.

Tutte le operazioni sono state analizzate tenendo conto degli aspetti economici, giuridici, legali e contabili che le riguardano. L'obiettivo è, infatti, quello di fornire una visione più ampia sul significato e sull'impatto che tali operazioni hanno nella vita di un'azienda.

Tra le tipologie di operazioni che verranno analizzate due di esse saranno solamente introdotte e sono:

- la scissione;
- il conferimento d'azienda.

La ragione di tale scelta risiede nel fatto che queste due operazioni saranno studiate approfonditamente nel corso del capitolo successivo. Queste due operazioni, infatti, riguardano molto da vicino il caso pratico oggetto di studio dell'ultimo capitolo dell'elaborato e si è ritenuto di dedicar loro un capitolo a parte per avere la possibilità di approfondire maggiormente l'argomento.

## 2.2 I metodi valutativi

Le operazioni straordinarie sono operazioni societarie che implicano il ricorso a forme di finanziamento differenti rispetto a quelle comunemente utilizzate dall'azienda. In finanza aziendale la differenza principale con le operazioni definite ordinarie consiste nella modifica in termini di dimensione e composizione del passivo della società. Come si è avuto modo di accennare nell'introduzione, questo tipo di operazioni rientra tra le strategie di *corporate* e viene deciso dai vertici aziendali ed ha l'obiettivo di creare valore nel medio-lungo termine. Il valore atteso della strategia, affinché essa sia implementata, deve essere realisticamente stimato e, salvo casi specifici dove la strategia venga attuata per fini, ad esempio, politici o di immagine, positivo.

La letteratura propone diversi metodi di valutazione di una strategia, oltre che dell'impresa più in generale. Nel complesso possiamo distinguere i metodi valutativi in due grandi categorie (Iori, Manzana, 2014):

- metodi diretti;
- metodi indiretti.

### 2.2.1 I metodi diretti

I metodi diretti vengono definiti tali poiché fanno riferimento direttamente ai prezzi osservabili sul mercato per quel che riguarda quote di capitale dell'azienda oggetto di valutazione o di aziende ad essa comparabili. Il confronto con imprese comparabili risulta imprescindibile nel momento in cui l'azienda non presenta titoli quotati sul mercato, tuttavia tale approccio presenta diversi limiti poiché ogni transazione presenta delle caratteristiche specifiche (in termini di aspettative, fini valutativi, ecc.). Tali considerazioni risultano prive di significato nel momento in cui si considera una società di capitali quotata in Borsa. Dal momento in cui le azioni rappresentano quote dell'*equity* di un'impresa si potrebbe pensare che il prezzo delle azioni rifletta il reale valore del capitale proprio di una società. Tale valutazione risulta essere molto

superficiale, se non persino sbagliata (Alzona, 1971). I metodi valutativi devono, infatti, rispondere a tre requisiti:

- razionalità;
- neutralità;
- obiettività.

La prima condizione pone in risalto la consistenza teorica su cui il processo valutativo deve necessariamente basarsi. Il principio di neutralità, invece, richiede che i ragionamenti effettuati siano validi a prescindere dalle caratteristiche dei soggetti coinvolti e che, quindi, mantengano la loro fondatezza in ogni condizione. L'obiettività, infine, si riferisce all'applicabilità pratica dello schema valutativo idealizzato. Il prezzo azionario non può, dunque, essere considerato attendibile poiché rappresentativo solo di una parte del capitale sociale, il flottante, che non permette di controllare realmente l'impresa. I prezzi di mercato appaiono, dunque, come il semplice punto di incontro tra la domanda e l'offerta. Ad ulteriore riprova dell'inaffidabilità dei prezzi di Borsa, occorre considerare come essi siano estremamente volatili e le cause di tali oscillazioni siano di difficile comprensione e non sempre legati a motivi economico-finanziari, ad esempio scandali che coinvolgano il management (Zanda, Lacchini, Onesti, 2013). Data la loro scarsa affidabilità, i metodi di valutazione diretti vengono utilizzati come metodo di controllo. I metodi diretti vengono, solitamente, distinti in due grandi categorie:

- metodi diretti in senso stretto;
- metodi diretti fondati su moltiplicatori empirici.

I metodi diretti in senso stretto differiscono a seconda che l'azienda sia quotata o meno. Nel primo caso il capitale economico dell'impresa viene valutato con la seguente formula:

$$W = \sum_{a=1}^n P_a * m_a$$

dove:

- W rappresenta il valore del capitale economico;
- $P_a$  rappresenta il prezzo di mercato di un'azione a;

- $m_a$  rappresenta il numero di azione della tipologia a.

Nel caso in cui, al contrario, l'impresa non sia quotata, il suo valore viene stimato attraverso il calcolo della media, sia essa aritmetica o ponderata, dei valori economici di un *panel* di aziende comparabili:

$$W = \frac{\sum_{a=1}^n W_a * p_a}{\sum_{a=1}^n p_a}$$

dove:

- W rappresenta il valore del capitale economico;
- $W_a$  rappresenta i valori economici delle aziende che compongono il *panel* di riferimento;
- $p_a$  rappresenta il peso attribuito a ciascuna valutazione.

Al fine di ottenere un campione di aziende comparabili a quella oggetto di valutazione occorre fare in modo che le imprese siano paragonabili sotto il profilo dimensionale, di fatturato, e di fonti di finanziamento (rapporto tra debito e capitale proprio). Alternativamente i risultati ottenuti dalla valutazione non saranno attendibili ed affidabili (Zanda, Lacchini, Onesti, 2013).

Il metodo diretto di valutazione basato sui moltiplicatori empirici si basa sulla teoria che il valore di un'impresa possa essere determinato sulla base di multipli di indicatori chiave riferiti ad una serie di imprese comparabili. Il primo passo per valutare un'impresa con il metodo dei multipli di mercato consiste nell'identificare un *panel* di comparabili omogeneo in termini di:

- settore di mercato di appartenenza;
- condizioni competitive;
- dimensioni dell'impresa;
- margine di profitto.

In aggiunta ai punti riportati in precedenza vi deve essere, necessariamente, un trend di crescita dei *cash flows* attesi simile a quello dell'impresa oggetto di valutazione, così come il rischio, o i rischi, a cui le due aziende sono soggette devono essere paragonabili. Occorre prestare attenzione, inoltre, alla misura economica selezionata come indicatore di *performance*, poiché i risultati potrebbero variare in maniera significativa. Le condizioni enunciate raramente si

verificano ed, inoltre, non è possibile stabilire quale sia l'indicatore economico da utilizzare affinché il processo valutativo sia maggiormente affidabile. Tale metodo risulta, dunque, caratterizzato da un alto grado di soggettività. Si possono individuare due tipologie di multipli: multipli *equity side* e multipli *asset side*.

La prima tipologia di multipli valuta il valore complessivo dell'impresa. I principali sono:

- $\frac{EV}{EBIT}$
- $\frac{EV}{EBITDA}$
- $\frac{EV}{sales}$

In questo caso il valore del capitale proprio dell'azienda viene calcolato come differenza tra il valore complessivo dell'impresa (*enterprise value, EV*) ed il valore della *net financial position*, o posizione finanziari netta (Penman, Sougiannis, 1998).

Alternativamente, è possibile calcolare dei multipli che permettano al valutatore di stimare direttamente il valore del capitale proprio di un'impresa: l'*equity*. I principali multipli comunemente utilizzati sono:

- $\frac{P}{E}$
- $\frac{P}{BV}$

La variabile di riferimento utilizzata da questo tipo di multipli è il prezzo per azione (P), dunque il prezzo da pagare per detenere quote del capitale proprio dell'azienda. Tale valore viene rapportato, generalmente, ai dividendi distribuiti (in inglese *earnings, E*) ed al valore contabile delle azioni (*book value, BV*) (Vulpiani, 2014).

I metodi diretti esposti in precedenza hanno un limite che li porta ad essere utilizzati più come metodi di controllo all'interno del processo valutativo, che non come metodi principali. Tale limite è rappresentato dal fatto che ogni transazione aziendale ed ogni impresa sono caratterizzate da dinamiche uniche tali per cui risulterà impossibile costituire un *panel* di comparabili o individuare una compravendita analoga a quella oggetto di valutazione. A questo si aggiunge il fatto che i valori azionari non sono prevedibili e sono soggetti a fluttuazioni basate



su aspetti irrazionali essendo frutto dell'incontro tra domanda ed offerta piuttosto che di attente valutazioni; in alcuni casi le scelte degli operatori di borsa si basano su scelte effettuate da altri operatori senza tener conto degli elementi su cui si basano tali decisioni (Guatri, 1990).

## 2.2.2 I metodi indiretti

I metodi indiretti sono, dunque, preferiti all'interno dei processi valutativi e prendono come riferimento delle grandezze "flusso" o delle grandezze di tipo "stock" (Iori, Manzana, 2014). I metodi comunemente utilizzati per valutare una strategia sono il *Discount Cash Flow* ed il metodo dell'EVA<sup>®</sup> che fanno parte di due macro-famiglie di metodi di valutazione; il primo è un metodo finanziario, il secondo viene definito metodo misto.

Alla base dei metodi finanziari vi è la teoria che afferma che il valore di un'impresa è pari al flusso di ricavi che sarà in grado di generare nel futuro, scontato dell'opportuno tasso. Tale metodo, oltre che apparire solido dal punto di vista teorico, trova riscontro nella pratica comune. Il valore aziendale, dunque, è espresso dalla seguente formula:

$$W = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

dove:

- W rappresenta il valore dell'impresa
- $CF_t$  rappresenta l'ammontare dei flussi di cassa (*cash flows*) disponibili all'anno t
- r rappresenta il tasso di rischio e di sconto in funzione del tempo.

Tale formula risulta inattaccabile dal punto di vista teorico, ma presenta alcune criticità dal punto di vista pratico; prima fra tutte la stima della vita futura dell'impresa.

L'azienda viene comunemente intesa come un istituto economico atto a perdurare (Zappa, Azzini, Cudini, 1964), tuttavia, dal punto di vista matematico,  $\lim_{t \rightarrow \infty} \frac{CF_t}{(1+r)^t} = 0$  in quanto il tasso di sconto, per i flussi generati in un futuro lontano ed indefinito, annulla il valore del flusso

stesso. Nella pratica comune l'orizzonte temporale su cui si valuta un'azienda viene suddiviso in due: periodo esplicito e *terminal value* (TV).

Si avrà, dunque:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} + TV$$

La stima del *terminal value* avviene, nella pratica comune, attraverso la formula di Gordon che ipotizza, da un certo anno in poi, un tasso di crescita costante. Ne risulta dunque che:

$$TV = \sum_{t=n+1}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+r)^t} \approx \frac{CF * (1+g)}{(r-g)}$$

Il metodo finanziario usato più di frequente è, come si accennava in precedenza, il metodo del *Discount Cash Flow* (DCF). Tale metodo si basa sul primo principio di Modigliani e Miller che afferma come il valore dell'impresa non dipenda dalla sua struttura finanziaria, ossia dal rapporto *D/E*. Tale affermazione è valida se si verificano determinate condizioni come l'esistenza di mercati efficienti, l'assenza di tassazione e di costi di transazione, ed infine che esista la possibilità che gli investitori possano indebitarsi allo stesso tasso delle imprese (Milgrom, Roberts, 2005).

Il metodo del DCF si basa su tre variabili:

- il valore atteso dei flussi di cassa futuri;
- il tasso di sconto applicato;
- il tasso di crescita ipotizzato.

I flussi di cassa, o *cash flows*, rappresentano la capacità dell'azienda di generare reddito attraverso la sua attività operativa (Pedriali 2006). I valori espressi dal bilancio possono, in alcuni casi, non rappresentare fedelmente la situazione finanziaria della società.

L'importanza di porre in risalto la situazione finanziaria dell'impresa è ribadita nella normativa contabile internazionale che, all'interno dello IAS n.1, impone l'obbligo di redazione del rendiconto finanziario, quale documento facente parte del bilancio d'esercizio; nel dettaglio le finalità e le modalità di redazione del rendiconto finanziario sono espresse all'interno dello IAS n.7.

I flussi di cassa, al contrario delle poste in bilancio, non sono soggetti a politiche di bilancio da parte degli amministratori e vengono calcolati al lordo degli oneri finanziari. Le attività finanziarie, infatti, non rientrano nell'attività ordinaria dell'impresa, a meno che l'impresa oggetto di valutazione non sia ad esempio una banca, un'assicurazione o una società di gestione del risparmio (SGR).

Il calcolo dell'*unlevered cash flow* è il seguente (Vulpiani, 2014):

	<i>Ricavi</i>
(-)	<i>Costi del venduto</i>
=	<b>EBITDA</b>
(-)	<i>Ammortamenti e svalutazioni</i>
=	<b>EBIT</b>
(-)	<i>Imposte figurative</i>
=	<b>NOPAT</b>
(+)	<i>Ammortamenti e svalutazioni</i>
(-)	<i>Variazioni del capitale circolante netto</i>
(-)	<i>Variazioni del capitale investito</i>
=	<b>Operating Free Cash Flow</b>

Come si può notare la voce D&A (*depreciation and amortization*, ossia ammortamenti e svalutazioni), vengono prima sottratti e successivamente riaggiunti. La motivazione di tale operazione risiede nel fatto che a tali costi non corrisponde una fuoriuscita di denaro dall'impresa verso l'esterno e, poiché il metodo del DCF ragiona in termini di cassa, il loro effetto sull'utile deve essere neutralizzato. Per quanto riguarda il tasso di crescita  $g$  questo può esser fatto coincidere con il tasso di crescita del settore in cui l'impresa opera o,

alternativamente, con il PIL del paese in cui l'impresa esercita la sua attività. Nel caso di aziende multinazionali e multisettoriali, il tasso di crescita dei flussi può essere espresso secondo una media ponderata tenendo conto dei pesi delle diverse fonti di reddito. L'ultima variabile fondamentale per poter utilizzare il metodo del DCF è il tasso di sconto da applicare ai flussi. Il tasso comunemente utilizzato è il WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), ossia il costo medio ponderato del capitale espresso dalla seguente formula (Brealey, Myers, Allen, Sandri, 2010):

$$WACC = K_e * \frac{E}{E + D} + K_d * \frac{D}{E + D} * (1 - t)$$

dove:

- $K_d$  rappresenta il costo del debito;
- $K_e$  rappresenta il costo del capitale proprio (*equity*).

Se il costo del debito risulta facilmente determinabile, per il costo del capitale proprio si ricorre, generalmente, all'utilizzo del metodo di stima del CAPM (*Capital Asset Pricing Model*):

$$K_e = r_f + \beta * (r_m - r_f)$$

dove:

- $r_f$  rappresenta il rendimento di un titolo privo di rischio;
- $\beta$  rappresenta il tasso di correlazione con il mercato;
- $r_m - r_f$  rappresenta il rischio derivante dall'operare sul mercato, il cosiddetto *market risk premium* (Castellani, De Felice, Moriconi, 2005).

L'altro metodo molto utilizzato per valutare una strategia, e più in generale un'impresa, è il metodo dell'*Economic Value Added*, meglio noto come EVA<sup>®</sup>. L'importanza di tale metodo valutativo risiede nel fatto che è in grado di individuare il valore aggiunto apportato dai manager su base annua. Come si è già accennato in precedenza, l'analisi di alcuni indicatori di bilancio, come ad esempio il  $ROE = \frac{Net\ Profit}{Equity}$ , sono influenzati da politiche di bilancio quali: il metodo utilizzato per la valutazione delle rimanenze, l'iscrizione, o meno, a bilancio dei costi di R&D, ecc. Assai più significativa risulta, invece, l'analisi del  $ROCE = \frac{NOPAT}{capitale\ investito}$ . Il ROCE, il

cui acronimo sta per *Return on Capital Employed*, rappresenta il ritorno del capitale investito ed è immune dalle politiche di bilancio a cui si è accennato in precedenza.

L'EVA<sup>®</sup> è calcolato partendo dallo *spread* tra il WACC ed il ROCE, moltiplicato, successivamente per il capitale investito dall'azienda in attività operative:

$$EVA^{\circledR} = (ROCE - WACC) * capitale\ investito$$

O alternativamente:

$$EVA^{\circledR} = NOPAT - WACC * capitale\ investito$$

L'EVA<sup>®</sup> aumenterà se l'EBIT assumerà valori più alti e se il capitale è investito in progetti che mostrano un ritorno atteso maggiore del WACC. Tale indicatore evidenzia il valore creato annualmente dal management, il valore complessivo dell'azienda è rappresentato dal capitale investito più il valore attuale dei futuri EVA<sup>®</sup> (Brealey, Myers, Allen, Sandri, 2010).

Tale metodologia di valutazione permette di valutare, in maniera più adeguata rispetto al metodo del DCF o dei multipli di mercato, il valore apportato dal management e, per tale ragione, risulta assai apprezzato dagli azionisti che sono così in grado di giudicare l'operato dei propri manager.

### **2.3 Le differenti tipologie di operazioni straordinarie**

Le diverse operazioni straordinarie costituiscono strumenti in grado di far sviluppare ulteriormente l'azienda con l'obiettivo di migliorare la sua posizione competitiva e creare valore aggiunto. Tali operazioni, in alternativa, possono essere utilizzate anche per razionalizzare le risorse di cui l'impresa dispone operando strategie di uscita dal mercato disinvestendo, ad esempio, da settori di mercato non più redditizi (a tal proposito si ricorda l'importanza della

matrice BCG nell'individuazione dei settori di mercato più attrattivi) (Harrison, 2013). L'attuazione di tali strategie, tuttavia, non è affatto semplice, poiché i problemi da affrontare sono molteplici e complessi: organizzativi, legali, strategici e valutativi. Le operazioni straordinarie costituiscono un punto di rottura dell'equilibrio aziendale raggiunto e, senza i dovuti accorgimenti, possono comportare una riduzione di valore dell'impresa. L'ideazione e la pianificazione di tali operazioni sono decisioni che rientrano, senza ombra di dubbio, tra i compiti del *top management*, poiché sono classificabili come strategie di *corporate*. Il *top management* è, infatti, deputato ad occuparsi della pianificazione strategica dell'impresa. Il concetto di pianificazione può essere inteso come l'insieme di procedure volte ad esplicitare formalmente l'orientamento strategico tenuto dall'impresa. Le funzioni attribuibili all'attività di pianificazione sono diverse e tutte riguardano il modo in cui la strategia possa divenire più comprensibile all'insieme di attori coinvolti. Il compito della pianificazione è, infatti, di agevolare l'analisi di tematiche che abbiano una risonanza strategica all'interno del sistema aziendale, non attraverso la definizione della strategia stessa, quanto nel creare i presupposti perché questa sia strutturata nel miglior modo possibile. Un ruolo che assume l'attività di pianificazione è quello di definizione di un processo attraverso il quale gestire e risolvere i problemi aziendali, grazie anche ad un orientamento strategico capace di cogliere le connessioni esistenti tra le diverse aree dell'impresa. La pianificazione strategica, infine, costituisce il mezzo attraverso il quale la direzione aziendale comunica la propria strategia (Fontana, Caroli, 2013). Le principali operazioni straordinarie sono:

- acquisizione;
- fusione;
- conferimento;
- scissione;
- trasformazione;
- liquidazione.

Tutte queste operazioni richiedono sforzi notevoli, non solo dal punto di vista finanziario, ma, soprattutto, da quello organizzativo. Il pericolo maggiore, infatti, è quello che l'impresa perda

di vista quello che è il suo *core business* perdendo, così, il vantaggio competitivo acquisito. I motivi che spingono un'azienda ad intraprendere operazioni complesse di questo tipo possono nascere all'interno del complesso societario o all'esterno di esso. Nel corso del capitolo saranno analizzate le diverse tipologie di operazione straordinarie ad eccezione della scissione e del conferimento d'azienda, che saranno oggetto del prossimo capitolo, a cui si rimanda.

### **2.3.1 L'acquisizione d'azienda**

L'obiettivo principale per un'impresa che voglia vincere sul mercato e continuare a creare valore in maniera sempre crescente non può non essere quello di crescere. La crescita di un'impresa può dipendere da elementi esogeni o endogeni, sulle quali l'azienda può esercitare il controllo in maniera più o meno diretta.

La crescita interna prevede di pianificare interventi di investimento sia all'interno dell'area produttiva che all'interno dell'area commerciale, attraverso fonti di finanziamento proprie o esterne. Quest'operazione richiede, però, un grande sforzo non solo economico ma anche organizzativo con tutti i rischi che ne derivano (Potito, 2016). Le acquisizioni permettono, invece, di ottenere immediatamente il *know how* dell'impresa acquisita, così da poter sfruttare sin da subito le sinergie che si vengono a creare ed entrare con tempi molto più stretti all'interno del mercato (HOOKE, 2015). La tempistica gioca un ruolo chiave nella scelta di acquisire una società: si pensi ad esempio a quei settori caratterizzati da prodotti con un ciclo di vita molto breve. In questi casi entrare sul mercato in ritardo rischia di non permettere all'azienda di sfruttare particolari congiunture economiche favorevoli o di arrivare a competere sul mercato in ritardo rispetto alla concorrenza (Sorci, 2006). In alcuni casi le acquisizioni, insieme alla creazione di *joint ventures*, possono essere l'unico modo di accedere a mercati esteri protetti. Le *joint ventures* sono un accordo tra due o più partner nel costituire una nuova impresa. I vantaggi di questo tipo di operazione non si limitano alla possibilità di entrare in mercati protetti, ma comprendono la possibilità di ridurre l'investimento da effettuare e favorisce

l'integrazione di conoscenze e competenze dei partecipanti. Generalmente le *joint ventures* non hanno una vita utile indefinita e, dopo un certo intervallo di tempo, vengono acquistate da una delle società che ne detiene parte del capitale sociale (Caroli, 2012).

Tutti questi vantaggi derivanti dall'acquisizione non devono, però, trarre in inganno. In alcuni casi la crescita interna è preferibile poiché mediante le acquisizioni vi è il rischio di appropriarsi di competenze e fattori produttivi, già propri dell'acquirente. La crescita interna, inoltre, grazie al suo sviluppo più lento rispetto all'acquisizione, permette all'impresa di crescere compatibilmente alle modalità a lei più congeniali. Le acquisizioni sono, dunque, uno degli strumenti a disposizione del management per aumentare in breve tempo le dimensioni aziendali. Il termine acquisizione si riferisce tanto agli acquisti di pacchetti azionari tali da garantire il controllo dell'acquisita, quanto ad apporti di aziende o rami aziendali (Giudici, 2010). Il razionale strategico dietro tale operazione è analogo a quello che porta l'impresa a stipulare alleanze o accordi con altre società, con la differenza che il processo di acquisizione, ancorché più dispendioso, permette di stabilizzare nel tempo le possibili sinergie che si vengono a creare. Il valore complessivo dell'operazione posta in essere, infatti, dipende dal valore delle sinergie che si riusciranno a creare tra l'acquirente e l'acquisita ed è riassumibile nella seguente formula:

$$v. \text{ impresa} = \text{sinergie di ric} \quad + \text{sinergie di costo} - \text{costi di implementazione}.$$

L'acquisizione di un'azienda ha, tra gli altri, il vantaggio di comportare una riduzione del rischio a cui è esposto l'acquirente.

Il tasso di rischiosità del capitale proprio è già stato delineato all'inizio del capitolo con la formula del CAPM:  $K_e = r_f + \beta * (r_m - r_f)$ . Per analizzare come l'acquisizione possa modificare il profilo di rischio di un'impresa occorre scomporre il fattore  $\beta$  nelle sue tre determinanti:

- rischio strategico;
- rischio finanziario;
- rischio operativo.



Il primo rischio si riferisce alla situazione competitiva che l'azienda si trova a dover affrontare ed è determinabile attraverso delle analisi di tipo *what/if*.

Il rischio finanziario, invece, deriva dalla struttura finanziaria dell'impresa stessa ed è rappresentato dal *Degree of Financial Leverage* (DFL) scomponibile nel seguente rapporto:

$$DFL = \frac{EBIT}{Profit\ Before\ Taxes}$$
La differenza tra numeratore e denominatore, infatti, è dovuta proprio alla presenza della voce interessi relativi ai costi di finanziamento che l'impresa sostiene.

Per quanto concerne il rischio operativo, questo riflette i rischi derivanti ai costi che l'impresa deve sostenere per mantenere la sua attività. Questo è espresso dal *Degree of Operating Leverage* (DOL) e rappresenta la percentuale di EBIT in relazione al variare delle vendite:

$$DOL = \frac{Margine\ Lordo}{EBIT}$$

I due *driver* principali che guidano il processo di acquisizione sono la volontà di aumentare il proprio potere di mercato e l'obiettivo, da parte dell'acquirente, di conseguire una maggiore efficienza grazie ad economie di scala e di apprendimento. Le economie di scala, infatti, se raggiunte, possono garantire una riduzione di costi significativa e permettere all'impresa di mantenere il proprio vantaggio competitivo.

Se il potere di mercato permette all'impresa di aumentare i ricavi grazie ad un controllo ed un'influenza maggiore che l'impresa è in grado di esercitare nel settore in cui opera, le efficienze permettono di ridurre i costi, non solo produttivi, ma anche finanziari aumentando la capacità dell'azienda di avere accesso al mercato dei capitali e di ricorrere a finanziamenti esterni a condizioni più vantaggiose.

Il processo di acquisizione in sé, tuttavia, non è sufficiente a creare valore aggiunto se la fase post-acquisizione non viene gestita adeguatamente. È in questa fase che l'impresa si trova a dover affrontare le sfide maggiori. L'incorporazione di una nuova entità all'interno di un complesso aziendale potrebbe minare l'entità stessa dell'impresa acquirente e comporta inevitabili conflitti e contrasti con la cultura dell'azienda acquisita. Tali contrasti, frutto del periodo di incertezza che caratterizza il processo di post-acquisizione (es. la tematica di razionalizzazione del capitale umano), se non preventivati ed appianati, possono creare

problemi rilevanti all'interno dell'impresa. Un'altra sfida che riguarda l'acquirente consiste nel saper far fronte ai problemi di tipo organizzativo che deriveranno dalla gestione di un complesso aziendale più ampio. In alcuni casi potrebbe essere necessario ridefinire completamente il modello di management per renderlo più idoneo alle nuove dimensioni aziendali (Noe, Hollenbeck, Gerhart, Wright, 2010). Vi sono casi in cui le acquisizioni non siano seguite da processi di integrazione ed all'impresa acquisita siano lasciati ampi spazi di autonomia: parliamo quindi di *holding*. Le *holding* si suddividono in due categorie:

- *holding* in senso stretto;
- *holding* miste.

La prima tipologia si occupa esclusivamente di gestire il proprio portafoglio di partecipazioni a livello finanziario, senza entrare nella gestione operativa delle controllate. Le *holding* miste, invece, oltre a detenere partecipazioni in altre imprese, esercitano loro stesse attività operative. A livello contabile i bilanci delle prime presenteranno una voce A1 del conto economico ("Ricavi delle vendite e delle prestazioni") pressoché nulla mentre presenteranno un Attivo di stato patrimoniale estremamente elevato. In riferimento alle *holding* miste, invece, poiché esse esercitano anche un'attività di tipo industriale, presenteranno in bilancio, oltre che un Attivo di stato patrimoniale elevato, un valore significativo della voce A1 del conto economico (Colombi, 2007). Tutte quelle acquisizioni che non sono seguite da incorporazioni, casi tipicamente riconducibili alle *holding* a cui si accennava in precedenza, permettono la stipula di accordi da parte delle singole imprese senza che queste coinvolgano l'intero gruppo societario. Alternativamente, un processo di acquisizione può essere guidato da un semplice intento speculativo, volto a rivendere l'azienda comprata in breve tempo, ricavando così un margine di profitto. In alcuni casi l'acquisizione avviene per investire un eccesso di liquidità a disposizione dell'impresa. In tal caso l'operazione avviene a titolo di investimento piuttosto che per un rationale strategico alla base. In ultima battuta è possibile che l'acquisizione avvenga per cogliere delle occasioni che si presentano sul mercato.

Acquisizioni ed alleanze hanno fundamentalmente motivazioni strategiche analoghe; è possibile addirittura che le acquisizioni costituiscano la naturale conclusione di un'alleanza. Le

*joint venture*, ad esempio, si concludono frequentemente con l'acquisto da parte di una o dell'altra partecipante alla compagnia. Le tipologie di alleanze che è possibile porre in essere da parte dell'impresa sono moltissime. Tra le principali si possono segnalare:

- *joint ventures*;
- alleanze strategiche;
- accordi di licenza;
- *franchising*;
- reti.

Le alleanze sono una modalità di crescita a cui l'azienda può ricorrere senza incontrare l'ostacolo di una riduzione della flessibilità organizzativa. La progettazione di un'alleanza, inoltre, risulta assai più agevole rispetto alla pianificazione di un'operazione straordinaria ed assai meno onerosa (Potito, 2016) anche se assai meno stabile nel tempo.

### **2.3.2 Le fusioni**

La fusione è un'unificazione tra due o più società che ha, come primo e fondamentale risultato, l'effetto di far sì che i soci delle due o più imprese distinte, partecipanti all'operazione, si ritrovino a detenere il capitale sociale della medesima azienda. Il progetto di fusione, presentato dal management all'assemblea dei soci, deve riportare, secondo l'art. 2501-ter del codice civile, otto punti fondamentali:

- il tipo, la denominazione e la sede delle società partecipanti alla fusione;
- l'atto costitutivo della nuova società;
- il rapporto di cambio delle azioni o delle quote, oltre all'eventuale conguaglio;
- la modalità di assegnazione delle azioni o delle quote della nuova società;
- la data a partire dalla quale tali azioni concorreranno alla distribuzione degli utili;
- la data da cui le azioni poste in essere dalle società partecipanti alla fusione saranno imputabili alla nuova entità giuridica;

- il trattamento riservato ai possessori di particolari tipologie di azioni e ai possessori di titoli diversi dalle azioni;
- i vantaggi a favore degli amministratori delle società partecipanti all'operazione.

Le fusioni sono operazioni sulle quali le autorità vigilano con grande attenzione. Nel caso in cui almeno una società partecipante all'operazione sia quotata in Borsa, è necessario comunicare l'inizio dell'operazione alla CONSOB e nel caso in cui il fatturato delle imprese protagoniste della fusione superi il limite individuato dall'art. 16 della legge antitrust occorre presentare comunicazione all'AGCM, l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato.

Oltre al progetto di fusione, il legislatore impone che siano depositati, presso la sede delle società interessate dall'operazione: le situazioni patrimoniali delle società partecipanti, la relazione degli organi amministrativi delle stesse, la relazione degli esperti indipendenti ed infine i bilanci d'esercizio degli ultimi tre esercizi (Ferrara, Corsi, 2011).

Le fusioni possono essere omogenee od eterogenee a seconda che avvengano tra due, o più, società con medesima causale o meno. La fusione si suddivide in due grandi tipologie:

- fusione propriamente detta
- fusione per incorporazione.

La prima tipologia è poco comune poiché, per realizzarsi, deve sussistere una perfetta parità tra gli attori della fusione ed il processo risulta assai complesso in quanto si ripercuote sull'attività ordinaria della società. La fusione per incorporazione è, invece, di gran lunga quella più utilizzata dalle imprese. È caratterizzata da una società principale che prende l'iniziativa dell'operazione e si preoccupa del processo di integrazione. La principale differenza che intercorre tra le fusioni e le acquisizioni, ed il motivo per cui le prime sono preferibili, è che le fusioni non comportano un esborso di liquidità (Potito, 2016). Questo permette ad aziende che non vogliono, o non possano, spendere somme ingenti di poter crescere dimensionalmente. In alcuni casi la fusione è preceduta da un'acquisizione; non sono rari, infatti, casi in cui imprese ne acquisiscano una società, tramite, ad esempio, un OPA, per poi procedere ad un'incorporazione. Le fusioni portano ad un conseguimento di più ampie economie di scala ed

un miglioramento della posizione competitiva dell'impresa. Attraverso le fusioni è possibile perseguire tre tipi di strategie:

- integrazione orizzontale;
- integrazione verticale;
- diversificazione.

Nel primo caso parleremo di fusioni orizzontali, ovvero quando l'azienda si espande nello stesso settore o in settori in cui è possibile sfruttare molteplici sinergie di tipo distributivo o produttivo. Tali fusioni sono le più comuni all'interno del mercato e permettono alla neo-nata azienda di rafforzare ed ampliare il proprio potere di mercato. Questo tipo di operazione permette di generare importanti economie di scala in quanto l'incremento, inevitabile, dei costi fissi è più che compensato dall'incremento delle vendite e, dunque, del fatturato. Un'ulteriore spinta che può portare l'azienda ad integrarsi orizzontalmente può essere quella di incorporare potenziali concorrenti così da evitare future minacce alla propria quota di mercato.

L'integrazione verticale, invece, permette all'impresa di integrare, all'interno della propria struttura, fasi diverse della filiera produttiva come, ad esempio, la produzione di materie prime o la rete vendita. L'integrazione verticale può essere definita come la misura in cui un'impresa internalizza le fasi successive di produzione e distribuzione del proprio prodotto. Esistono due tipi di integrazione: integrazione a valle ed integrazione a monte. Le due tipologie differiscono a seconda se il processo di integrazione sia rivolto ad ottenere un maggior controllo sulle materie prime e, dunque sulle fonti di approvvigionamento, (integrazione a monte) o rivolto verso il processo di distribuzione finale (integrazione a valle). Il processo di integrazione verticale può essere anche inteso come un processo di diversificazione, operato dall'impresa, nell'ambito dello stesso processo produttivo (Scognamiglio, 2013).

Le fusioni conglomerate, infine, avvengono tra aziende che operano in mercati del tutto differenti tra loro. Il rationale dietro tale operazione risiede nel fatto che l'azienda voglia diversificare al massimo il rischio così da minimizzarlo. Al conseguimento di importanti economie di scala si affianca, inoltre, il raggiungimento di economie di scopo derivanti dalla messa a comune di canali distributivi, politiche di marketing, ecc.. Questa tipologia di fusioni

pone grandi sfide all'azienda che deve affrontare problemi di coordinamento sempre crescenti visto che, in molti casi, anche a fronte della fusione, i diversi comparti aziendali continuano a godere di ampie autonomie, almeno in un primo periodo.

Le fusioni possono avvenire anche all'interno dello stesso gruppo nell'ottica di un assetto riorganizzativo finalizzato a creare un polo più omogeneo e ad eliminare livelli di controllo che possono essere ritenuti superflui. Le problematiche maggiori, nel momento in cui si deve affrontare una fusione sorgono successivamente alla stipula dell'accordo in quanto si deve riuscire ad integrare in un'unica realtà due compagini societarie profondamente distinte. In tale contesto, molto del successo o del fallimento del processo di fusione dipende dal management che deve riuscire a modificare le proprie strategie tenendo conto della nuova realtà in cui si trova ad operare. Come già accennato in precedenza, dimensioni più ampie dell'azienda comportano un processo di burocratizzazione che può determinare altissimi costi di rigidità e rendere l'azienda assai meno flessibile a reagire agli stimoli e alle sfide che il mercato le proporrà (Confalonieri, 2011). Vi sono casi in cui fattori esogeni possono distruggere ogni buon proposito di riuscita della fusione. Se il contesto esterno è molto mutevole, come, ad esempio, nel caso del settore tecnologico, le condizioni che hanno portato il management ad optare per la fusione potrebbero essere non più valide. Alternativamente può succedere che l'impresa incorporata sia stata sovrastimata e che, quindi, gli sforzi, in termini organizzativi ed economici, sostenuti per progettare e completare l'operazione, non saranno adeguatamente ricompensati.

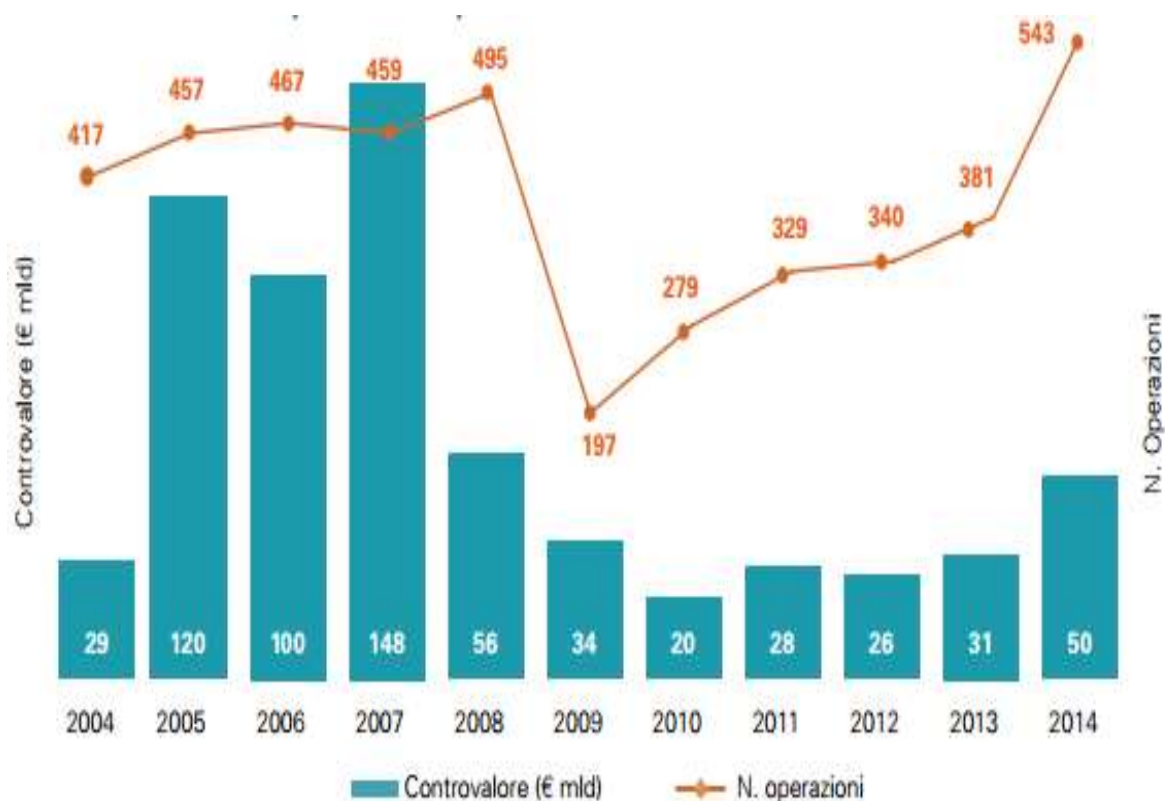
Il punto cruciale nel momento di una fusione è il tasso di concambio da applicare. Si va a determinare, dunque, il rapporto in base al quale distribuire le azioni della nuova società ai vecchi azionisti delle compagini societarie oggetto di fusione. Quest'operazione è molto delicata, poiché devono essere rispettati i rapporti di forza presenti all'interno delle società oggetto di fusione e ciascuna delle dirette interessate vorrà evitare un'annacquamento delle proprie azioni. Il rapporto di cambio non viene a determinarsi esclusivamente sul valore economico delle singole aziende, ma è influenzato da molteplici fattori, anche di origine non puramente economiche come, ad esempio, esigenze particolari dell'incorporante/incorporata. Nel caso in cui l'incorporazione avvenga all'interno dello stesso gruppo, il rapporto di

concambio, per ovvie ragioni, non è più frutto di un processo negoziale tra le parti, quanto delle decisioni della controllante. Anche in questi casi, tuttavia, è consigliabile affidarsi a delle valutazioni di esperti indipendenti onde evitare rimostranze da parte dei soci di minoranza (Sorci, 2006). Il rapporto di cambio nel caso della fusione tra due aziende A e B, può essere calcolato come segue:

$$\text{rapporto di cambio} = \frac{\text{valore di B}}{\text{valore di A}} * \frac{\text{n. azioni di A}}{\text{n. azioni di B}}$$

Una criticità, al momento di valutare il numero delle azioni che compongono il capitale proprio di un'azienda, consiste nel fatto che esistano diversi tipi di azioni. Nel caso di azioni di risparmio, previste dall'art. 145 e seguenti del TUF, queste non sono dotate del diritto di voto in assemblea, ma sono dotate di privilegi dal punto di vista patrimoniale (secondo le modalità previste dallo statuto della società) (Ferrara, Corsi, 2011). Data l'impossibilità di valutare il rapporto svantaggi/benefici che caratterizzano le azioni di risparmio, una delle soluzioni proposte dalla letteratura è di prendere in esame il valore di borsa delle differenti tipologie di azioni.

Le operazioni di fusione ed acquisizione hanno risentito fortemente della crisi economica che ha colpito il nostro Paese e, più in generale, l'intero sistema economico. Gli ultimi dati mostrano, tuttavia, il forte aumento sia in termini di valore che in termini di numero delle operazioni poste in essere. Il grafico sottostante riporta il *trend* delle M&A nel corso del decennio 2004-2014 (KPMG Corporate Finance, 2015).



**Grafico 1** – Trend delle operazioni di M&A degli ultimi anni

Come si può notare il numero delle operazioni nel 2014 è stato il più alto mai registrato nel corso dei dieci anni precedenti, ma il controvalore economico di tali operazioni ammonta a soli 50 miliardi/€, numeri ben lontani dai 148 miliardi/€ raggiunti nel corso del 2007.

Dal punto di vista contabile una fusione presenta risvolti interessanti soprattutto quando questa avviene per incorporazione, piuttosto che attraverso la convergenza di due o più complessi aziendali preesistenti in una nuova entità giuridica.

Vi sono due possibilità: gli effetti reali della fusione vengano fatti coincidere con gli effetti contabili, gli effetti contabili sono stati retrodatati rispetto ai primi.

Nel caso in cui gli effetti contabili non vengano fatti coincidere con gli effetti reali, i conti dell'impresa incorporata devono essere chiusi e rideterminati così da poter arrivare a redigere un bilancio di periodo che, successivamente, confluirà, con gli opportuni aggiustamenti, all'interno del bilancio dell'incorporante. Nel caso, assai comune, in cui gli effetti contabili vengano retrodatati rispetto agli effetti reali le criticità di natura contabile sono inferiori (Potito,



2016). In questo caso le componenti reddituali esposte nel bilancio d'esercizio dell'incorporata si andranno a confondere con quelle dell'incorporante senza che particolari problemi, fatto salvo operazioni che abbiano influito sul capitale sociale o sul patrimonio netto dell'incorporata, nell'arco di tempo intercorso tra la chiusura dell'esercizio e la data di fusioni (cd. Fatti intervenuti dopo la chiusura del bilancio). La retrodatazione permette di risolvere alcune tematiche che la letteratura si è posta nel corso degli anni. I dibattiti maggiori sono sorti attorno a due questioni: la necessità o meno di redigere un apposito bilancio al momento della fusione (e di sottoporlo all'iter di approvazione previsto dalla legge) e a chi spettano gli utili conseguiti in quel determinato periodo di tempo (Potito, 2016).

Per quanto riguarda l'incorporante essa si ritrova ad affrontare il processo di consolidamento contabile, prestando particolare attenzione, nel caso in cui esistano, ai rapporti finanziari ed economici preesistenti.

Le normative internazionali che regolano il processo di fusione dal punto di vista contabile sono contenute all'interno dell'*International Financial Reporting Standard* (IRFS) n.3 emanato nel gennaio del 2008 dall'organismo di contabilità internazionale l'*International Accounting Standards Board*. In generale i principi contenuti all'interno dell'IFRS n.3 possono essere estesi ad ogni forma di acquisizione o aggregazione aziendale (*business combination*) purchè queste avvengano tra soggetti indipendenti tra loro. Il principio contabile non disciplina le cosiddette *business combination under common control* e le *join venture*, operazioni che non prevedono due entità economicamente indipendenti o che non acquisiscano il controllo pieno della società. La sua applicabilità, dunque, è limitata ad operazioni che prevedano il pieno passaggio del controllo aziendale (scissione, fusione, acquisizione e conferimento).

I principi contabili internazionali IAS/IFRS danno prevalenza alla sostanza sulla forma e pertanto la contabilizzazione non può avvenire in maniera differente solo perché le operazioni hanno natura giuridica od economica differente, di conseguenza il trattamento riservato alle diverse operazioni segue dei principi analoghi. Il tema fondamentale trattato dal principio contabile è, come si è visto in precedenza, il controllo. Il legislatore stesso si preoccupa di darne

una chiara definizione: “il controllo è il potere di determinare le politiche finanziarie e gestionali di un’entità o attività aziendale al fine di ottenere i benefici dalle sue attività.”. Lo IFRS n.3 si occupa, successivamente, di andare a delineare dei criteri utili ad identificare la figura dell’acquirente e del soggetto acquisito. L’acquirente viene indicato come il soggetto che sarà il titolare del controllo, secondo le modalità definite in precedenza, dell’azienda oggetto di transazione. Alternativamente, nel caso in cui vi fossero dubbi su chi sarà realmente a detenere l’azienda, lo IFRS n.3 fa riferimento al *fair value*.

Tale termine non ha una traduzione letterale in italiano; viene comunemente inteso come valore equo, ma in un contesto economico assume il significato di valore di mercato. Il legislatore individua, dunque, all’interno dell’operazione, il soggetto acquirente come quel soggetto che abbia un *fair value* più elevato rispetto alle controparti e che sia, teoricamente, in grado di detenere il controllo dell’azienda.

Successivamente alla stipula dell’atto di fusione si procede al consolidamento contabile. In questa fase è necessario riconoscere tutti gli elementi patrimoniali che compongono l’incorporata anche nel caso in cui questi non siano presenti in bilancio, come nel caso dei beni intangibili.

Questo tipo di beni può essere valutato solo nel caso in cui essi siano separabili ed esista per loro un mercato attivo e che derivino da diritti contrattuali. Lo stato patrimoniale in tutte le sue componenti, attive e passive, viene valutato al *fair value*. Un’operazione straordinaria di questo tipo crea, in capo all’incorporante, la presenza del cosiddetto *goodwill* o avviamento (Rizzato, 2008). È possibile rilevarlo, ed ha segno positivo, nel caso in cui la somma tra il corrispettivo riconosciuto al cedente, il valore degli interessi di minoranza ed il *fair value* di quote dell’incorporata già in possesso dell’acquirente sia maggiore del valore netto dell’attivo dell’acquisita.

Tale posta può essere iscritta a bilancio e deve essere sottoposta ad una valutazione periodica, annualmente o ogni qual volta in cui siano occorsi eventi che possano far presupporre che il suo valore si sia modificato (Corsi, 2013).

Tale processo è noto come *impairment test* ed è disciplinato dallo IAS n.36. Il metodo valutativo prevede di calcolare il valore recuperabile (o *recoverable amount*) come il maggiore tra il valore d'uso (o *value in use*) e il *fair value* poiché il valore di tale attività è recuperabile o attraverso la sua vendita sul mercato o attraverso il suo utilizzo.

### **2.3.3 La trasformazione d'azienda**

La trasformazione d'azienda ha, innanzitutto, un'importante rilevanza giuridica. Il primo fattore che determina la natura di un'impresa è la tipologia di attività che essa svolge. In seconda battuta assume importanza fondamentale il fattore umano, ossia le caratteristiche delle persone che la compongono ed, infine, non possono non essere considerati i fattori esogeni dell'ambiente che circonda l'impresa.

Tutti questi fattori concorrono ad identificare quale sia la forma societaria più idonea da adottare per l'azienda per evitare di incorrere nel cosiddetto rischio di forma giuridica, di agire, quindi, sotto una veste giuridica inadatta.

Questo può succedere quando una società di persone, o una società a responsabilità limitata, raggiunga una dimensione tale per cui decida di cambiare la propria forma giuridica in società per azioni ed avere così la possibilità di affacciarsi, attraverso ulteriori procedure, sul mercato azionario.

Allo stesso tempo è possibile anche il caso inverso, ossia che, in caso di grave e continuata crisi aziendale, la S.p.A. decida di "retrocedere" a S.r.l. per poter risparmiare sugli oneri di funzionamento. Vi sono poi casi limite in cui le società decidano di alterare la propria natura giuridica per godere di più ampia autonomia eludendo alcuni tipi di controlli (l'attenzione che il legislatore presta alle società di persone, ad esempio, non è la stessa che presta alle società di capitali).

La trasformazione, secondo l'art. 2498 c.c., non implica la nascita di un nuovo soggetto giuridico, bensì la semplice modificazione della natura giuridica dello stesso che "conserva i

diritti e gli obblighi e prosegue in tutti i rapporti anche processuali dell'ente che ha effettuato la trasformazione" (Ferrara, Corsi, 2011).

Molto importante risulta la stima del capitale dell'azienda oggetto della trasformazione. Il legislatore, in particolare, pone attenzione ai casi in cui la trasformazione sia eterogenea e comporti il passaggio della società da società di persone a società di capitali. In questo contesto risulta fondamentale valutare il patrimonio sociale poiché l'azienda acquisisce personalità giuridica e da quel momento in poi risponderà dei debiti sociali attraverso il proprio patrimonio, che deve essere adeguato.

La trasformazione di un'azienda può essere omogenea o eterogenea (Maltoni, Tassinari, 2011). Nel primo caso l'operazione è circoscritta alle sole società commerciali, in caso contrario è possibile parlare di trasformazione eterogenea quando essa coinvolge anche enti non lucrativi. Sono, infatti, previste dal legislatore trasformazioni di società di capitali secondo quanto previsto dagli articoli 2500-septies e 2500-octies del codice civile.

Dal punto di vista contabile l'operazione presenta una criticità fondamentale, ossia che il patrimonio sociale deve essere in linea con la natura giuridica che l'impresa decide di assumere (non può scendere sotto il valore minimo previsto dalla legge) e pertanto, ove necessario, si dovrà ricorrere ad un aumento di capitale con tutti i risvolti contabili del caso (Ceroli, Marchegiani, Natalucci, Ruggieri, Spreca, 2014).

#### **2.3.4 La liquidazione**

La liquidazione di un'azienda rappresenta la fine del carattere di continuità che caratterizza l'attività di un'impresa.

Il legislatore prevede, negli articoli 2484 e 2496 del codice civile le cause che obbligano gli amministratori ad avviare il processo liquidatorio:

- decorrenza del termine;

- conseguimento dell'oggetto sociale o impossibilità di conseguirlo;
- continuata inattività dell'assemblea;
- riduzione del capitale al di sotto del minimo legale;
- nel caso in cui non sia possibile rimborsare il socio recedente;
- delibera assembleare;
- altre cause previste dallo statuto e dalla legge.

Eccezion fatta per i casi previsti dalla legge, i fattori che possono portare il venir meno del principio di continuità aziendale possono essere interni o esterni.

I fattori endogeni dipendono, generalmente, dall'andamento economico-finanziario dell'azienda e del mercato in generale e sono i più comuni. Generalmente le cause della crisi sono imputabili al management ed a scelte strategiche, sia operative che finanziarie, poco oculate. I problemi che possono colpire l'azienda sono i più disparati e vanno dal rischio di credito al rischio di non riuscire a reperire finanziamenti adeguati per il proprio sostentamento.

La crisi può essere soltanto finanziaria e non di entità tale da minare l'attività produttiva e commerciale dell'azienda ed in questo caso un accordo di ristrutturazione del debito piuttosto che una ristrutturazione interna della struttura finanziaria dell'impresa possono essere sufficienti a risolvere la situazione (Potito, 2016).

Contrariamente sono necessarie delle analisi profonde sulle altre dimensioni aziendali e sulle risorse intangibili di cui l'azienda dispone.

In una fase successiva, una volta individuate le cause della crisi, occorre stimare i costi che si dovranno affrontare per uscirne.

Si spazia da provvedimenti mirati su specifici segmenti aziendali a una ristrutturazione totale che ridefinisca il management e le strategie aziendali. Si può arrivare al punto in cui i costi da sostenere per risanare l'impresa siano troppo alti e sia più conveniente avviare la procedura di liquidazione, sia essa volontaria o giudiziale (Sorci, 2006).

Nel momento in cui viene annunciata l'operazione di liquidazione gli amministratori cessano, immediatamente, di esercitare la propria attività e subentrano i liquidatori, che hanno, secondo l'art. 2489 c.c., la facoltà di compiere tutti gli atti ritenuti idonei alla liquidazione della società (Fimmanò, 2011). All'interno di una relazione annuale i liquidatori devono, obbligatoriamente, indicare l'andamento del processo liquidatorio, l'orizzonte temporale durante il quale questo avrà luogo ed i criteri adottati per procedere alla liquidazione della società.

Il subentro dei liquidatori agli amministratori precedenti non deve precludere in alcun modo l'attività aziendale, seppur questa sia finalizzata esclusivamente al completamento dell'attività liquidatoria.

Vi sono, tuttavia, casi di aziende poste in liquidazione ed inattive: in tal caso il legislatore ha sancito la cancellazione d'ufficio dell'impresa nel caso in cui questa non depositi per oltre tre anni consecutivi il proprio bilancio d'esercizio.

Il bilancio di una società in liquidazione espone la composizione del proprio stato patrimoniale in un'ottica di realizzo ed informa i soci sull'ammontare dei beni che ancora non è stato possibile liquidare e dei crediti e dei debiti non ancora estinti.

Il patrimonio netto dell'azienda subirà continui mutamenti che trovano spiegazione all'interno del conto economico.

Nel corso della liquidazione, infatti, i beni venduti potrebbero far incorrere l'azienda a delle minusvalenze o plusvalenze che si ripercuotono all'interno dello stato patrimoniale. Discorso analogo può essere fatto per le rettifiche che avvengono alla voce "Fondo costi e oneri di liquidazione".

Lo stato di liquidazione, secondo la normativa vigente, non è irrevocabile e può essere ritirato in qualsiasi momento dalla società tramite delibera depositata presso il registro delle imprese (Ferrara, Corsi, 2011).

### 2.3.5 La scissione ed il conferimento d'azienda

La scissione ed il conferimento d'azienda sono due operazioni di finanza straordinaria che impattano, in maniera differente, su ogni aspetto della vita aziendale.

Queste due operazioni, generalmente, derivano dalle seguenti finalità:

- focalizzazione sul *core business*;
- ristrutturazioni aziendali;
- separazione dei rami d'azienda in crisi di fatturato o non più in linea con le strategie aziendali.

Nonostante le affinità strategiche le due operazioni sono divise da profonde differenze dal punto di vista fiscale, legale e contabile.

La scissione ha degli impatti significativi sul patrimonio dei soci che vedono alterata la propria partecipazione. Proprio per questo motivo la scissione d'azienda è subordinata all'approvazione da parte dell'assemblea degli azionisti. Nel corso dell'operazione, infatti, i soci vedono le loro quote suddividersi su due o più aziende, il che comporta complessi processi valutativi per il calcolo dei rapporti di cambio.

Il conferimento d'azienda, invece, è un'operazione di finanza straordinaria che può essere intrapresa a discrezione del consiglio di amministrazione e non impatta in alcun modo sulle partecipazioni detenute dai soci. A fronte del ramo d'azienda trasferito, la società riceve quote della società beneficiaria del trasferimento. In tal modo è possibile separare un ramo d'azienda non perdendone completamente il controllo.

Le due operazioni straordinarie vengono qui accennate solo per sommi capi in quanto saranno riprese ed analizzate in maniera approfondita nel corso del prossimo capitolo. Si è scelto di dedicare un capitolo intero alla scissione ed al conferimento d'azienda in quanto queste due operazioni sono state utilizzate da Telecom Italia per far nascere Infrastrutture Wireless Italiane S.p.A. (in breve INWIT) il cui caso costituisce oggetto di studio dell'ultimo capitolo.

## 2.4 Conclusioni

Nel corso del capitolo si è avuto modo di individuare i principali metodi valutativi dando particolare risalto alle basi teoriche, sulle quali essi poggiano, e evidenziando i problemi pratici relativi all'applicabilità di tali metodi. Successivamente è stato visto come la letteratura e la pratica comune siano state in grado di superare tali problematiche dando ancora maggior credito all'attendibilità di tali metodi.

La valutazione delle aziende non è una scienza esatta, tuttavia, le premesse ed i ragionamenti sviluppati nel corso dell'elaborato evidenziano come, anche se risulterà sempre impossibile determinare con esattezza ed in maniera univoca il valore di una società e dei benefici che le strategie apportano ad essa, le tecniche valutative a disposizione degli economisti risultino estremamente adeguate ad identificare un valore che possa essere condiviso e ritenuto attendibile da tutti i soggetti interessati.

Successivamente sono state analizzate le principali tipologie di operazioni straordinarie, eccezion fatta per la scissione ed il conferimento d'azienda che, come si è già avuto modo di accennare, saranno studiate nel secondo capitolo a loro dedicato. Le operazioni fin qui studiate sono state analizzate sotto ogni aspetto contabile, strategico e legale, così da fornire una visione il più ampia possibile sull'argomento. Particolare rilievo è stato dato alle due operazioni più comuni e più interessanti dal punto di vista strategico, ossia la fusione e l'acquisizione d'azienda.



### **3. La scissione ed il conferimento d'azienda**

#### **3.1 Introduzione**

La scissione ed il conferimento d'azienda sono due operazioni di finanza straordinaria che impattano, in maniera differente, su ogni aspetto della vita aziendale.

Le due operazioni sono caratterizzate da finalità strategiche ed operative assai simili tra loro. Entrambe le operazioni, infatti, vedono l'azienda ridurre le proprie attività a vantaggio di un'altra entità giuridica. Anche l'obiettivo di fondo della scissione e del conferimento è analogo: focalizzare nuovamente l'impresa sul proprio *core business* e consolidare lì il proprio vantaggio competitivo.

Sebbene presentino diversi punti in comune, le due operazioni sono caratterizzate da differenze sostanziali dal punto di vista fiscale, contabile e legale.

La scissione, prima di essere implementata, necessita dell'approvazione da parte dell'assemblea degli azionisti, contrariamente al conferimento che è una decisione presa dal consiglio di amministrazione in maniera autonoma.

Nel capitolo precedente sono state analizzate tutte le operazioni straordinarie ad eccezione delle due sopra citate alle quali si è scelto di dedicare un intero capitolo apposito.

La motivazione dietro tale decisione risiede nel fatto che queste due operazioni avranno grande risonanza nel quarto capitolo ed è stato ritenuto opportuno analizzarle in maniera più approfondita e dettagliata rispetto alle altre operazioni di finanza straordinaria.

Entrambe le operazioni sono state analizzate sotto diversi punti di vista, analogamente a quanto fatto con le operazioni di finanza straordinaria studiate nel primo capitolo.

Lo studio è stato compiuto avvalendosi di diversi libri di testo e attraverso il reperimento di articoli e ricerche compiuti da studiosi e società di consulenza.

Il presente capitolo si suddivide in due parti: il processo di scissione ed il conferimento d'azienda.

La prima parte è interamente dedicata all'operazione di scissione e si pone l'obiettivo di fornire una visione a 360° dell'operazione andando ad analizzare tutte le possibili strategie che possono spingere il management di un'impresa ad intraprendere questo percorso.

Nel corso dell'analisi condotta sono riportati esempi concreti, alcuni recenti altri meno, per fornire un riscontro oggettivo in merito a quelli che sono stati, e sono tutt'oggi, gli effetti del processo di scissione d'azienda.

L'operazione è stata studiata sotto il profilo legale, fiscale e strategico. In particolare le implicazioni strategiche e manageriali sono state oggetto di un'analisi più approfondita andando ad individuare le modalità attraverso le quali il management ha la possibilità di gestire al meglio questa fase delicata della vita aziendale.

La seconda parte riguarda, invece, il conferimento d'azienda. Anche in questo caso lo studio ha riguardato i diversi aspetti che contraddistinguono questa tipologia di operazione con l'obiettivo di evidenziarne i vantaggi e gli svantaggi.

In particolare si è posto l'accento sulle similitudini e sulle differenze che legano questi due strumenti a disposizione del management.

Il presente capitolo, analogamente al precedente, a carattere prettamente teorico, fa da preludio a quelli che saranno gli argomenti trattati nel corso del terzo e, specialmente, del quarto e ultimo capitolo.

Questi ultimi saranno caratterizzati da un approccio all'argomento più pratico concentrandosi sullo studio di un settore economico e di un caso aziendale specifico.

## 3.2 Il processo di scissione

La scissione è un'operazione di finanza straordinaria attraverso la quale l'azienda fraziona il proprio patrimonio trasferendolo ad una o più società, siano esse di nuova costituzione o preesistenti.

Decidere di intraprendere un'operazione di scissione è una scelta che viene comunicata con una certa dose di timore da parte del management in quanto vi è il timore che il mercato possa interpretare tale scelta come l'ammissione del fallimento di strategie intraprese in precedenza. Accanto a ciò vi è la consapevolezza che la scissione, al contrario della cessione, riduce le dimensioni della società senza, tuttavia, generare un ritorno in termini di liquidità che possa essere reinvestita in un secondo momento. A tali preoccupazioni, seppur legittime, si può opporre un principio fondamentale della finanza aziendale ossia che l'impresa genera maggior valore per gli azionisti quando è inserita nel miglior contesto possibile ed in tal senso una scissione potrebbe rappresentare un'opportunità, piuttosto che una minaccia. A questo si aggiunge il fatto che, secondo recenti studi, gli azionisti tendono a non preoccuparsi delle dimensioni aziendali una volta che queste superino una certa soglia di capitalizzazione. La chiave del successo, in una scissione, risiede nel comprendere come si crea il valore (Huyett, Koller, 2011).

Il mercato ha dimostrato di reagire positivamente ad annunci di scissioni. Un recente studio, condotto su un campione costituito da 40 aziende che hanno operato delle scissioni in un arco temporale che va dal 2001 al 2010, ha evidenziato come l'entità scissa riesca a generare dei ricavi positivi a seguito dell'operazione.

Occorre, tuttavia, comprendere come la creazione di valore aggiunto non deve e non possa dipendere da semplici reazioni a livello borsistico, bensì dalla strategia sottostante all'operazione (Pasternak, Wininger, 2014).

### 3.2.1 Cenni storici e *trend* recenti

La scissione d'azienda fu introdotta negli Stati Uniti negli anni '20 con l'intento di dividere i grandi monopoli allora esistenti. La Standard Oil nel 1911 fu suddivisa in ben 34 società mentre, avvicinandosi ai giorni nostri, nel 1984 AT&T fu suddivisa in 8 entità giuridiche differenti. Tale operazione fece da apripista, almeno negli Stati Uniti, a molte altre come ad esempio la scissione della Lehman Brothers che nel 1994 portò alla nascita di American Express (Huyett, Koller, 2011).

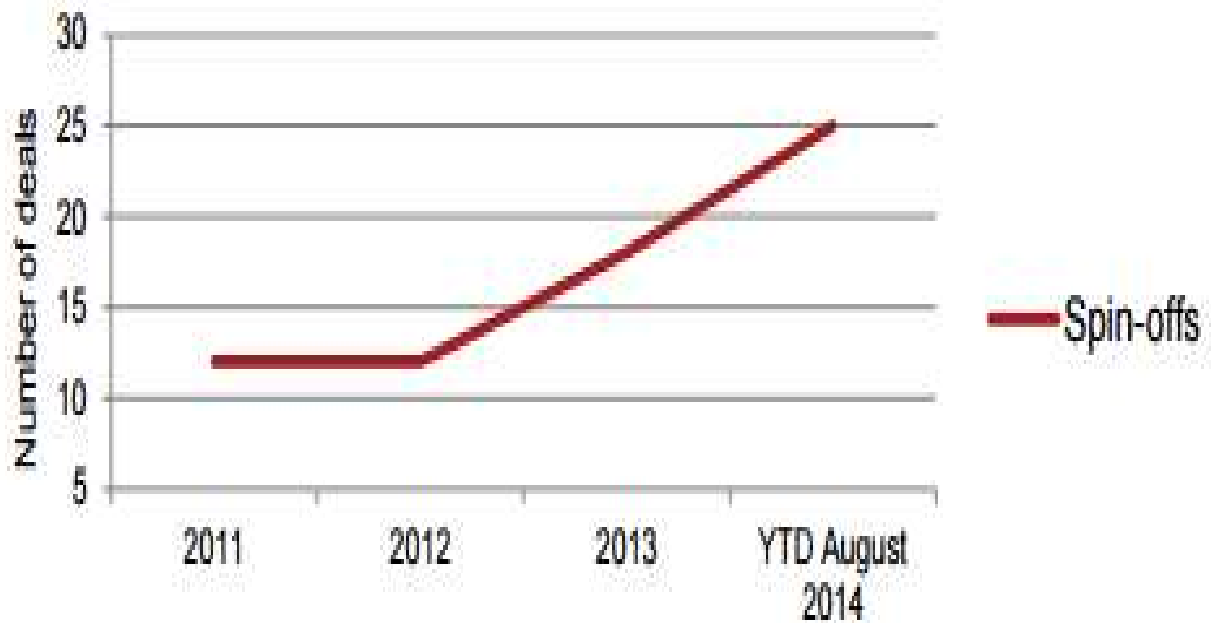
Nel panorama europeo la scissione d'azienda iniziò a diffondersi concretamente a partire dagli anni '80, specialmente nel Regno Unito quando vennero introdotti degli incentivi fiscali a favore degli *spin-off* aziendali con il fine di agevolare la de-conglomerazione dell'industria inglese (Kirchmaier, 2003).

La scissione venne introdotta nel nostro ordinamento con il d.lgs n.22 del 16 Gennaio 1991, in recepimento della III e della VI direttiva europea.

L'operazione della scissione d'azienda trova oggi i principali riferimenti normativi all'interno del Codice Civile, dall'art. 2506 all'art. 2506-quarter. Il legislatore comunitario si era focalizzato sull'ipotesi che la scissione comportasse, necessariamente, la cessazione dell'attività d'impresa da parte della società madre, una volta che il passaggio degli *assets* alle beneficiarie fosse giunto a conclusione. Le norme italiane, invece, contemplano ed analizzano anche l'eventualità che il processo di scissione non comporti la cancellazione dal registro delle imprese, o, comunque, l'inattività della società e che l'operazione possa essere inquadrata all'interno di un processo e di una strategia di ridimensionamento aziendale.

Riepilogando è possibile affermare che nel caso in cui il processo di scissione comporti la scomparsa della società si parlerà di scissione vera e propria, alternativamente parleremo di scorporo o *spin-off* (secondo la dicitura anglo-sassone).

Negli ultimi anni si è assistito ad un notevole incremento delle operazioni di *spin-off*: il grafico sottostante riporta il *trend* degli ultimi anni negli Stati Uniti (PricewaterhouseCoopers, 2014).



*Grafico 1 – Trend delle operazioni spin-off degli ultimi anni*

Come si può notare a partire dal 2012 gli annunci di scissione hanno subito un notevole incremento pari a circa il 24%. Nell’ultimo periodo, infatti, si è assistito ad un’inversione del *trend* in merito alla diversificazione operata dalle imprese che hanno iniziato a ricorrere in misura sempre maggiore al conferimento d’azienda ed alla scissione per tornare a focalizzarsi sul proprio *core business*.

Per quanto riguarda il 2015 i dati, non ancora definitivi e pertanto non riportati nel grafico, parlano di 28 operazioni di scissioni annunciate e completate, per un valore di circa 133 miliardi di dollari.

Le operazioni più importanti hanno coinvolto aziende del calibro di E-bay, che ha scorporato PayPal, e la società operante nel settore della tecnologia Hewlett-Packard, la quale ha dotato di autonomia il proprio ramo di *business* riguardante computer e stampanti (Kotzen, Stellmaszek, Gell, Friedman, Valluru, 2016).

### 3.2.2 Aspetti legali e fiscali della scissione

Dal punto di vista operativo, nel caso in cui l'azienda che riceve il complesso aziendale sia posseduta dalla società originaria, la scissione ha lo stesso effetto del conferimento d'azienda. Le analogie con il conferimento appaiono del tutto evidenti tuttavia le due operazioni sono caratterizzate da alcune differenze che non possono non essere analizzate. In prima battuta si può osservare come nel caso di scissione gli attori interessati devono essere necessariamente delle società e non delle persone fisiche e che la scissione comporta il frazionamento della società mentre il conferimento può riguardare anche un intero complesso aziendale. Successivamente occorre tenere a mente come la scissione implichi un distacco del ramo d'azienda in maniera definitiva al contrario del conferimento in cui il cedente controlla l'attività ceduta: l'operazione di scissione, dunque, influisce sulla rischiosità complessiva dell'impresa. Un'ulteriore, fondamentale differenza che intercorre tra la scissione ed il conferimento è che, nel secondo caso, la società cedente risulta semplicemente depauperata di parte del suo stato patrimoniale, mentre nel caso di scissione i soci della società madre vedono la propria partecipazione frazionarsi in più società differenti.

La prassi vorrebbe che le azioni o le quote delle società beneficiarie venissero distribuite in maniera proporzionale ai soci della casa-madre, tuttavia il legislatore lascia ampia autonomia di scelta e giunge, perfino, a contemplare (art. 2506 comma 2 c.c.) l'ipotesi che «per consenso unanime, ad alcuni soci non vengano distribuite azioni o quote di una delle società beneficiarie, ma azioni o quote della società scissa». Il legislatore permette dunque l'attuazione delle cosiddette scissioni asimmetriche. Questa tipologia di scissione asimmetrica può risultare indispensabile per risolvere un contenzioso tra soci che paralizzi l'attività aziendale, ma, allo stesso tempo, si presta a divenire strumento da parte della maggioranza per estromettere la minoranza assembleare (Ferrara, Corsi, 2011).

L'iter legale per poter completare il processo di scissione ricalca in maniera quasi speculare quello indicato per la fusione. Anche in questo caso è necessario redigere un progetto di scissione accompagnato dalla situazione patrimoniale dell'azienda, dalla relazione degli esperti e dalla relazione illustrativa degli amministratori. Analogamente a quanto contenuto nel

progetto di fusione, anche in questo caso il documento deve contenere i criteri utilizzati per la distribuzione delle quote della nuova società. Nel caso in cui la distribuzione avvenga proporzionalmente non insorgono particolari criticità; nel caso in cui, invece, la scissione sia asimmetrica è necessario che il progetto preveda il diritto dei soci dissidenti a veder riacquistate le proprie quote ad un prezzo determinato in precedenza, similmente a quanto già previsto in caso d'esercizio del diritto di recesso (Ferrara, Corsi, 2011).

Si può avere un cosiddetto uso proprio od improprio della scissione. Nel primo caso si parla di suddividere un'entità già di per sé predisposta al frazionamento (multi-business, multi-divisionali).

In tali casi l'operazione è caratterizzata da un'alta probabilità di successo poiché la struttura aziendale è già fondamentalemente autonoma e l'operazione certifica una situazione che di fatto è già esistente. Alternativamente, la scissione ha il solo effetto di produrre aggregati aziendali non compatibili al loro interno.

Si è visto come il processo di scissione comporti da parte di una società la creazione di una nuova entità giuridica del tutto indipendente. Si è già avuto modo di discutere sulla metodologia da adottare nella redistribuzione delle quote o delle azioni della neo-nata società, tuttavia non è stato analizzato l'impatto economico ed il significato che queste hanno per gli azionisti. Le azioni della società di nuova costituzione possono essere intese come una vera e propria distribuzione di dividendi in natura (Kirchmaier, 2003) sottoposti ad una tassazione in molti casi agevolata.

In Italia il trattamento fiscale riservato alle scissioni d'azienda è analogo a quello delle operazioni di fusione.

Il TUIR (Testo Unico delle Imposte sui Redditi) nell'art. 173 evidenzia come l'operazione non dia luogo a plusvalenze o minusvalenze rilevabili dal punto di vista tributario. Tale neutralità è riconducibile in capo tanto alla società, quanto al socio.

Per quanto riguarda eventuali "avanzi" o "disavanzi" derivanti dal processo di scissione la loro iscrizione a bilancio non comporta alcuna insorgenza nei confronti dell'erario. I termini

“avanzo” e “disavanzo” si riferiscono alle discrepanze che si vengono a creare, dal punto di vista contabile, tra l’aumento di capitale deliberato, obbligatorio per poter distribuire azioni agli azionisti della società scissa, e il patrimonio netto ricevuto. In questi casi, i disavanzi, nell’ipotesi in cui vengano considerate delle perdite a Conto Economico, possono essere dedotti.

Se, invece, utilizzati, come avviene comunemente, per imputarli ai beni ricevuti o per iscrivere a bilancio un avviamento, secondo il legislatore, non hanno alcuna valenza dal punto di vista fiscale (Potito, 2016).

Il trattamento fiscale riservato all’operazione straordinaria della scissione d’azienda negli Stati Uniti è del tutto analogo a quanto avviene nel nostro Paese. Anche oltreoceano, infatti, l’operazione viene intesa come fiscalmente neutra.

Le differenze normative e tributarie esistenti tra i diversi paesi costituiscono un’importante motivazione sottostante la diffusione disomogenea dell’operazione.

La scissione, anche se prevista dai diversi ordinamenti giuridici, poteva risultare regolamentata da un numero tale di norme che la sua realizzazione risultava assai difficoltosa.

In Olanda, ad esempio, fino al 1998 gli *spin-off* non erano concepiti come dei processi di riorganizzazione aziendale incapace di generare valori rilevanti ai fini fiscali, bensì come una distribuzione di reddito e di capitali e come tale sottoposta a tassazione.

Negli anni seguenti, sotto la spinta delle grandi imprese olandesi, le barriere legali si sono progressivamente abbassate creando i presupposti per un maggior ricorso a questo tipo di operazione.

Le barriere normative hanno costituito un ostacolo importante anche in Francia, Germania e Svizzera. A tal proposito si consideri come nel corso di 14 anni, dal 1987 al 2000, in Francia siano stati annunciati solo 7 scissioni aziendali contro le 102 del Regno Unito (Veld, Veld-Merkoulova, 2008).



### 3.2.3 Il razionale strategico dell'operazione

Si è detto di come a primo impatto possa risultare una scelta azzardata l'idea di scindere un'azienda, anche alla luce delle considerazioni fatte nel primo capitolo sui vantaggi derivanti dalle fusioni ed acquisizioni d'azienda.

Per comprendere il razionale strategico sottostante l'operazione di scissione occorre ricordare che acquisizioni e fusioni contribuiscono a creare valore solo nel caso in cui esistano delle sinergie tra la casa madre e le sussidiarie. Alternativamente la somma dei flussi di cassa post-scissione equivale al flusso di cassa complessivo generato ante fusione. Tale ragionamento può essere esteso al valore complessivo delle imprese: la somma dei valori delle imprese considerate *stand alone* è equivalente a quello dell'impresa considerata come un blocco unico in assenza di sinergie, sia positive che negative (Krishnaswami, Subramaniam, 1999). La scissione appare come un processo non solo appropriato ma anche inevitabile nel caso in cui si dovesse rilevare la presenza di sinergie negative, che distruggano valore, o in presenza di diseconomie di scala. Oltre un certo livello, infatti, il costo del fattore organizzativo può crescere in maniera più che proporzionale, rispetto al reddito aggiuntivo generato. A differenza delle economie di scale, legate a fattori tecnologici e transattivi, le diseconomie di scala trovano la loro fonte nei fattori organizzativi e operativi (Scognamiglio, 2013). In tali circostanze la scissione si rivela una via importante per creare valore eliminando e risolvendo queste criticità.

La scissione è in grado di generare, dunque, notevoli benefici, primo fra tutti il miglioramento organizzativo dell'impresa. Attraverso lo scorporo l'impresa è in grado di eliminare quei rami d'azienda che mal si combinano con la strategia delineata dal management. In seconda battuta è possibile notare come si possa verificare un miglioramento nel rapporto con il mercato dei capitali; anche se un'azienda di grande dimensione ha indubbiamente maggior facilità di accesso al credito, un'azienda di dimensioni più contenute è in grado di allocare più efficacemente le proprie risorse ed è in grado di relazionarsi meglio con determinati investitori. Dal punto di vista della *corporate governance*, invece, le imprese partecipanti alla scissione, sia le beneficiarie che l'azienda madre, vedono la loro struttura organizzativa e burocratica

estremamente alleggerita aumentando così la propria efficienza. Il vero vantaggio apportato dall'operazione di scissione risiede proprio nel cambiamento a livello organizzativo che caratterizzerà tutti i protagonisti della scissione, in particolar modo le società di nuova costituzione. Queste, infatti, potranno intraprendere strategie autonome dalla casa madre e più idonee a generare valore nel proprio *business* senza doversi coordinare con altri rami aziendali. Un esempio di questa autonomia emerge dalla scissione operata nel 2001 dalla società farmaceutica Bristol-Myers Squibb, che portò alla nascita della Zimmer per un valore di mercato pari a 5,4 miliardi di dollari. Nel periodo antecedente alla scissione la Zimmer incentrava la propria strategia di mercato utilizzando come variabile fondamentale i prezzi praticati, successivamente intraprese una strategia che la portò ad innovare la gamma di prodotti offerti ed a sviluppare nuove tecnologie riducendo i costi grazie ad un miglioramento del proprio sistema produttivo (Huyett, Koller, 2011).

Un ultimo punto, abbastanza controverso, a favore della scissione è la riduzione del rischio d'impresa che l'operazione comporta. Nel caso di società di capitali, infatti, il depauperamento del capitale sociale dell'impresa può ridurre l'ammontare dei beni sui quali i creditori possono rivalersi (Kirchmaier, 2003).

Le strategie che si intendono perseguire attraverso processi di scissione sono analoghe a quelle del conferimento d'azienda. Entrambi i processi sono volti a focalizzare l'impresa sul suo *core business* o ad operare un semplice decentramento di attività, sempre con l'obiettivo di creare valore aggiunto. In alcuni ambiti, infatti, può essere conveniente fare in modo che l'impresa si concentri su attività specifiche demandando le altre ad entità autonome: si pensi, ad esempio, alla possibilità di concentrarsi su una tipologia particolare di clientela, di tecnologia, o di mercato. Il capitale ed il tempo sono entrambe risorse scarse ed il management può ritrovarsi nella situazione di dover decidere in quale settore concentrare maggiormente gli sforzi. Ciascuna *business area* deve essere valutata periodicamente per riuscire a comprendere se il valore che genera per l'intero complesso aziendale è sufficiente o se, invece, riuscirebbe a creare maggior valore nel caso in cui fosse inserita in un diverso contesto. Negli Stati Uniti la

General Electric ha dismesso, con varie modalità, ben 57 aziende e rami industriali dal 1990 ad oggi. Per quanto concerne l'Europa, invece, la Invensys (Regno Unito) ha portato a compimento 30 operazioni di disinvestimento contro le 24 operate dalla Siemens (Germania).

I disinvestimenti non sono appannaggio esclusivo delle società di tipo industriale. Nell'elenco delle società che hanno operato più dismissioni dal 1990 ad oggi figurano anche diverse società leader del mercato finanziario come Deutsche Bank, JP Morgan e Citigroup (Kengelbach, Roos, Keienburg, 2014).

Il disinvestimento, tuttavia, non implica necessariamente una contrazione dell'attività dell'azienda, ma può rappresentare un fondamentale strumento di riallocazione del capitale od una strategia per reperire nuove fonti da reinvestire in nuove acquisizioni.

L'esigenza alla scissione può insorgere per separare dal complesso aziendale quelle aree che stanno perdendo di competitività e necessitano di una particolare attenzione per poter essere meglio valorizzate. In questo caso l'impresa non è obbligatoriamente orientata alla vendita dell'*asset* ma la scissione potrebbe rientrare in un piano di riorganizzazione e rilancio del *business*.

Per creare valore attraverso il processo di scissione bisogna avere chiara una pianificazione di lungo termine che vada oltre il primo periodo di vita dello *spin-off*. Inizialmente sarà fisiologico che l'impresa di nuova costituzione non risulti integrata con il resto del complesso aziendale (vi è un motivo, dopotutto, se questa è oggetto di scissione) e, nel caso in cui non sia stata già predisposta una strategia concreta ben prima che la scissione abbia luogo, sarà estremamente complesso riuscire a completare l'operazione con successo. È necessario riuscire ad aver compreso fino in fondo quali saranno i punti di forza della nuova impresa e che valore aggiunto può creare l'impresa *stand-alone* rispetto al valore che riusciva a generare all'interno del complesso aziendale. Nella fase iniziale della vita dell'azienda il management deve pianificare una strategia che abbracci un orizzonte temporale che va dai tre ai cinque anni.

Un altro compito particolarmente complesso che deve essere affrontato riguarda la progettazione di un modello organizzativo in grado di valorizzare al meglio l'azienda. Il

management ha a disposizione due alternative: ricalcare, con pochi aggiustamenti, l'organizzazione della casa madre o ristrutturare radicalmente l'intera struttura. La prima opzione si presta come la più veloce ed immediata, tuttavia è necessario considerare che la scissione rappresenta un evento straordinario nella vita di un'impresa e che i successivi sviluppi potrebbero mal conciliarsi con la prassi utilizzata fino a quel momento. D'altra parte un cambio radicale richiede delle competenze di progettazione e di organizzazione che non sempre sono disponibili all'interno dell'impresa. È necessario, dunque, riuscire ad individuare il giusto compromesso per fare in modo che l'impresa possa affrontare con successo le sfide future.

Dopo aver definito quella che sarà la strategia ed il modello organizzativo della nuova impresa, la dirigenza può concentrarsi sulla fase di raccordo tra la pianificazione e l'esecuzione. Benché l'operazione di scissione abbia ripercussioni su ogni area della nuova impresa, è necessario individuare delle potenziali criticità che possano ostacolare le attività aziendali. È necessario, quindi, individuare quali tra le diverse aree (IT, finanziaria, HR, legale, ecc.) rappresentino una priorità nell'immediato futuro (Kotzen, Stellmaszek, Gell, Friedman, Valluru, 2016).

Nel capitolo precedente si è accennato a come i processi di acquisizione e fusione possano comportare dei problemi dal punto di vista organizzativo per l'azienda e di come questa possa divenire eccessivamente rigida e poco incline a far fronte ai mutamenti di mercato. È proprio in questo caso che la scissione può costituire una strategia obbligata e vincente poiché un ridimensionamento, operato con i giusti accorgimenti, permette all'impresa di acquisire quella giusta flessibilità per poter competere in modo vincente all'interno del mercato. Sono molto frequenti i casi in cui le scissioni tendono a dividere l'area immobiliare dell'azienda da quella operativa. In questo modo i due rami, dotati di autonomia giuridica, potranno intraprendere autonomamente strategie volte a massimizzare il valore complessivo dell'impresa.

La pianificazione di un progetto di scissione deve, obbligatoriamente, tener conto dei costi che l'impresa dovrà sostenere per armonizzare i sistemi aziendali alla luce del cambiamento avvenuto.

È stato stimato come il costo di questo tipo di operazione possa raggiungere l'1% dei ricavi consolidati ed impiegare il management per un periodo di tempo che oscilla tra i 12 ed i 18 mesi (Pasternak, Wininger, 2014).

Similmente con quanto avveniva per le altre operazioni straordinarie, anche nel caso della scissione si deve procedere ad un processo valutativo del complesso aziendale, specie nel caso in cui la destinataria dei beni sia una società già esistente; in tal caso occorre, inoltre, determinare il rapporto di cambio tra le azioni delle due società (Cremona, Monarca, Tarantino, 2009). I metodi valutativi utilizzabili sono analoghi a quelli descritti all'interno del primo capitolo.

La difficoltà maggiore risiede nell'identificare correttamente i confini del complesso aziendale oggetto di scissione ed attribuire ad esso parte dei flussi e dei redditi generati complessivamente dall'impresa. Questo è particolarmente difficile nel caso in cui l'azienda non sia dotata di una struttura multi-divisionale e, in tal caso, l'identificazione delle componenti di reddito dei singoli settori è estremamente complessa. La letteratura propone come soluzione quella di suddividere il reddito generato complessivamente dall'impresa proporzionalmente tra le diverse *business unit*. La ripartizione potrebbe avvenire o tenendo conto delle componenti patrimoniali di ciascuna area o sulla base del contributo che esse forniscono al reddito complessivo. La scissione, tuttavia, ha effetti su tutto il complesso aziendale in quanto alcuni elementi patrimoniali, una volta scissi, potrebbero non essere più in grado di valorizzare quelle sinergie che prima avevano oppure, al contrario, ne potrebbero emergere di nuove in seguito alla scissione.

Dal punto di vista contabile, gli effetti della scissione vengono fatti generalmente coincidere con la chiusura dell'esercizio così da semplificare il procedimento. In tal caso la società madre chiuderà i propri conti senza però operare le rettifiche così da permettere l'inclusione di questi ultimi all'interno degli stati patrimoniali delle beneficiarie.

Nel caso di scissione parziale il procedimento non differisce di molto da quello in essere per i conferimenti. In questo caso, limitatamente ai beni oggetto di scissione, vi sarà una chiusura

dei conti ed eventuali variazioni saranno compensate da conguagli, generalmente in denaro. La diminuzione del patrimonio netto della società scissa può avvenire in molti modi. Vi può essere, ad esempio, una diminuzione, proporzionale o meno, delle riserve e del capitale sociale o una diminuzione delle sole riserve. In questo caso i soci della società madre si ritroverebbero a possedere un numero maggiore di azioni rispetto a quante ne detenevano ante-operazione.

### 3.2.4 Aspetti finanziari della scissione

Si è accennato in precedenza a come la scissione d'azienda sia entrata solo recentemente all'interno del nostro ordinamento giuridico, mentre è pratica assai diffusa oltreoceano con il nome di *spin-off*. Negli Stati Uniti ed in Canada questo tipo di operazioni incontrano frequentemente il plauso degli azionisti. A titolo esemplificativo si riporta il caso della Canadian Pacific, azienda operante nel settore dei trasporti, alberghiero e navale, che nel febbraio del 2001 annunciò lo *spin-off* di quattro sue controllate, mantenendo il controllo diretto del solo ramo alberghiero. Il giorno in cui l'operazione venne comunicata al pubblico, il titolo ebbe un rialzo dell'11% (Veld, Veld-Merkoulova, 2008).

La letteratura ha più volte posto in evidenza come il patrimonio netto di un'impresa diversificata sia sottoposto ad un *conglomerate discount*. I grandi conglomerati industriali, infatti, possono scontare sul mercato carenze organizzative ad un apparato aziendale troppo grande. I manager, inoltre, potrebbero essere incentivati ad aumentare le dimensioni aziendali con il fine di accrescere il proprio prestigio personale, operando delle scelte di investimento sub-ottimali piuttosto che distribuire liquidità agli azionisti (Burch, Nanda, Narayanan, 2000). Gli investimenti sub-ottimali sono guidati anche da un altro motivo: evitare di distribuire dividendi creando così aspettative troppo elevate da parte degli azionisti. Tale osservazione necessita di qualche spiegazione aggiuntiva. Se un'impresa ha a disposizione della liquidità aggiuntiva può decidere se operare degli investimenti o se distribuire maggiori dividendi ai

propri azionisti. Nel caso in cui decida di distribuire dividendi più alti del normale, e questa situazione si protragga nel tempo, questo comportamento genererà aspettative sempre più alte da parte dei soci e vincolerà il management a mantenere quel determinato livello di dividendi, anche nel caso in cui il livello di liquidità dovesse scendere, per non risultare impopolare. In aggiunta occorre considerare come un investitore sia in grado di diversificare il proprio portafoglio azionario senza che sia la società a farlo per lui. In tal senso una strategia di diversificazione potrebbe non costituire alcun valore aggiunto per il potenziale investitore.

Sebbene negli USA le scissioni d'azienda siano considerate "fiscalmente neutre" vi sono casi in cui il peso fiscale a carico dell'azienda viene sensibilmente ridotto grazie a dei processi di scissione. Ad esempio la creazione di *spin-off* immobiliari permette di ridurre sensibilmente l'imponibile ai fini fiscali poiché questo tipo di fondi sono soggetti ad imposte assai inferiori rispetto alle aziende ordinarie.

Sono da riportare, tuttavia, anche casi in cui gli effetti delle scissioni siano stati negativi. In questi casi, infatti, se la scissione riguarda un'entità di cui la casa madre era socio di minoranza, il guadagno conseguito viene tassato in conto capitale. L'effetto positivo che gli *spin-off* possono avere sul complesso aziendale è tanto maggiore quanto maggiore è il ramo d'azienda che si separa dalla casa madre ed i risultati migliori risultano essere ottenuti in capo a quelle aziende che decidono di operare scissioni per focalizzarsi sui propri punti di forza (Veld, Veld-Merkoulova, 2008).

Prima del processo di scissione la società che riceverà il ramo d'azienda si affida completamente alla società madre per finanziare i propri investimenti. La neonata impresa ha uno stato patrimoniale fondamentalmente vuoto, privo sia di debito che di capitale proprio. Al momento della scissione la casa madre stabilisce la struttura del capitale dell'azienda. Il rapporto di indebitamento di un'impresa, ossia l'effetto della leva, è determinato dal rapporto (Fontana, Caroli, 2013):

$$ROE = ROI + \frac{D}{E}(ROI - i)$$

dove:

- $ROI = \frac{\text{reddito operativo}}{\text{capitale investito}}$ ;
- $ROE = \frac{\text{utile netto}}{\text{capitale netto}}$ ;
- $i = \text{costo del denaro}$ ;
- $D = \text{capitale di terzi}$ ;
- $E = \text{capitale proprio}$ .

Fintanto che  $ROI > i$  l'impresa è in grado di aumentare la propria redditività incrementando il ricorso a capitale di terzi. In caso contrario, invece, l'utile prodotto dall'impresa diminuirà all'aumentare del rapporto  $\frac{D}{E}$  fino ad azzerarsi poiché il ritorno degli investimenti effettuati non riesce a compensare le spese del reperimento dei fondi.

Queste considerazioni sono particolarmente significative nel caso di *spin-off* poiché la casa madre tenderà di riallocare sulla società di nuova costituzione parte del suo debito. Vi sono due metodi comunemente utilizzati per alleggerire la situazione debitoria della casa madre. Il primo consiste nell'allocare semplicemente dei debiti sulla società appena nata. Alternativamente la società di nuova costituzione può indebitarsi e distribuire considerevoli dividendi verso la casa madre. Tale ammontare di denaro sarà poi utilizzato dalla stessa per far fronte ai propri debiti (Dittmar, 2002).

Vi sono diversi casi in cui lo *spin-off* risulta seguito da un miglioramento della situazione contabile dell'azienda. Questo può risultare, ad esempio, grazie ad una migliore gestione del magazzino.

Gli *spin-off* sono, generalmente, associati ad un aumento di valore complessivo dell'azienda (come evidenziato dalle reazioni dei prezzi azionari). Tutti questi studi, tuttavia, si basano esclusivamente su dati contabili e numerici e non tengono conto dei meccanismi che



contribuiscono a creare valore in termini di efficienza, per esempio se è più importante l'aumento delle vendite o la riduzione dei costi che si sostengono.

La difficoltà nel misurare i fattori che influenzano la creazione del valore derivano dal fatto che la ristrutturazione aziendale avviene a livello divisionale e, pertanto, riguarda il capitale privato delle aziende e risulta impossibile misurare gli effetti interni all'impresa.

Una delle metodologie suggerite per misurare gli incrementi di redditività consiste nel valutare la produttività dei singoli fattori produttivi ed i loro rispettivi costi.

Un miglioramento in termini di efficienza può avvenire attraverso una riduzione della forza lavoro che permette una razionalizzazione dei costi sia attraverso tagli di personale che attraverso riduzioni salariali. Un'altra spiegazione del perché le prestazioni aziendali migliorino, in molti casi, successivamente al processo di scissione, può risiedere nel fatto che la riduzione delle dimensioni aziendali permette all'impresa di concentrarsi maggiormente sui dettagli arrivando a condurre, per esempio, trattative con i fornitori in maniera più proficua. I processi di scissione, inoltre, possono essere seguiti da processi di acquisizione ed in tal senso il management rischia di essere sostituito al termine del processo. Si ritiene che parte del miglioramento in termini di performance dell'azienda derivante dalla scissione sia dovuto proprio all'impegno profuso da parte dei manager nel conseguire ottimi risultati da poter presentare alla nuova, eventuale proprietà.

Il caso opposto, invece, vede il miglioramento delle performance aziendali come conseguenza dell'insediamento di un nuovo management in grado di comprendere e gestire al meglio il nuovo contesto ridimensionato. La scissione permette, inoltre, all'azienda di riorganizzare il proprio capitale in termini di investimenti profusi.

Una gestione su scala più ridotta permette al management di notare le più piccole inefficienze e di porvi rimedio.

Vengono così a scomparire i problemi di distorsione nell'allocazione del capitale (Chemmanur, Krishnan, Nandy, 2014).

### 3.3 Il conferimento d'azienda

Il termine conferimento d'azienda si riferisce a quell'operazione di finanza straordinaria in cui l'impresa conferente cede l'intero complesso aziendale, o parte di esso, ad un'altra società, sia essa già preesistente o di nuova costituzione.

Alla società conferente spetta, in contropartita, una partecipazione nella società che riceve il conferimento. Sotto questo punto di vista il conferimento si differenzia notevolmente dall'operazione di scissione. Nel primo caso la partecipazione viene attribuita alla società, mentre nell'ambito della scissione le quote delle società beneficiarie entrano a far parte direttamente del portafoglio azionario dei soci della casa-madre.

L'operazione vede, quindi, la presenza di due attori: da una parte il conferente, la società o persona fisica (il conferimento, a differenza della scissione, può avvenire anche, infatti, tra persone fisiche e società) che conferisce la propria azienda o ramo d'azienda e riceve in cambio azioni o quote della società ricevente - dall'altra parte il conferitario, ossia la società, già esistente o istituita appositamente per ricevere il conferimento, che riceve l'azienda, o un ramo di essa, che le viene conferito e che, anziché pagare con denaro l'acquisto dell'*asset*, assegna al conferente un determinato ammontare di azioni o quote del proprio capitale sociale. La società conferente può continuare ad esistere come società industriale qualora il ramo conferito non rappresenti l'insieme delle proprie attività produttive, oppure come società finanziaria, gestendo la partecipazione nella società industriale conferitaria. In ogni caso, al recepimento del conferimento segue obbligatoriamente un aumento di capitale da parte della società ricevente. Tale aumento, come già accennato, rappresenta, per l'appunto, la quota di capitale da destinare alla società conferente.

Con il termine ramo d'azienda si intende una parte dell'impresa chiaramente identificabile poiché dotato di una propria struttura e capace di generare valore. Il ramo d'azienda risulta, inoltre, caratterizzato da un complesso di beni, diritti e rapporti che mantiene anche nel caso di separazione dal resto dell'impresa, ad esempio proprio in seguito ad un conferimento (Boffelli, 2014).

Le operazioni di conferimento hanno, inoltre, degli impatti non trascurabili inerenti al profilo fiscale dell'impresa. Tale operazione permette, infatti, di poter rivalutare i beni aziendali oggetto del conferimento senza incorrere in oneri tributari e permettono all'impresa di calcolare tassi di ammortamento diversi rispetto a quelli determinati in precedenza.

### **3.3.1 Il razionale strategico**

Il razionale strategico sottostante l'operazione del conferimento può essere finalizzato al raggiungimento di diversi obiettivi.

In primo luogo è possibile che l'operazione di conferimento sia parte di un processo di concentrazione in capo al destinatario del conferimento. La finalità di tale strategia è analoga a quella della fusione, ossia creare complessi aziendali di dimensioni maggiori. Il conferimento garantisce un arricchimento in termini di risorse e competenze e permette all'azienda di competere più efficacemente all'interno del mercato.

La concentrazione può avvenire lungo due direttrici: verticale e orizzontale. Nel primo caso si persegue un obiettivo di economicità attraverso l'incorporazione di diverse fasi della filiera produttiva, mentre attraverso la concentrazione orizzontale si ricerca una maggiore efficienza attraverso una crescita dimensionale che permetta di sfruttare, ad esempio, le economie di scala.

La concentrazione può, inoltre, essere conglomerale nel caso in cui l'impresa diversifichi la propria attività in aree non connesse al proprio *core business* (Visconti, 2012). Vi sono casi in cui il soggetto ricevente venga costituito appositamente per ricevere, contemporaneamente, i molteplici rami d'azienda da parte delle diverse conferenti. Nel caso in cui i conferimenti riguardino un'azienda di nuova costituzione ed i conferenti contribuiscano in maniera paritaria al conferimento, senza che nessuno eserciti un controllo esclusivo sulla società, parleremo di *joint venture*.

Sebbene gli obiettivi che si perseguono siano analoghi alla fusione d'azienda, il ricorso al conferimento è motivato dal fatto che questo tipo di operazione non coinvolge l'intero complesso aziendale, ma solo un ramo di esso. L'azienda conferente può continuare ad operare in diversi settori mantenendo, allo stesso tempo, il controllo sulla società conferitaria grazie alle partecipazioni acquisite al momento del conferimento.

Nel caso in cui la finalità del conferimento sia quella di separare semplicemente un ramo aziendale dall'impresa occorre considerare diversi fattori per poter comprendere quale sia la strategia idealizzata dal management.

Se il conferimento ha come oggetto l'intero complesso aziendale potrebbe essere assimilabile ad una sorta di cessione, spinta dalla volontà di rilanciare la propria azienda senza perderne del tutto la proprietà. Un'altra prassi molto comune è quella che vede un'azienda di tipo industriale e multi-business trasformarsi in una *holding* di tipo finanziario. Attraverso il conferimento, la conferente si libera del ramo produttivo ed inizia una nuova attività incentrata sulla gestione del proprio portafoglio di partecipazioni.

Se il conferimento riguarda, invece, solo un ramo aziendale, verosimilmente l'impresa ha intrapreso un cammino di riorganizzazione interna, magari andando a separare due rami aziendali già fondamentalmente autonomi. In questo modo i diversi rami possono svilupparsi in maniera autonoma senza che le proprie strategie debbano influenzare l'altro alterandone le *performance* (Potito, 2016).

Se un ramo aziendale evidenzia una rilevante e persistente perdita di competitività vi è il rischio che questo contagi l'intero sistema aziendale e pertanto risulta necessario separarlo da esso.

In questo caso è possibile che l'impresa abbia l'intento di separare il ramo aziendale in difficoltà con l'intento di gestirlo in maniera più adeguata all'andamento economico-finanziario dimostrato o che faccia seguire all'operazione di conferimento un processo liquidatorio o di vendita.

Il conferimento, così come la scissione, può anche essere inteso come un processo volto a rimediare ad una strategia di differenziazione troppo spinta.

Attraverso questa operazione il management intende scorporare quei *business* che non sono riusciti ad integrarsi tra loro per dotarli, nuovamente, di una gestione autonoma che permetta loro di essere meglio valorizzati. Il conferimento aziendale non riguarda, tuttavia, solo rami dell'impresa non più produttivi o non più in linea con la strategia dell'impresa: potrebbe essere, infatti, il preludio ad una vendita dettata dall'esigenza di reperire al più presto, e nel modo meno traumatico possibile, liquidità. In tal caso il conferimento potrebbe riguardare anche rami aziendali perfettamente operativi e redditizi.

Il conferimento, inoltre, permette all'azienda di separare le diverse aree di *business* sulla base del loro andamento per migliorare la loro struttura finanziaria. Se un'impresa presenta delle aree di *business* con tassi di crescita e di profittabilità differenti, potrebbe risultare conveniente conferire i rami aziendali più produttivi in una nuova società per poter permettere loro di affacciarsi sul mercato dei capitali in maniera autonoma (Cremona, Monarca, Tarantino, 2009). L'operazione, tuttavia, comporta notevoli problematiche che devono essere affrontate specialmente dalla conferitaria.

Il conferimento, infatti, raramente si limita ad un trasferimento di sole attività e passività patrimoniali, ma si accompagna ad un passaggio di risorse manageriali ed umane che devono essere adeguatamente integrate nel nuovo contesto (Visconti, 2012).

### **3.3.2 Gli aspetti legali dell'operazione**

La normativa vigente non disciplina specificatamente il conferimento d'azienda, ma soltanto il conferimento di beni. Ciò, forse, perché il conferimento di azienda altro non è che un insieme di negozi giuridici contemplati dall'ordinamento, quali il conferimento di beni della conferente e l'aumento del capitale della conferitaria (Balducci, 2012).

L'operazione del conferimento aziendale è disciplinata, pertanto, facendo riferimento agli articoli 2342, 2343, 2440, 2464 e 2465 del codice civile riguardanti i conferimenti societari e dagli articoli 2112, 2556 e 2560 in materia di trasferimento d'azienda.

L'operazione di conferimento implica, necessariamente, una valutazione del bene oggetto del conferimento. Tale valutazione è disciplinata differentemente sulla base della natura giuridica dell'impresa. Se il conferimento avviene in una società per azioni i conferimenti sono oggetto di valutazione da parte di un esperto indipendente nominato dal tribunale, secondo quanto prevede l'art. 2343 c.c..

Nel caso il conferimento avvenga nei confronti di una società a responsabilità limitata non è necessario che il valutatore venga individuato dal tribunale, ma può essere scelto dalla stessa azienda tra gli iscritti all'albo dei revisori legali. Il legislatore lascia, invece, ampia autonomia di stima nel caso il conferimento avvenga verso una società di persone, quest'ultimo viene stimato di comune accordo tra i soci.

Secondo quanto prescritto dall'art. 2343 c.c., con la relazione di stima, il perito deve attestare che il valore attribuito all'azienda (o al ramo aziendale) conferita non sia inferiore al valore nominale, aumentato dell'eventuale sovrapprezzo, delle azioni emesse a fronte del conferimento. Con quest'articolo il legislatore intende tutelare i soci, ma, soprattutto, i creditori sociali, impedendo un "annacquamento" del patrimonio netto della società conferitaria in seguito ad una consapevole sovrastima dell'oggetto del conferimento. Il valore che emerge dalla valutazione rappresenta il valore massimo attribuibile, dal punto di vista contabile, al conferimento; è possibile iscrivere a bilancio un valore inferiore ma mai superiore alla stima effettuata dal perito.

Un'altra grande differenza che divide il conferimento d'azienda dal processo di scissione è il fatto che, mentre quest'ultima deve essere approvata dall'assemblea dei soci, il conferimento è una scelta che può essere presa dal solo management. Dal punto di vista formale, infatti, l'operazione del conferimento inizia con una delibera del consiglio d'amministrazione poiché il voto degli azionisti è richiesto solamente nel caso in cui il conferimento porti ad una rideterminazione dell'oggetto sociale.

La delibera del consiglio di amministrazione (o dell'assemblea straordinaria) dovrà contenere le motivazioni circa l'operazione e la delega al presidente, o ad uno o più amministratori,

affinché venga rivolta l'istanza di nomina dell'esperto, da parte del tribunale affinché proceda alla valutazione del complesso aziendale da apportare. In questa fase la conferitaria, invece, se già costituita, non deve compiere particolari operazioni; sarà sufficiente una delibera del consiglio di amministrazione illustrante i contratti con la controparte relativi al conferimento. Come si è accennato in precedenza, quando il conferimento d'azienda viene fatto ad una società già esistente (società conferitaria), quest'ultima in contropartita dell'azienda o del ramo di azienda ricevuta, deve dare alla società che ha effettuato il conferimento (società conferente) un corrispondente ammontare di azioni o quote che, per valore, sia pari a quello dell'azienda ricevuta in conferimento (nel conferimento in società di capitali tale valore dovrà essere una cifra intercorrente tra il valore contabile del patrimonio netto e il valore economico dello stesso sulla base di specifica perizia). La società conferitaria dovrà, quindi, aumentare il proprio capitale sociale dell'importo necessario a compensare il conferimento ricevuto, da assegnare alla società conferente. La relazione degli amministratori deve illustrare le ragioni del conferimento in natura e le modalità di calcolo del prezzo di emissione. Se la conferitaria ha un valore economico superiore a quello contabile o risultano, dal bilancio, riserve, l'aumento di capitale verrà effettuato con sovrapprezzo.

Un problema da esaminare concerne la possibilità di imputare il valore complessivo del conferimento parte a capitale sociale e parte a sovrapprezzo. E' necessario prevedere il sovrapprezzo qualora venga deliberato un aumento di capitale a pagamento a cui concorrono solo alcuni e non tutti i soci della società. In questa circostanza il versamento deliberato dovrà essere suddiviso tra quota capitale e quota di sovrapprezzo e ciò con riferimento al valore effettivo della società. Nel caso del conferimento di azienda è evidente che i nuovi soci (società conferente) cui è destinato l'aumento, devono "pagare", oltre il valore nominale, anche il differenziale economico di valore della azienda in cui il conferimento è operato. Il sovrapprezzo non può essere fissato in modo arbitrario, anche a tutela dei creditori sociali. Tale sovrapprezzo concorre a costituire una riserva limitatamente disponibile, distribuibile quando la riserva legale abbia raggiunto 1/5 del capitale sociale, a differenza dei conferimenti effettuati a titolo di capitale per i quali sussiste un vincolo di indisponibilità da parte dei soci (Balducci, 2012).

### 3.3.3 Gli aspetti contabili

Dal punto di vista contabile occorre distinguere tra gli effetti in capo alla società conferente e gli effetti in capo alla conferitaria.

Per quanto riguarda la società cedente, gli effetti si limitano all'insorgere di un valore nella voce "Partecipazioni" in sostituzione di elementi attivi e passivi che compongono il conferimento. Nel caso in cui il conferimento riguardi l'intero complesso aziendale, gli effetti contabili sono assai più significativi poiché si assiste ad un radicale cambiamento della struttura dei costi e dei ricavi e ad una trasformazione totale dello stato patrimoniale.

Contabilmente è necessario chiudere tutti i conti aperti imputabili a quelle attività e passività che concorreranno a formare il ramo aziendale oggetto di conferimento. Generalmente si assiste ad una differenza tra il valore contabile dell'oggetto del conferimento ed il valore delle quote societarie ricevute in cambio. In tal caso, tale plusvalenza viene iscritta come tra i proventi straordinari all'interno del conto economico.

Dal punto di vista della conferitaria, invece, se questa è stata creata appositamente per ricevere il conferimento e risulta, quindi, di nuova costituzione, il suo stato patrimoniale coinciderà con i valori e gli *assets* oggetto di conferimento. È possibile, inoltre, che essa riceva anche parte dell'avviamento iscritto nel bilancio della casa-madre (Perrotta, 2006)

Se la società non è di nuova costituzione, bensì preesistente il conferimento, vi sarà un aumento delle attività e delle passività a cui corrisponderà un aumento di capitale sociale con l'aggiunta della riserva da sovrapprezzo. Il legislatore, nel disciplinare il trattamento fiscale da riservare all'operazione di conferimento, conferma il principio di neutralità fiscale già riservato alle fusioni e alle scissioni.

Il conferimento non viene considerato un trasferimento di beni ma solo un processo di riassetto organizzativo, incapace di generare minusvalenze o plusvalenze rilevanti ai fini fiscali (Savioli, 2012).



### 3.4 Conclusioni

Nel corso di questo capitolo si è avuto modo di analizzare analogie e differenze tra due operazioni che stanno avendo una diffusione crescente presso le imprese: la scissione ed il conferimento.

In particolare si è visto come la principale differenza che le separa è l'impatto che hanno sul capitale sociale dell'impresa. Si è posto, inoltre, l'accento su come la decisione di implementare un'operazione di scissione sia appannaggio esclusivo dell'assemblea degli azionisti al contrario di quanto avviene in merito alla decisione sull'operazione di conferimento.

È stato evidenziato, inoltre, come il ricorso all'utilizzo di tale strumento da parte dell'azienda e degli amministratori sia in continua crescita e di come scissione e conferimento siano visti come due importanti mezzi per creare valore.

Il capitolo si è soffermato su un'analisi dei vantaggi e degli svantaggi che contraddistinguono queste due differenti operazioni, analizzandone i costi, sia in termini economici che organizzativi, ed i possibili ritorni in termini di nuovo valore creato e di vantaggio competitivo acquisito.

Dallo studio è emerso come non vi sia una strategia preferibile in senso assoluto ma che ogni azienda, ogni mercato ed ogni contesto sono caratterizzati da particolari condizioni che possono determinare il fallimento od il successo di questa o di quella strategia. In particolare è possibile evincere come uno dei fattori critici di successo sia il management e le persone che guidano i processi aziendali.

Questo capitolo, insieme al precedente, costituisce la premessa per poter procedere con lo studio effettuato nel corso dei successivi due capitoli, caratterizzati da un approccio di tipo più pratico rispetto ai precedenti.

## 4. Il settore delle Telecomunicazioni

### 4.1 Introduzione

Il 2015 ha mostrato i primi, timidi segnali di una crescita dell'economia. Il PIL ha fatto registrare un +0,7% rispetto all'anno precedente e per la prima volta dal 2011 il dato risulta positivo su base annua. Nonostante vi siano avvisaglie che la crisi possa essere stata superata, il confronto con il resto dell'UE deve costituire una spia d'allarme: Roma cresce la metà del resto dell'Unione. Nel complesso il PIL italiano si attesta su valori paragonabili a quelli di inizio secolo, lasciando intendere come la crisi abbia riportato indietro il Paese di circa di 15 anni. All'interno di questo contesto macro-economico si colloca il settore delle Telecomunicazioni che non poteva non risentire dell'andamento economico complessivo. Il settore riveste un'importanza cruciale per l'intero sistema economico e per la crescita di un Paese. È opinione comune che un aumento del livello di penetrazione delle reti di comunicazione a banda-ultra larga abbia delle ricadute positive sullo sviluppo economico e costituisca uno stimolo alla crescita. Gli effetti positivi, in termini di sviluppo economico, derivano, in prima battuta, dalla creazione di posti di lavoro e dalle opportunità che si creano per le nuove attività imprenditoriali. Ulteriori vantaggi derivano dalle esternalità positive che possono sfruttare i consumatori e le aziende grazie a nuovi servizi derivanti dalla rete (AGCM, AGCOM, 2014). Dato il suo forte legame con il PIL il mercato delle telecomunicazioni ha risentito della grande crisi economica degli ultimi anni.

Il settore ha subito, nell'ultimo decennio, enormi trasformazioni specialmente con l'avvento dell'era digitale. Tutti questi fattori hanno avuto un forte impatto sulle imprese di TLC, sia in termini di cambiamento di strategie, sia in termini di risultati economico-finanziari. Gli operatori del settore devono far fronte a diverse sfide, prima fra tutte la *digital disruption*. La nascita della messaggistica istantanea e delle diverse *start-up* costituisce una minaccia per gli operatori tradizionali, poichè queste aziende sono molto più dinamiche rispetto a società presenti da anni sul mercato, offrendo un *customer experience* qualitativamente migliore

(Ernst&Young, 2014), essendo costruiti intorno a piattaforme digitali in grado di catturare i *feedback* dei clienti e di modellarsi secondo le loro preferenze.

Il capitolo si ripropone di analizzare il settore delle Telecomunicazioni nelle sue due principali macro-aree:

- Rete fissa;
- Rete mobile.

Lo studio è stato condotto esaminando i dati dei bilanci dei principali attori di mercato e attraverso l'analisi di ricerche condotte da fonti autorevoli, sia da parte di enti pubblici che privati. Viene così a definirsi l'ambiente competitivo in cui le imprese si trovano a competere ed ad operare.

La prima parte del capitolo ha come obiettivo quello di chiarire le dinamiche settoriali nel contesto italiano, evidenziandone criticità e punti di forza. L'analisi, che si avvale dell'ausilio di tabelle e grafici, evidenzia come il mercato italiano sia calato enormemente negli ultimi anni, muovendosi parallelamente all'economia nazionale e risentendo della congiuntura economica sfavorevole.

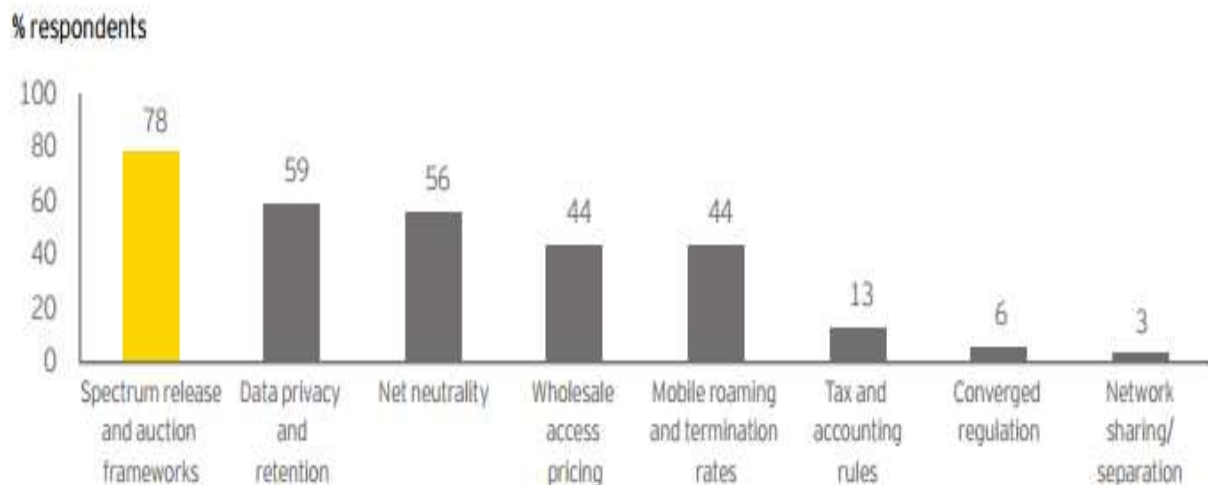
La seconda parte, invece, analizza il settore delle Telecomunicazioni in riferimento al contesto europeo. Vengono, quindi, studiati i meccanismi che governano il mercato su scala continentale. Quest'analisi è risultata particolarmente ardua poichè, dal momento in cui le attività coinvolgono imprese di due o più Paesi, gli aspetti economico- finanziari delle operazioni si intrecciano in maniera indissolubile con gli aspetti politici.

Nell'ultima parte del capitolo vengono, infine, esposte le conclusioni ed un riassunto dei temi principali affrontati nel corso del capitolo, che fa da ponte tra la prima parte dell'elaborato, prettamente teorico, e l'ultima, riportante il caso oggetto di studio.

## **4.2 Il settore delle Telecomunicazioni in Italia**

### **4.2.1 Gli organismi di vigilanza**

Il settore delle Telecomunicazioni in Italia è sottoposto all'attività di sorveglianza di due organismi atti a tutelare sia le imprese che i consumatori: l'AGCM e l'AGCOM. Il primo acronimo sta per Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato; tale organismo ha il compito principale di vigilare contro gli abusi da posizione dominante che possano nuocere al mercato od ai consumatori. Altri compiti fondamentali dell'autorità di vigilanza sono il controllo delle operazioni di concentrazione (recentemente l'Autorità sarà chiamata ad esprimersi sulla fusione H3G e Wind) e di monitoraggio di comportamenti collusivi che possano ledere la concorrenza. L'Autorità per le Garanzie nelle COMunicazioni (AGCOM) svolge attività di vigilanza specifica sul settore delle comunicazioni. L'organismo ha competenza in materia tariffaria e supervisiona l'attività degli operatori di mercato, con l'intento di tutelare i clienti ed il mercato stesso. I vincoli legislativi a cui sono sottoposti gli operatori rappresentano un ulteriore elemento di incertezza che circonda il settore. Il mercato delle telecomunicazioni è fortemente regolamentato ed i leader di mercato sono molto sensibili ad eventi legislativi che possono minare l'incentivo ad investire. Gran parte degli operatori, infatti, lamentano l'eccessiva severità della normativa italiana in tema di limiti di campo elettromagnetico. La normativa vigente ostacolerebbe la possibilità di condivisione di infrastrutture, come palificazioni ed antenne, aumentando di fatto la complessità e il costo dell'implementazione della rete (AGCM, AGCOM, 2014). Sul tema della regolamentazione sono emersi anche altre problematiche come, ad esempio, la normativa in tema di data privacy. Il grafico sottostante riporta le risposte di 43 dirigenti delle principali 40 compagnie telefoniche al mondo, alla domanda su quali fossere le principali incertezze legislative che caratterizzano il settore delle TLC (Ernst&Young, 2014).

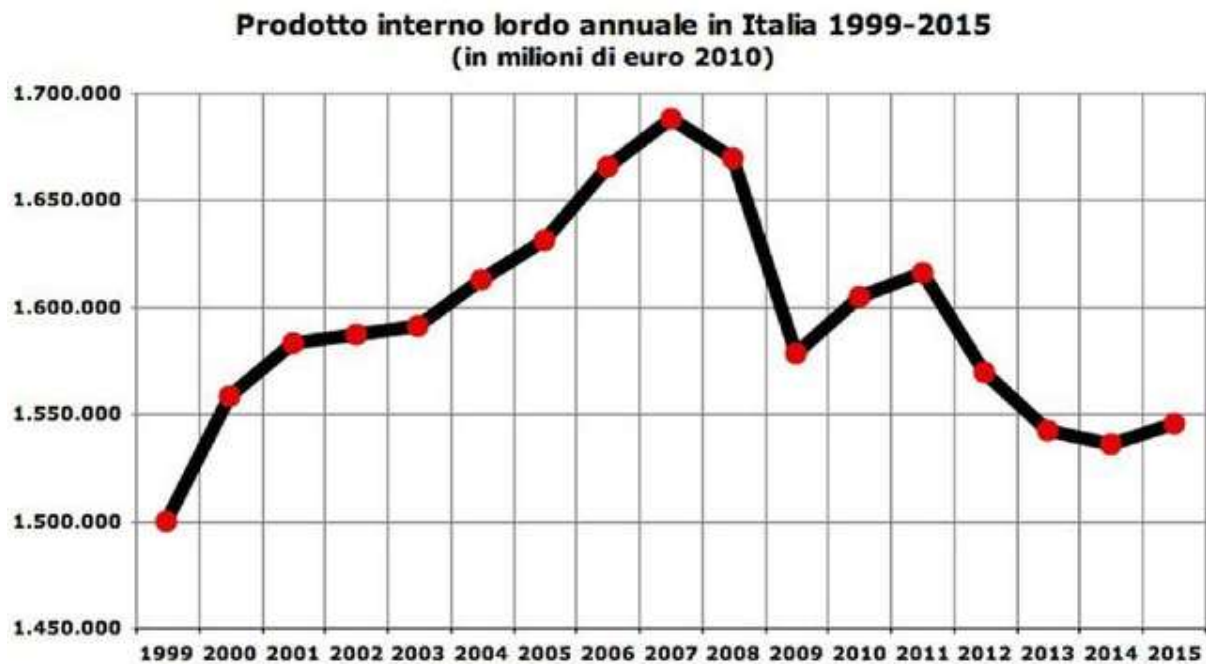


*Grafico 1 – Le principali incertezze legislative secondo gli operatori di mercato*

#### **4.2.2 Il contesto macro-economico**

Il settore delle Telecomunicazioni ha risentito enormemente della congiuntura economica particolarmente sfavorevole degli ultimi anni. Nell'introduzione si è accennato al fatto che il PIL del Paese è tornato sui livelli dei primi anni duemila. Come accennato in precedenza uno studio recente ha dimostrato che esiste un legame diretto tra livello di penetrazione delle reti di comunicazione a banda-ultra larga e lo sviluppo economico di come questa costituisca uno stimolo alla crescita. Secondo una ricerca recente, effettuata su un campione di paesi appartenenti all'OCSE, in un periodo precedente alla crisi economico-finanziaria, ad un incremento del 10% del tasso di penetrazione degli accessi a banda larga risultava corrispondere un aumento compreso nell'intervallo di valori 0,9-1,5% del PIL pro-capite (Czernich, Falck, Jretschmer, Woessmann, 2009). Tali dati fanno capire il perchè l'Unione Europea abbia deciso di redigere un'agenda digitale europea e perchè il nostro Paese si stia sforzando di colmare il gap che lo separa dal resto del continente.

Il grafico sottostante riporta l'andamento del prodotto interno lordo su base annua su un arco temporale che va dal 1999 al 2015 (Centro Studi Promotor, 2015).



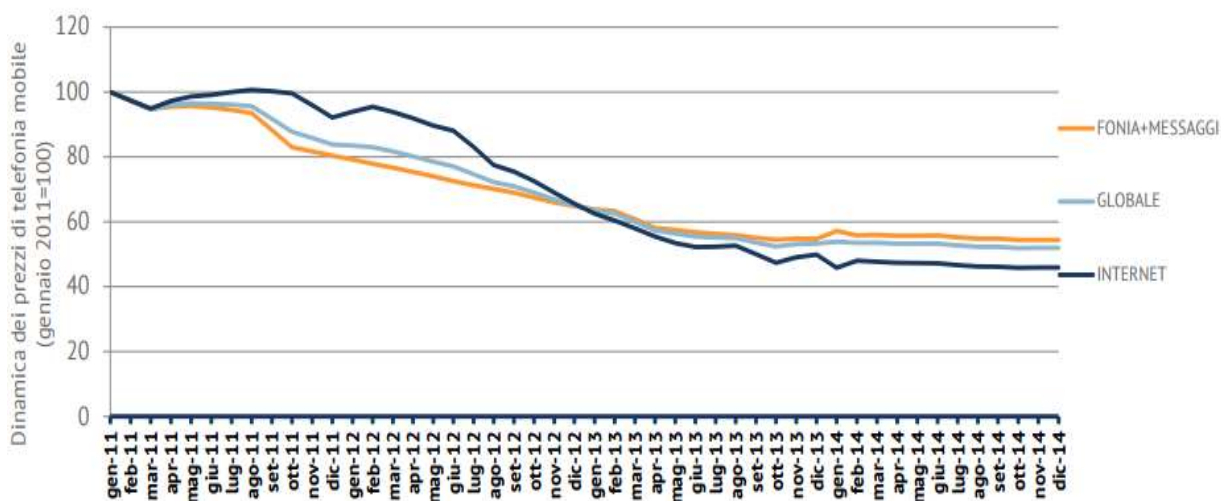
*Grafico 2 – Andamento del PIL italiano negli ultimi anni*

Appare evidente come, ancorchè in risalita, il valore del PIL sia assai distante dai valori apicali raggiunti tra il 2006 ed il 2008. L'andamento del settore delle Telecomunicazioni, e delle Comunicazioni più in generale, è strettamente connesso all'andamento del contesto macroeconomico di cui fa parte.

#### **4.2.3 Analisi del settore secondo le forze di Porter**

Il modello più indicato per analizzare un settore ed il suo contesto competitivo risulta essere l'analisi delle forze che lo caratterizzano. Comprendere appieno il settore, infatti, è il primo passo per poter intraprendere un'analisi di tipo strategico.

Il settore delle Telecomunicazioni risulta caratterizzato da una fortissima concorrenza interna incentrata, soprattutto, su una battaglia dei prezzi che ha portato ad un crollo dei ricavi anche a fronte dell'aumento del volume complessivo di dati (nel senso più ampio del termine). Per spiegare tale fenomeno occorre considerare l'equazione che lega tra loro i ricavi, prezzo unitario e quantità venduta. I ricavi di un'impresa sono quantificabili secondo la formula  $R = p * Q$ , ovvero i ricavi sono pari al prezzo unitario del prodotto moltiplicato la quantità venduta. Dai ragionamenti fin qui svolti e dalle considerazioni fatte in merito al *trend* dei ricavi negli ultimi anni, si evince come il calo dei fatturati sia imputabile, in larga parte, al crollo che hanno avuto i prezzi applicati dai diversi operatori. La “corsa al ribasso” ha portato una diminuzione dei prezzi, stabiliti dagli operatori, complessiva, del 49% in soli quattro anni. Per rendersi conto di questo calo si consideri che un consumatore medio ha visto, nell'arco di 48 mesi, la sua spesa media ridursi di circa 20 euro al mese, pari a 240 euro l'anno (Assotelecomunicazioni, 2015). Tale dato risulta in contrasto con il *trend* delle tariffe applicate dai fornitori di luce, gas ed acqua.



**Grafico 3** – Andamento dei prezzi applicati dagli operatori

Dal punto di vista della minaccia di prodotti sostitutivi questa risulta poco credibile se si considera soltanto l'attività di gestione della rete. Il segnale, infatti, necessita obbligatoriamente di un mezzo per diffondersi e, pertanto, la rete intesa come strumento fisico di trasmissione

risulta indispensabile ed insostituibile. Per quanto riguarda le attività legate alla telefonia, invece, il settore risulta sotto attacco dalle nuove *app*, come ad esempio WhatsApp, che stanno allargando il proprio raggio d'azione andando a minacciare quello che è il *core business* dei tradizionali operatori telefonici. Queste applicazioni sono in grado di fornire i medesimi servizi degli operatori tradizionali a costi infinitamente inferiori. Tramite WhatsApp, ad esempio, è possibile sia chiamare che telefonare e questo rende il ricorso alle chiamate ed agli SMS tradizionali obsoleto e poco conveniente. In quest'ottica la minaccia dei nuovi entranti è un pericolo quanto mai concreto per gli storici operatori del settore.

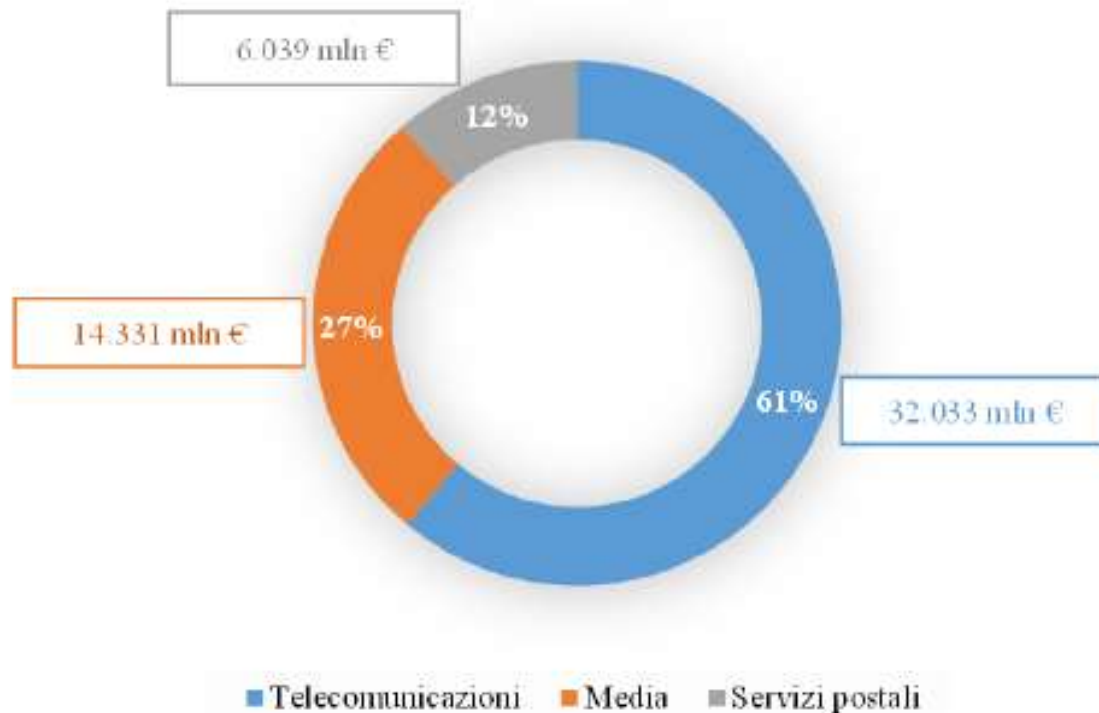
Per quanto riguarda il potere contrattuale dei fornitori e dei clienti questo risulta essere abbastanza contenuto.

Ben più significativa è l'intensità della forza che deriva dall'azione dell'autorità pubblica. Gli organismi di vigilanza sono dotati di poteri molto ampi e possono contrastare l'attività degli operatori. Si è già accennato in precedenza della possibilità da parte di AGCM e AGCOM di applicare il veto su operazioni di concentrazione e di imporre sanzioni, anche piuttosto consistenti, nel caso in cui si rilevino delle mancanze da parte delle società che operano sul mercato.

#### **4.2.4 Scenari futuri**

In Italia il valore del macro-settore delle Comunicazioni, nell'anno 2014, è stimato in circa 54 miliardi di euro. Tale dato risulta essere in flessione rispetto all'anno precedente di circa sei punti percentuali. Il settore delle Comunicazioni può essere suddiviso in tre aree: Telecomunicazioni, Media e Servizi Postali. Nel dettaglio il settore delle Telecomunicazioni, che costituisce circa il 61% del macro-settore, vale 32,033 miliardi di euro pari, all'incirca, al 2% del PIL (AGCOM, 2015). Il grafico sottostante riporta i pesi delle tre componenti che costituiscono il settore delle Comunicazioni; a lato sono riportati i rispettivi volumi d'affari.

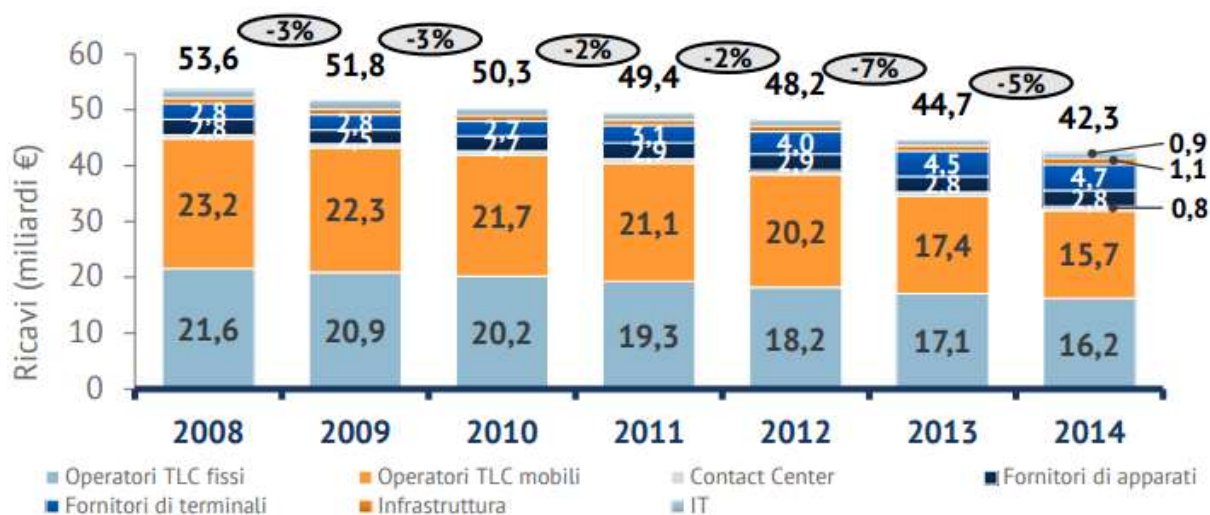




**Grafico 4** – Le tre componenti del settore delle Comunicazioni

Analizzando i dati economici della filiera italiana delle TLC a partire dal 2008, emerge che il comparto, nel suo complesso, abbia subito una forte contrazione. Nel corso di questi anni sono stati bruciati circa 11,5 miliardi di euro pari al 21% del valore iniziale. Il comparto che ha risentito maggiormente di questo calo è stato quello degli operatori TLC, che, in quest'arco temporale, ha perso complessivamente quasi 13 miliardi di euro, ossia il 29% del valore iniziale. Tale calo è parzialmente attenuato dalla crescita dei ricavi dei fornitori di terminali, aumentati del 68%, guadagnando quasi 2 miliardi di euro. Restano sostanzialmente stabili nel tempo, invece, i ricavi da fornitori di apparati TLC e crescono leggermente i ricavi da *Contact Center* in *outsourcing*. Nell'ultimo anno i ricavi degli operatori TLC hanno subito un ulteriore calo del 7%. Complessivamente i ricavi della filiera nel 2014 perdono il 5% (circa 2,5 miliardi di euro) (Assotelecomunicazioni, 2015). Nonostante i loro sforzi volti a contenere le spese, le imprese dovranno necessariamente affrontare nuovi costi per implementare, mantenere ed aggiornare le proprie reti. La criticità risiede nel fatto che i ricavi che saranno generati da tali

investimenti saranno per lo più limitati; questo vale specialmente nei paesi emergenti, caratterizzati da un ricavo medio per utente molto contenuto (PricewaterhouseCoopers, 2015). Il grafico a barre riportato mostra come sono ripartiti i ricavi lungo tutta la filiera delle telecomunicazioni.



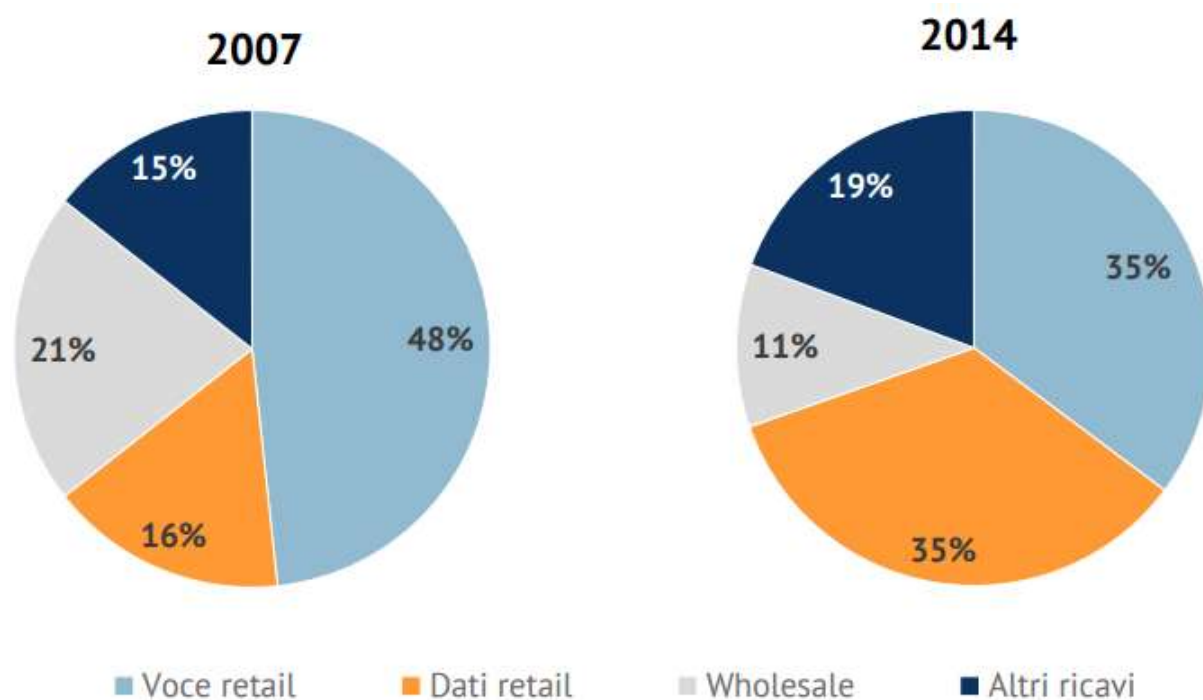
**Grafico 5** – La ripartizione dei ricavi lungo tutta la filiera produttiva

Particolarmente interessante risulta l'analisi dei dati inerenti al 2014. Per la prima volta dopo anni la componente della telefonia fissa supera, in termini di ricavi, la componente di telefonia mobile, in chiara controtendenza rispetto agli anni passati.

Il 2014 fa registrare, conseguentemente, una significativa diminuzione dell'EBITDA riportato in bilancio dai diversi operatori, pari a -13% poichè la riduzione dei costi raggiunta dagli operatori non è riuscita a compensare la riduzione dei ricavi. L'attività di razionalizzazione delle risorse da parte dei diversi attori di mercato ha portato ad un calo dei costi quantificabile in un -30% in sette anni. Questo dato, seppur rilevante, come detto, non è bastato a far fronte al crollo dei ricavi e, di conseguenza, l'incidenza dell'EBITDA sui ricavi è scesa al 36%, uno dei dati più bassi mai registrati. Molto significativa, ed utile a comprendere meglio lo stato in cui

versa il settore, risulta essere l'analisi dell'indice  $\frac{EBITDA-CAPEX}{SALES}$ , che rappresenta la capacità degli operatori di generare cassa a fronte degli investimenti richiesti. Tenendo a mente quanto detto sopra riguardo al trend dell'EBITDA e dei ricavi, appare chiaro come tale indice sia inevitabilmente calato. L'attività operativa, rappresentata dall'EBITDA, non è in grado di generare cash flows tali da sostenere la mole degli investimenti necessari per restare competitivi sul mercato. Il valore dell'indicatore  $\frac{EBITDA-CAPEX}{SALES}$  è sceso sotto il 20% nel 2014 (18%); un dato così basso non era mai stato raggiunto negli ultimi anni.

In questo scenario, è mutato radicalmente il rapporto tra le fonti dei ricavi: voce *retail*, dati *retail*, *wholesale*, altri ricavi.



**Grafico 6** – Fonti dei ricavi per gli operatori TLC

I due grafici soprastanti evidenziano il forte cambiamento nella ripartizione dei pesi delle diverse componenti di ricavo. In particolare la componente di fonia è passata dal generare quasi il 50% dei ricavi complessivi, a poco più di un terzo. Discorso inverso per quel che riguarda la componente dati che raddoppia, all'incirca, il proprio peso (dal 16% al 35%), raggiungendo il

medesimo livello della componente di fonia (Osservatorio Digital Innovation, 2015). Tale *trend* appare coerente con lo tsunami digitale che sta colpendo il settore.

Negli ultimi anni, infatti, solo le società “*over-the-top*”, ossia i fornitori di servizi sprovvisti delle infrastrutture di rete, hanno registrato un aumento dei ricavi e di clienti, mentre gli operatori tradizionali presentano dei ricavi stagnanti anche a fronte di un aumento degli investimenti.

Il settore delle TLC, è, infatti, uno dei settori a più alta intensità di capitale, che richiede, cioè, un gran numero di investimenti che, tuttavia, nell’ultimo periodo, non stanno rendendo come ci si aspettava. Le aziende che si stanno adeguando alla rivoluzione digitale mostrano *trend* positivi rispetto ai loro competitor più conservativi. Il processo di digitalizzazione, come già accennato, risulta assai più agevole per le compagnie TLC di piccola dimensione, poiché sono caratterizzate da una maggiore agilità che permette loro di ridisegnare i propri obiettivi e la propria catena del valore con minor sforzo e più velocemente, per rispondere ai mutamenti del mercato.

I fondi per poter intraprendere questo percorso di digitalizzazione dovrebbero arrivare da un’ottimizzazione dei costi operativi attraverso un utilizzo più efficiente delle infrastrutture della rete TLC, in generale ottimizzando l’uso della fibra ottica disponibile, utilizzo di nuove tecnologie più flessibili/configurabili per offrire nuovi servizi ai clienti e con consumi decrescenti.

La forte contrazione avuta dal settore non poteva non avere delle ricadute in termini occupazionali: -11% nel quinquennio 2010-2014.

Può risultare interessante il dato sull’età anagrafica della forza lavoro all’interno del settore delle TLC: più del 60% ha 40 anni di età (49% nel 2010). Tale dato evidenzia ancor di più la stagnazione in cui versa il settore.

Nonostante la contrazione dei ricavi che gli attori del mercato hanno dovuto subire, aumentano gli investimenti effettuati: 400 milioni in più rispetto al 2013 (+13%).

Tali sforzi sono volti ad innovare ed a migliorare la propria rete e per rispettare i piani elaborati all'interno dell'Agenda Digitale Europea. L'incidenza dei CAPEX sui ricavi, di conseguenza, si attesta al 17%, il dato più alto mai raggiunto da sette anni a questa parte (Osservatorio Digital Innovation, 2015).

All'interno del mercato il ruolo di *incumbent* spetta, senza ombra di dubbio, a Telecom Italia che rappresenta il leader sia nel ramo della rete fissa che in quello della rete mobile. Il settore, infatti, può essere scomposto in due macro-aree:

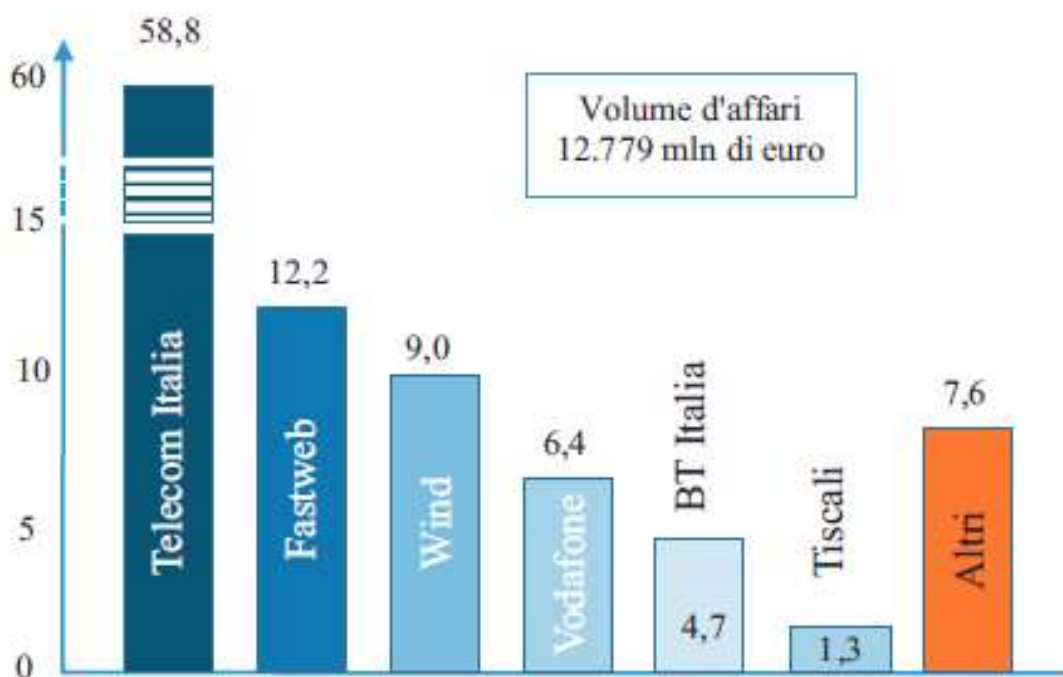
- rete fissa;
- rete mobile.

I dati aggiornati a Giugno 2014 evidenziano un mercato al dettaglio dei servizi di accesso a Internet a banda larga da rete fissa estremamente concentrato.

Sono presenti, infatti, solo 25 imprese di cui solo otto hanno una quota di mercato superiore all'1% e solo quattro di essi superano il 5%. Gli operatori alternativi offrono i servizi a banda larga attraverso infrastrutture proprie e, per la parte terminale della rete, ricorrendo principalmente all'offerta di prodotti di accesso all'ingrosso a banda larga di Telecom Italia di tipo fisico. Telecom Italia detiene il 58,8% del mercato: valore che, seppur in flessione di 1,5 punti percentuali rispetto all'anno precedente (2013), permette all'azienda di avere saldamente sotto controllo il mercato (AGCOM, 2015).

Il principale *competitor*, rappresentato da Fastweb, possiede una quota di mercato solo del 12,2%.

Il grafico riporta i principali attori del mercato e le rispettive *market-shares*.

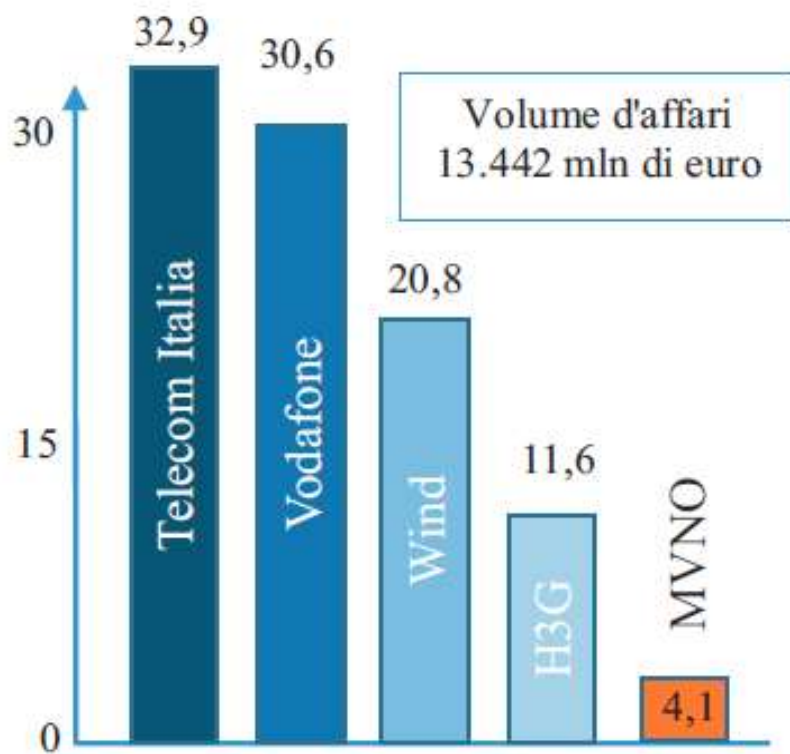


**Grafico 7** – I principali attori di mercato nel ramo della rete fissa

Il settore, come si è già avuto modo di accennare, risulta estremamente concentrato se si pensa che le prime due società detengono una quota di mercato pari al 70%. Il volume di affari per quanto riguarda il settore della rete fissa ammonta a 12.779 milioni di euro.

Per quel che riguarda il settore della telefonia mobile, in Italia, questi è caratterizzato storicamente da una piena concorrenza infrastrutturale tra operatori verticalmente integrati, alla quale si è recentemente aggiunta una crescente disciplina concorrenziale degli operatori virtuali, alcuni dei quali stanno procedendo verso una sempre più intensa infrastrutturazione (passando da ESP a MVNO). Sul mercato, attualmente, sono presenti quattro operatori dotati di reti proprietarie diffuse sull'intero territorio nazionale. Anche in quest'area il ruolo di *market leader* spetta a Telecom Italia, seppur la sua *leadership* non sia troppo marcata. L'azienda possiede il 32,9% del mercato, soli 2,6 punti percentuali sopra rispetto a Vodafone. Anche in questo caso, il mercato risulta essere estremamente concentrato con i primi quattro operatori che detengono il 95,9% del mercato. Nel dettaglio Telecom Italia e Vodafone possiedono rispettivamente il 32,9% e il 30,6% di *market shares*, distanziando nettamente Wind e H3G

ferme, rispettivamente, al 20,8% e all'11,6%. Il grafico sottostante riporta i principali attori del settore e le rispettive quote di mercato.



**Grafico 8** - I principali attori di mercato nel ramo della rete mobile

Gli equilibri di mercato fin qui analizzati sono, tuttavia, destinati a mutare in seguito all'annuncio congiunto, del 6 Agosto 2015, da parte della CK Hutchison Holdings Limited, società di controllo di H3G, e VimpelCom Ltd., società di controllo di Wind, in cui veniva comunicato il raggiungimento di un accordo per una *joint venture* paritetica per la gestione delle loro attività di telecomunicazioni in Italia.

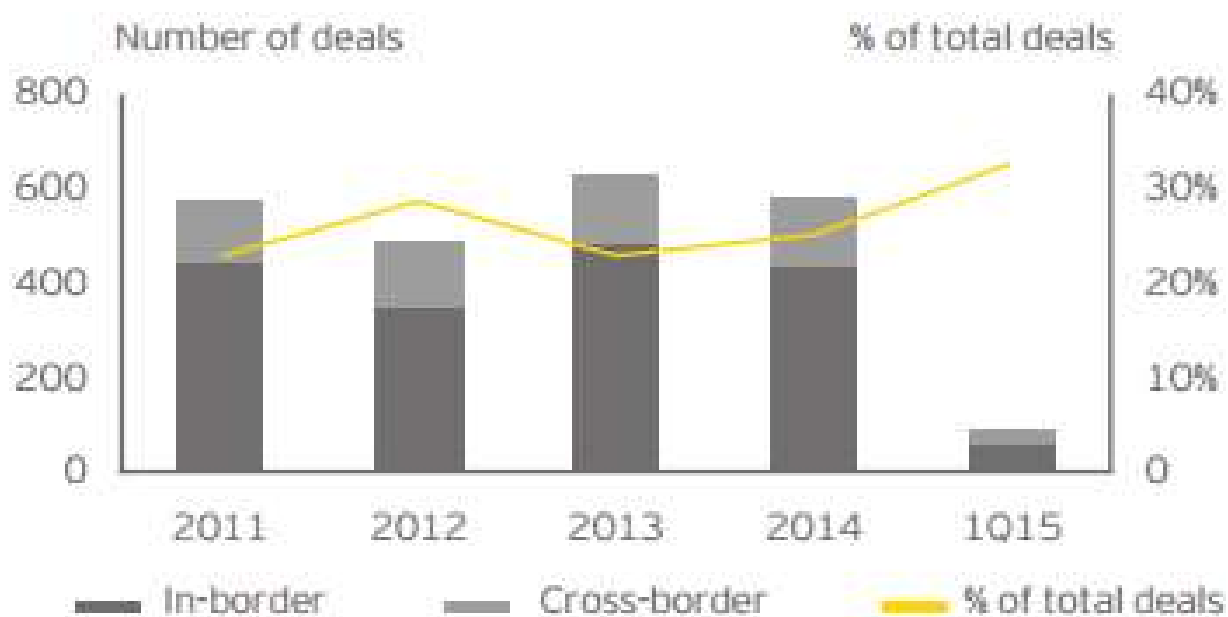
Il nuovo colosso potrà contare su oltre 31 milioni di clienti mobili e 2,8 milioni nel fisso. L'operazione dovrebbe concludersi, secondo i diretti interessati, nell'arco di 12 mesi; tale intervallo temporale tiene conto delle tempistiche necessari per ottenere l'approvazione dell'Antitrust italiano ed europeo. A tal proposito le notizie riportate pochi giorni fa sui giornali indicano nel 18 Agosto la data in cui l'Antitrust europeo si esprimerà in merito alla questione.

Tale operazione si preannuncia come una scelta obbligata da parte delle due società poichè in caso di cattivo esito della fusione vi sarebbero serie conseguenze per le due società.

Wind, infatti, non avrebbe la capacità di operare investimenti in Italia in quanto dispone di una copertura di siti tre volte inferiore a TIM ed addirittura cinque rispetto a Vodafone. Dall'altra parte H3G, che non ha ancora mai generato utile all'interno del mercato italiano, dovrebbe trovare velocemente vie alternative poichè non riesce a generare cassa tale da sostenere il CAPEX necessario a risultare competitiva sul mercato. La fusione appare, dunque l'unico modo, per entrambe le aziende, di continuare a recitare un ruolo da protagonisti all'interno del mercato italiano delle Telecomunicazioni. I ricavi complessivi delle due società nel 2014 ammontavano a 6,4 miliardi di euro e, dal grafico soprastante, avranno una quota di mercato pari al 32,4% per quanto riguarda il mobile e del 15,4% per quel che riguarda il fisso. Tali dati porteranno la neonata compagnia a ricoprire il ruolo di principale competitor di Telecom Italia. Questa nuova *joint venture* si appresta a stravolgere gli equilibri di mercato non solo in Italia, ma anche in Europa, divenendone il quarto operatore principale.

Questa fusione fa parte della nuova ondata di fusioni che sta ridefinendo l'industria delle telecomunicazioni in tutto il mondo. Questo *trend* si è intensificato negli ultimi anni poichè ad oggi vi è la possibilità di sfruttare le sinergie tra operatori di paesi differenti. La valutazione delle sinergie è uno degli aspetti più importanti nel valutare la bontà, o meno, dell'operazione attraverso l'analisi dell'incremento atteso dei ricavi (*revenue synergies*) e della riduzione dei costi (*cost synergies*) (Vulpiani, 2014). La CK Hutchison Holdings Limited e la VimpelCom Ltd. si attendono di realizzare efficienze, in termini di CAPEX e OPEX, per un valore pari a 5 miliardi di euro. La fusione tra H3G e Wind non è l'unico processo di consolidamento in atto nel nostro paese. Il colosso francese Vivendi detiene, al momento, la quota di maggioranza delle azioni di Telecom Italia. Questo ha portato a cambiamenti di management, la rescissione contrattuale con l'ex AD Patuano, ed in futuro potrebbe portare alla nascita di un colosso delle TLC. Il grafico sottostante riporta l'andamento degli accordi di fusione nel corso degli ultimi anni (Ernst&Young, 2014).





*Grafico 9 – Gli accordi di fusione degli ultimi anni*

#### **4.2.5 Analisi su ricavi, EBITDA e prezzo per azione dei principali operatori**

Di seguito vengono riportate tre analisi differenti. La prima di esse riporta l'andamento dei ricavi dei principali attori presenti sul mercato italiano, ad esclusione di British Telecom Italia che non redige nè consolida il bilancio in Italia, in un arco temporale che abbraccia il quinquennio 2011-2015. Si è scelto di considerare un arco di tempo di cinque anni poichè, dato il contesto estremamente mutevole e le congiunture economiche differenti, un intervallo temporale più ampio sarebbe risultato poco significativo in seguito alla presenza di valori molto distanti tra loro. Le società considerate per l'analisi sono:

- Telecom Italia;
- Wind;
- Vodafone;
- Tiscali;
- Fastweb;

- H3G.

Tali società detengono, complessivamente, l'87,7% del mercato della Rete fissa ed il 95,9% del mercato della Rete mobile e, pertanto, compongono un campione decisamente significativo ai fini dell'analisi settoriale. Dall'analisi emerge come Telecom Italia, come già accennato in precedenza, gestisca un volume d'affari enormemente superiore alla concorrenza. Nell'analisi sono stati considerati i ricavi complessivi riportati nei diversi bilanci d'esercizio comprensivi, dunque, sia dei ricavi derivanti dalla divisione Rete fissa, che dalla divisione Rete mobile. Telecom Italia è l'unico operatore ha possedere quote elevate in entrambi i rami del settore, pertanto il divario enorme rispetto alla concorrenza appare perfettamente plausibile. Di seguito vengono riportate le tabelle contenenti i dati utilizzati per la costruzione del grafico, estrapolati dai bilanci delle singole società.

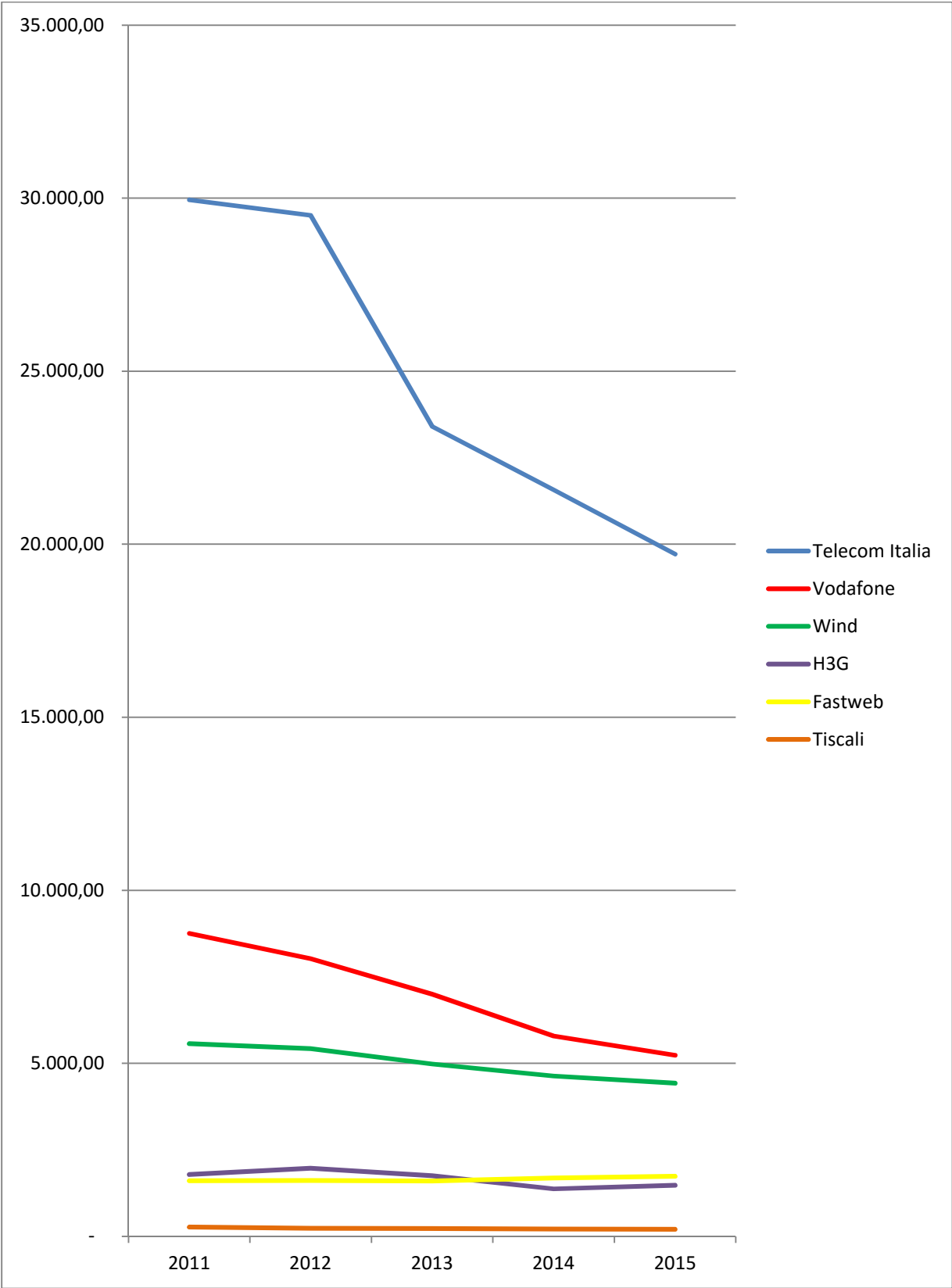
**Tabella 1 – Ricavi dei principali operatori di mercato**

		Ricavi	var%			Ricavi	var%
Telecom Italia	2011	29.957,00	N/A	H3G	2011	1.788,50	N/A
	2012	29.503,00	-2%		2012	1.965,00	10%
	2013	23.407,00	-21%		2013	1.750,00	-11%
	2014	21.573,00	-8%		2014	1.376,00	-21%
	2015	19.718,00	-9%		2015	1.480,00	8%
Vodafone	2011	8.758,00	N/A	Fastweb	2011	1.605,00	N/A
	2012	8.028,00	-8%		2012	1.613,00	0%
	2013	6.997,00	-13%		2013	1.597,00	-1%
	2014	5.790,00	-17%		2014	1.688,00	6%
	2015	5.239,00	-10%		2015	1.736,00	3%
Wind	2011	5.570,00	N/A	Tiscali	2011	267,60	N/A
	2012	5.427,00	-3%		2012	233,80	-13%
	2013	4.983,00	-8%		2013	223,40	-4%
	2014	4.633,00	-7%		2014	212,80	-5%
	2015	4.428,00	-4%		2015	202,00	-5%

Coerentemente con quanto affermato dai diversi studi sopra-citati, il settore sta attraversando un periodo di flessione dei ricavi. Questo discorso vale per tutte le società analizzate che, nel migliore dei casi, hanno registrato una contrazione dei ricavi compresa tra il -1% e il -5%. Il calo dei ricavi è, in larga parte, imputabile ad una diminuzione dei prezzi dei servizi forniti. Il

settore delle TLC è un settore saturo ed estremamente concentrato, caratterizzato dalla presenza di pochi attori che detengono la quasi totalità del mercato. Consci della situazione le imprese hanno intrapreso una lotta basata su politiche di prezzo per riuscire a sottrarre quote di mercato, e dunque clienti, alla concorrenza. Di conseguenza questa "lotta al ribasso" ha portato ad una diminuzione dei ricavi che non è stata compensata da un'altrettanto rapida diminuzione dei costi, come si vedrà successivamente, delle medesime aziende. Le imprese dovrebbero concentrarsi sul monetizzare al meglio i diversi segmenti target che sono raggiunti dai loro servizi, piuttosto che continuare a competere sul prezzo come è stato fatto negli ultimi due decenni (PricewaterhouseCoopers, 2015). L'agenda strategica degli operatori di telefonia, per puntare ad aumentare i ricavi, deve essere guidata dal *customer management*. La sfida consiste nel mettere al centro dei propri progetti i consumatori aumentando l'efficienza e l'agilità della rete per poter competere in un mercato in cui i clienti hanno un gamma sempre più ampia in termini di scelta. La nuova generazione di consumatori, i *millennials*, hanno aspettative enormi nei confronti degli operatori; essi non hanno mai vissuto in un mondo privo del digitale. I manager sono consapevoli di dover incrementare il supporto alla clientela e di dover fornire servizi sempre più personalizzati al fine di creare una fidelizzazione che si protragga nel tempo; il rischio, in caso contrario, è di dover cedere il passo ai cosiddetti *disruptive digital players*. Gli operatori di telefonia devono dimostrare di poter offrire un servizio che abbia un livello qualitativo molto alto attraverso siti piattaforme sia *mobile* che *desktop*, offrendo servizi online. Una delle sfide principali che gli operatori di mercato si trovano a dover affrontare è quella di riuscire a monetizzare la mole di dati di cui dispongono (PricewaterhouseCoopers,2015) I *Big Data* rappresentano il petrolio del terzo millennio. Whatsapp, che aveva nei dati l'unico suo *asset*, è stata pagata 19 miliardi di dollari da parte di Facebook. I dati dei propri clienti, fermo restando la normativa in tema di privacy, possono dunque costituire una ricchezza inestimabile per gli operatori di telefonia che devono trovare il modo di sfruttare questa loro risorsa. Di seguito viene riportato il grafico raffigurante l'andamento dei ricavi dei principali operatori presenti all'interno del mercato delle TLC.

**Grafico 10** – *Andamento dei ricavi dei principali operatori negli ultimi anni*

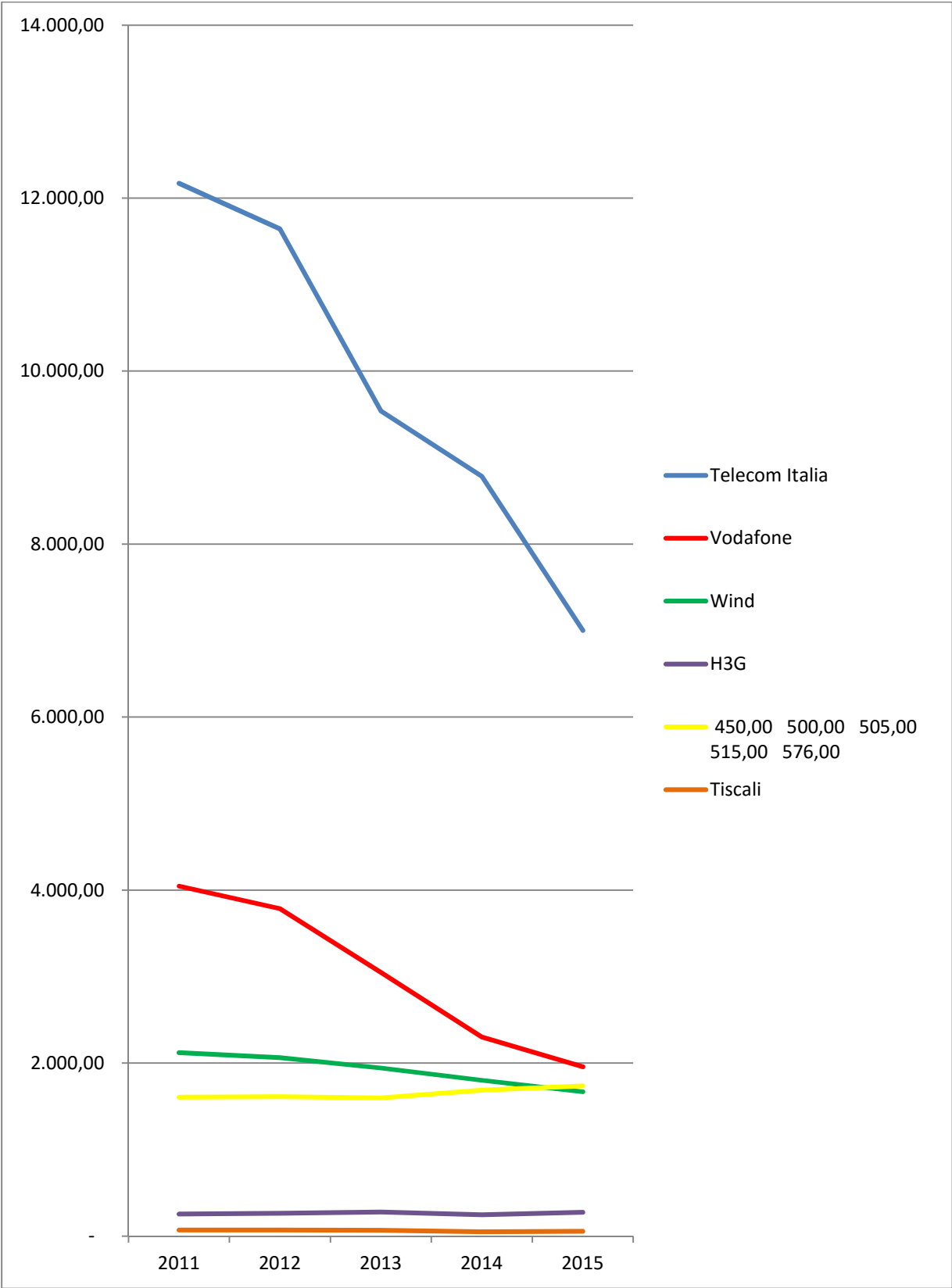


La seconda analisi è stata condotta prendendo come variabile il valore dell'EBITDA. Si è scelto di utilizzare questo indice, altrimenti noto come MOL (margine operativo lordo), poiché rappresenta, in maniera più evidente, come ed in che misura l'azienda sia in grado di generare ricchezza dalla gestione operativa. L'utile o la perdita d'esercizio sono spesso influenzati da politiche di bilancio secondo la discrezionalità di chi redige lo stesso o risentono di eventi straordinari non ricorrenti; il MOL, al contrario, è pressochè immune da queste influenze e risulta, in alcuni casi, assai più significativo dell'utile/perdita d'esercizio. Il MOL esprime la capacità dell'azienda di creare valore attraverso il suo *core business*. Come ci si poteva attendere, anche in questo caso il divario fra Telecom Italia ed i competitors risulta considerevole. L'EBITDA delle sei aziende risulta in continuo calo nel corso degli anni, in particolar modo per quel che riguarda il leader di mercato, Telecom Italia. Nel complesso, dall'analisi effettuata, emerge come al diminuire dei ricavi non corrisponda una diminuzione dei costi: in caso contrario l'EBITDA, frutto della sottrazione tra ricavi e costi, non farebbe registrare variazioni negative. Di seguito vengono, riportati il grafico e le tabelle contenenti i dati utilizzati per la costruzione dello stesso.

**Tabella 2 – EBITDA dei principali operatori di mercato**

		EBITDA	var%			EBITDA	var%
Telecom Italia	2011	12.171,00	N/A	H3G	2011	256,00	N/A
	2012	11.645,00	-4%		2012	264,00	3%
	2013	9.540,00	-18%		2013	279,00	6%
	2014	8.786,00	-8%		2014	248,00	-11%
	2015	7.004,00	-20%		2015	276,00	11%
Vodafone	2011	4.048,00	N/A	Fastweb	2011	450,00	N/A
	2012	3.786,00	-6%		2012	500,00	11%
	2013	3.050,00	-19%		2013	505,00	1%
	2014	2.302,00	-25%		2014	515,00	2%
	2015	1.958,00	-15%		2015	576,00	12%
Wind	2011	2.120,00	N/A	Tiscali	2011	71,70	N/A
	2012	2.063,00	-3%		2012	70,60	-2%
	2013	1.944,00	-6%		2013	67,10	-5%
	2014	1.804,00	-7%		2014	49,10	-27%
	2015	1.671,00	-7%		2015	56,20	14%

**Grafico 11 – Andamento dei ricavi dei principali operatori negli ultimi anni**



Un'ulteriore analisi settoriale può essere condotta osservando l'andamento delle società che compongono il settore sui mercati quotati. L'obiettivo del paragrafo era quello di analizzare il mercato delle TLC in Italia e pertanto alcune società, che compongono il campione analizzato fin ora, non possono essere prese in considerazione perchè non quotate sulla Borsa di Milano.

Nel dettaglio:

- Vodafone Italia fa parte del Gruppo Vodafone, quotato sulla Borsa di Londra e di New York;
- Wind fa parte del Gruppo Vimplecom, quotato sulla Borsa di New York;
- H3G fa parte del Gruppo Hutchison Whampoa, quotato sulla borsa di Hong Kong;
- Fastweb fa parte del Gruppo Swisscom, quotato sulla Borsa di Zurigo.

Delle sei società che costituivano il panel oggetto dello studio, solo Telecom Italia e Tiscali risultano quotate sulla Borsa di Milano, tuttavia solo la prima è presente all'interno dell'indice FTSE Italia Telecomunicazioni. Tale indice è un indicatore settoriale che rappresenta, in maniera assai fedele, l'andamento complessivo del mercato di riferimento. Questi indici di settore convergono a formare il FTSE Italia All-Share che fornisce agli investitori un set informativo grazie al quale misurare l'andamento dei principali settori industriali e del mercato di capitali a livello nazionale. Il FTSE Italia All-Share include, nella sua stima, il 95% del mercato azionario della Borsa di Milano e, a ragione, viene tenuto in grande considerazione da tutti gli operatori finanziari (Saunders, Millon Cornett, Anolli, Alemanni, 2010). L'indice che riguarda il settore delle Telecomunicazioni è composto da solo quattro società:

- Telecom Italia;
- INWIT;
- Acotel Group;
- Retelit.

Di queste solo la prima può definirsi un operatore telefonico in quanto INWIT, *spin-off* di Telecom Italia e da questa controllata, possiede soltanto i siti di trasmissione, ma non trasmette in prima persona, e le ultime due società hanno il loro *core business* nella trasmissione dati piuttosto che nella telefonia.

Tiscali fa parte anch'essa di un indice settoriale: il FTSE Italia Tecnologia. Di quest'indice fa parte anche un'altra importante società di cui si parlerà nel prossimo capitolo: EI Tower, proprietaria dell'infrastruttura che supporta la trasmissione del segnale di Mediaset.

Di seguito viene riportato il grafico raffigurante l'andamento dell'indice settoriale negli ultimi anni.

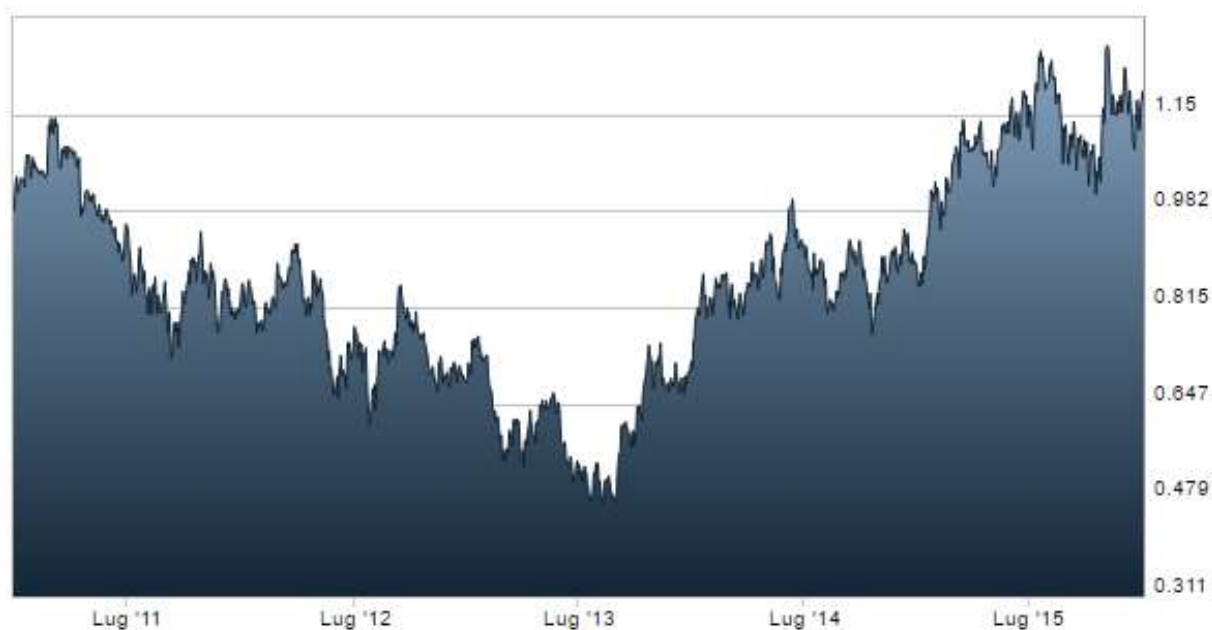
*Grafico 12- Andamento dell'indice settoriale*



Nonostante i bilanci aziendali delle imprese mostrino una contrazione dei ricavi e dell'EBITDA, in particolare per Telecom Italia, il valore dell'indice è continuato a salire nel corso del quinquennio analizzato. Il mercato, dunque, tende a dare fiducia al settore consapevole della sua importanza strategica per qualsiasi nazione. Questo andamento risulta pressochè identico a quello tenuto, nello stesso periodo da Telecom Italia a riprova della grande capacità dell'indice settoriale di rappresentare l'andamento del mercato. Il grafico rappresenta l'andamento delle azioni di Telecom Italia nello stesso arco di tempo considerato sopra (Gennaio 2011 - Dicembre 2015).



**Grafico 13 – Andamento delle azioni di Telecom Italia**



Anche in questo caso gli investitori premiano la società al di là di quelli che possono essere i dati di bilancio presentati a conclusione dei diversi esercizi. Ancora più significativo risulta il confronto tra i valori di bilancio già analizzati precedentemente ed il prezzo medio delle azioni su base annua. Ai fini del calcolo di tale valore sono stati considerati i prezzi di chiusura dei 12 mesi dell'anno, in un arco temporale che va dal 2011 al 2015 inclusi (60 valori). Successivamente sono state calcolate le medie annue. Lo stesso procedimento è stato adottato per il calcolo delle variazioni percentuali: una volta calcolata la variazione percentuale tra un mese e l'altro ne è stata calcolata la media, ottenendo così un tasso di variazione medio. In fondo al capitolo (Allegato 1) sono riportati tutti i dati utilizzati.

**Tabella 3 – Ricavi e prezzo/azione di Telecom Italia**

	Ricavi	var%	EBITDA	var%	prezzo/azione	var%
2011	29.957,00	N/A	12.171,00	N/A	0,9443	-2%
2012	29.503,00	-2%	11.645,00	-4%	0,7600	-1%
2013	23.407,00	-21%	9.540,00	-18%	0,6190	1%
2014	21.573,00	-8%	8.786,00	-8%	0,8835	2%
2015	19.718,00	-9%	7.004,00	-20%	1,1303	3%

Le colonne in giallo riportano i dati delle variazioni percentuali delle variabili considerate: ricavi, EBITDA e il prezzo/azione. Come si può notare sia i ricavi che l'EBITDA mostrano *trend* decrescenti contrariamente al prezzo medio per azione. Il mercato, evidentemente, tende a dare fiducia all'operatore facendo leva sul fatto che un colosso come Telecom Italia, anche alla luce delle recenti vicende societarie, non può non avere le carte in regola per fuoriuscire dalla crisi, agevolato da un contesto macro-economico che appare sempre più roseo.

Le osservazioni effettuate in merito all'andamento del valore delle azioni di Telecom Italia, valgono anche per le azioni di Tiscali: anche per la società sarda, a fronte di un calo dell'EBITDA e dei ricavi, il prezzo medio annuo per azione sale. In questo caso il *trend* è addirittura più accentuato rispetto a Telecom Italia, con il prezzo azionario che fa registrare una crescita negativa solo nel 2011. L'analisi è stata condotta con le medesime modalità dello studio precedente: sono stati considerati i prezzi di chiusura dei 12 mesi dell'anno, in un arco temporale che va dal 2011 al 2015 inclusi (60 valori). Lo stesso procedimento è stato adottato per il calcolo delle variazioni percentuali: una volta calcolata la variazione percentuale tra un mese e l'altro ne è stata calcolata la media. In fondo al capitolo (Allegato 2) sono riportati i dati utilizzati.

**Tabella 4 – Ricavi e prezzo/azione di Tiscali**

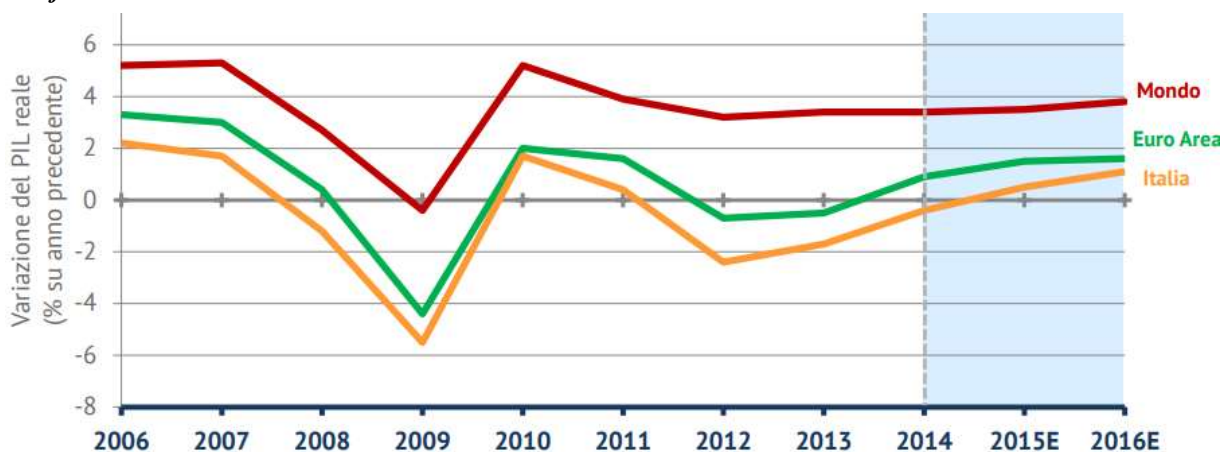
	Ricavi	var%	EBITDA	var%	prezzo/azione	var%
2011	267,60	N/A	71,70	N/A	0,0622	-8%
2012	233,80	-13%	70,60	-2%	0,0371	2%
2013	223,40	-4%	67,10	-5%	0,0416	2%
2014	212,80	-5%	49,10	-27%	0,0588	4%
2015	202,00	-5%	56,20	14%	0,0595	1%

Per entrambe le società occorre ricordare che il valore delle azioni non rappresenta il valore della società. Il prezzo è determinato secondo la regola base di un mercato concorrenziale: il prezzo si determina nel momento in cui la domanda incontra l'offerta. Di conseguenza i prezzi delle azioni sono estremamente suscettibili anche ad eventi che poco hanno a che fare con l'attività ed il settore dell'impresa, ma che colpiscono l'opinione pubblica (es. eventuali scandali/gossip che riguardino la dirigenza, ecc...).

### 4.3 Il settore delle Telecomunicazioni in Europa

Il contesto macro-economico sfavorevole ha causato una contrazione dei ricavi anche nel resto dei mercati europei. Il mercato inglese ha visto ridurre il proprio valore di 3,4 miliardi di euro negli ultimi cinque anni, pari all'8,2% del valore complessivo. Nello stesso intervallo di tempo Francia, Germania e Spagna perdevano rispettivamente 9, 4,6 e 9,2 miliardi di euro (il 17%, l'8,2% ed il 26% del totale). Il calo ha riguardato, principalmente, il segmento della Rete fissa, mentre per il crollo della Rete Mobile ha riguardato i mercati francese e spagnolo (Assotelecomunicazioni, 2015). Dai dati emerge come, ad eccezione della Spagna, i grandi paesi europei siano riusciti ad affrontare la crisi in maniera più efficace rispetto al nostro Paese. Il PIL dell'Eurozona, d'altronde, si è mantenuto su livelli più elevati rispetto a quello italiano e questo fa sì che l'intero mercato oltreconfine se ne sia giovato. Il grafico riporta l'andamento del PIL europeo (ad eccezione della Germania in quanto troppo distante rispetto alla media), italiano e mondiale degli ultimi anni (Fondo Monetario Internazionale, 2015).

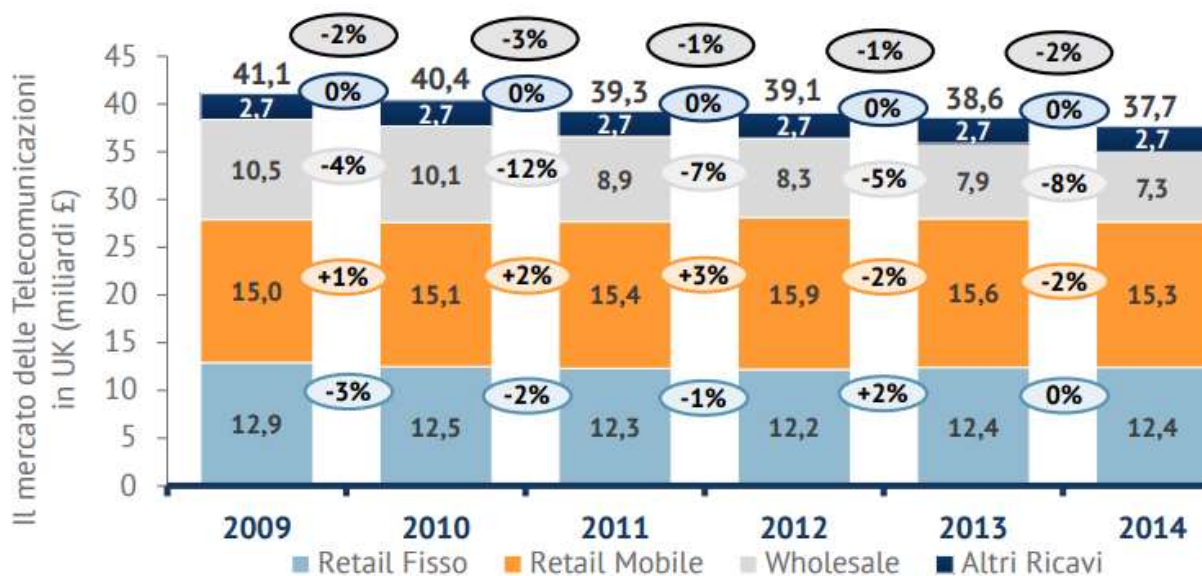
Grafico 14 – Andamento del PIL



Il settore delle Telecomunicazioni inglese ha mostrato un *trend* decrescente negli ultimi anni, anche se le perdite registrate dal settore risultano assai contenute. Queste oscillano, infatti, in un intervallo compreso tra il -3% e il -1%. La fonte di ricavo principale, in riferimento al 2014, risulta essere il *retail mobile*, che genera circa il 40% del volume d'affari complessivo. Nel complesso il settore delle TLC ha generato un fatturato di 37,7 miliardi di euro. Di seguito è

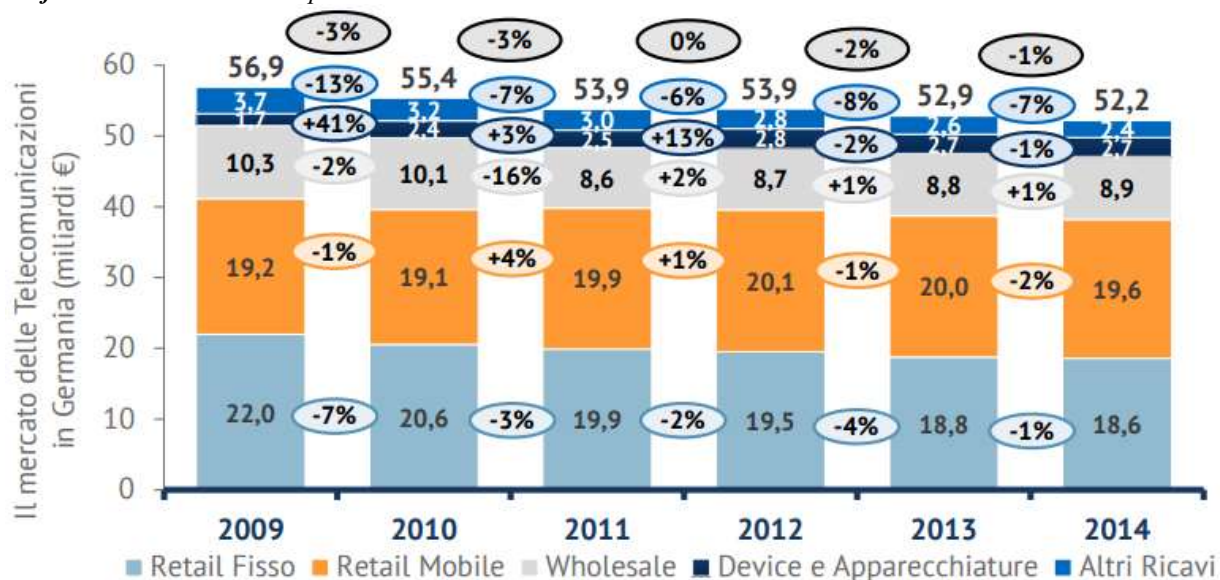
riportato un grafico a barre che mostra l'andamento del mercato negli ultimi anni ed il peso di ciascuna componente di ricavo (Office of Communication, 2015).

**Grafico 15** – Andamento e ripartizione dei ricavi nel mercato inglese



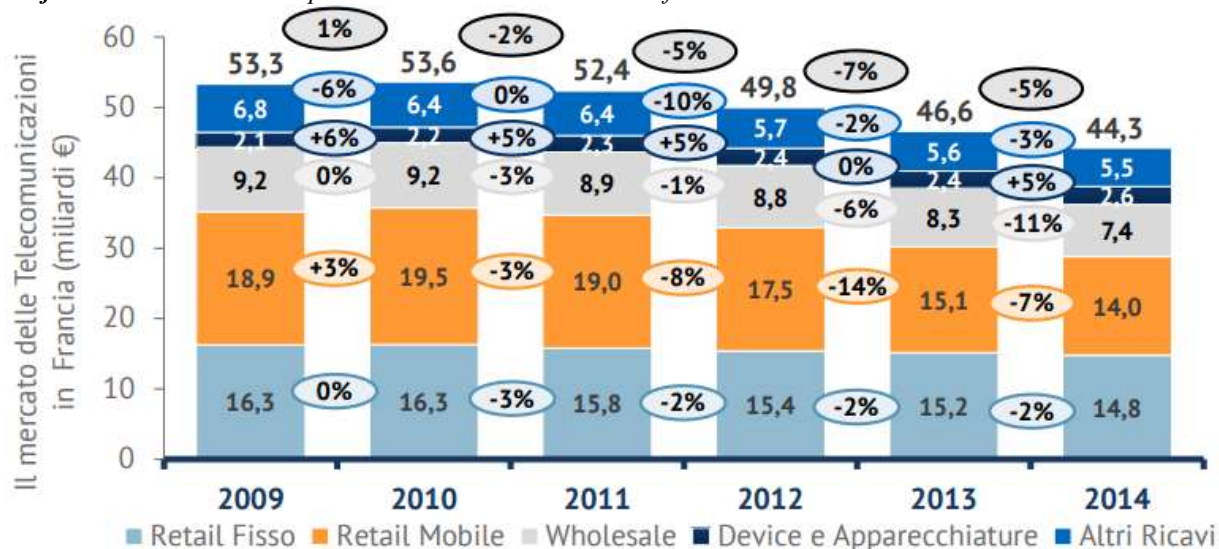
Per quanto riguarda il mercato tedesco, questo si conferma uno dei più ricchi a livello continentale con un volume complessivo di ricavi pari a 52,2 miliardi di euro (FY 2014). Nonostante sia il mercato più ricco d'Europa, anch'esso fa registrare, nel corso degli ultimi sei anni, un calo di circa 9 punti percentuali. Durante quest'intervallo temporale sono mutati i pesi delle diverse componenti di ricavo. La componente *retail* fisso perde circa il 15% del suo valore, mentre resta costante il peso della componente *retail mobile*. Di seguito è riportato un grafico a barre che mostra l'andamento del mercato negli ultimi anni ed il peso di ciascuna componente di ricavo (Bundesnetzagentur, 2015).

**Grafico 16 – Andamento e ripartizione dei ricavi nel mercato tedesco**



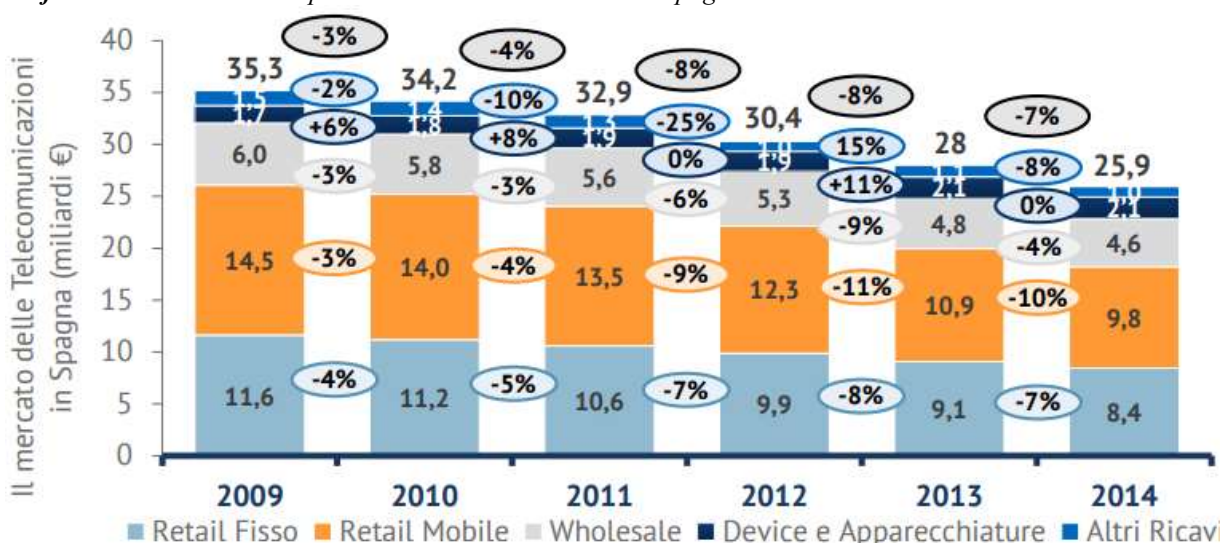
Il mercato francese, invece, è stato uno degli ultimi ad adeguarsi al *trend* decrescente che ha caratterizzato il settore a livello europeo. Tra il 2009 e il 2010 il volume d'affari generato è rimasto stabile (+0,6%), ma dal 2011 ha bruciato 9,3 miliardi di euro, una cifra pari al 17% del valore iniziale. Dall'analisi emerge un autentico crollo della voce *retail mobile*, che passa dal generare ricavi per 19,5 miliardi nel 2010, ai 14 del 2014. Questo calo è imputabile, in parte, alla battaglia sui prezzi avviata dagli operatori in seguito all'ingresso, nel 2012, di un nuovo *competitor* (Free Mobile). Di seguito è riportato il grafico che evidenzia l'andamento del settore in Francia (Autorité de Régulation des Communications Électroniques et des Postes, 2015).

**Grafico 17 – Andamento e ripartizione dei ricavi nel mercato francese**



L'ultimo mercato analizzato è quello spagnolo che registra tassi di calo simili al mercato italiano in termini percentuali, tuttavia il valore generato dal settore ammonta, al 2014, a 25,9 miliardi di euro, assai distanti dai 42 generati dal mercato italiano: dai dati si evince come il contesto delle TLC in Spagna sia assai meno sviluppato rispetto ai principali paesi europei. Il crollo dei ricavi è stato particolarmente accentuato nel 2013 in seguito all'inizio di una politica aggressiva di *pricing* finalizzata ad acquisire quote di mercato: la diminuzione dei ricavi è stata di quasi 10 miliardi di euro (il 26% del totale). Il grafico mostra l'andamento del mercato negli ultimi anni (Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia, 2015).

**Grafico 18 – Andamento e ripartizione dei ricavi nel mercato spagnolo**



## 4.4 Conclusioni

Come si è avuto modo di constatare nel capitolo, il settore delle TLC sta attraversando un periodo di grande recessione. Il calo complessivo dei ricavi risulta particolarmente accentuato in quei paesi, come Italia e Spagna, che versano in un periodo di profonda crisi economica. I dati riportati nel corso dello studio riflettono, infatti, un legame molto stretto tra l'andamento economico generale e l'andamento del settore delle TLC. Nel corso degli studi effettuati è emerso, inoltre, come non vi sia un legame univoco che leghi i dati di bilancio al prezzo delle azioni. Il caso Telecom Italia risulta emblematico: anche a fronte di un *trend* negativo inerente l'EBITDA, il prezzo delle azioni è continuato a salire. La spiegazione a tale stranezza, verosimilmente, risiede, come riportato in precedenza, nel fatto che il valore delle azioni derivi dalla più nota delle leggi micro-economiche: il prezzo è fissato nel momento in cui la domanda incontra l'offerta. D'altra parte occorre ricordare come i bilanci possano essere influenzati da eventi non ricorrenti intervenuti nel corso dell'anno (anche se l'EBITDA risulta essere uno degli indici meno influenzati da attività che esulino la normale operatività aziendale). La crisi economica non è, tuttavia, l'unica sfida a caratterizzare il settore. Negli ultimi anni si è assistito alla nascita di molteplici *App* (Whatsapp, Skype e Viber), le quali hanno rivoluzionato il mercato. Queste aziende sono caratterizzate da strutture organizzative estremamente flessibili e sostengono costi infinitamente inferiori rispetto ai tradizionali operatori telefonici. Whatsapp, al momento dell'acquisizione da parte di Facebook, impiegava 52 dipendenti e deteneva un parco clienti di 450 milioni di persone: 1 dipendente ogni 8.653.000 clienti! Gli operatori di telefonia devono adeguarsi in maniera più rapida alla *digital revolution* che caratterizzerà i prossimi anni. Questa attività di adattamento alla nuova realtà digitale richiede forti investimenti (che non sono mancati nel corso di questi anni) da cui la propensione degli operatori a mettere in atto un numero sempre crescente di operazioni di M&A. Nonostante la crisi che ha colpito il settore abbia provocato una forte contrazione dei ricavi, le Telecomunicazioni continuano a costituire un'area altamente strategica per lo sviluppo di un paese, da cui l'attenzione e gli sforzi che i diversi Stati e l'Unione Europea stanno facendo per far sì che il settore possa tornare a costituire un traino per l'economia.

## Allegato 1

Le tabelle mostrano i prezzi mensili degli ultimi cinque anni delle azioni Telecom Italia. Sotto l'anno, sono riportati il prezzo medio mensile e la variazione percentuale mensile.

		prezzo azione	var%			prezzo azione	var%
<b>2011</b>	gennaio	1,0380	N/A	<b>2012</b>	gennaio	0,7775	-6%
<b>media annua</b>	febbraio	1,1320	9%	<b>media annua</b>	febbraio	0,865	11%
0,9443	marzo	1,0850	-4%	0,7600	marzo	0,8915	3%
<b>var%</b>	aprile	1,0170	-6%	<b>var%</b>	aprile	0,8585	-4%
-2%	maggio	0,9855	-3%	-1%	maggio	0,6675	-22%
	giugno	0,9595	-3%		giugno	0,7805	17%
	luglio	0,8775	-9%		luglio	0,6650	-15%
	agosto	0,8445	-4%		agosto	0,7400	11%
	settembre	0,8195	-3%		settembre	0,7800	5%
	ottobre	0,8995	10%		ottobre	0,7105	-9%
	novembre	0,8425	-6%		novembre	0,7005	-1%
	dicembre	0,831	-1%		dicembre	0,6830	-2%

		prezzo azione	var%			prezzo azione	var%
<b>2013</b>	gennaio	0,7320	7%	<b>2014</b>	gennaio	0,8250	14%
<b>media annua</b>	febbraio	0,5655	-23%	<b>media annua</b>	febbraio	0,8235	0%
0,6190	marzo	0,5510	-3%	0,8835	marzo	0,8560	4%
<b>var%</b>	aprile	0,6425	17%	<b>var%</b>	aprile	0,9235	8%
1%	maggio	0,5990	-7%	2%	maggio	0,9110	-1%
	giugno	0,5340	-11%		giugno	0,9250	2%
	luglio	0,5085	-5%		luglio	0,8650	-6%
	agosto	0,5295	4%		agosto	0,8755	1%
	settembre	0,6100	15%		settembre	0,9075	4%
	ottobre	0,7175	18%		ottobre	0,9025	-1%
	novembre	0,7180	0%		novembre	0,9060	0%
	dicembre	0,7210	0%		dicembre	0,8820	-3%

		prezzo azione	var%
<b>2015</b>	gennaio	1,0330	17%
<b>media annua</b>	febbraio	1,0660	3%
1,1303	marzo	1,0930	3%
<b>var%</b>	aprile	1,0590	-3%
3%	maggio	1,1160	5%
	giugno	1,1380	2%
	luglio	1,2050	6%
	agosto	1,0830	-10%
	settembre	1,1020	2%
	ottobre	1,2690	15%
	novembre	1,2240	-4%
	dicembre	1,1750	-4%



## Allegato 2

Le tabelle mostrano i prezzi mensili degli ultimi cinque anni delle azioni Tiscali. Sotto l'anno, sono riportati il prezzo medio mensile e la variazione percentuale mensile.

		prezzo azione	var%			prezzo azione	var%
<b>2011</b>	gennaio	0,0896	N/A	<b>2012</b>	gennaio	0,0356	5%
<b>media annua</b>	febbraio	0,0850	-5%	<b>media annua</b>	febbraio	0,0406	14%
0,0622	marzo	0,0761	-10%	0,0371	marzo	0,0420	3%
<b>var%</b>	aprile	0,0791	4%	<b>var%</b>	aprile	0,0354	-16%
-8%	maggio	0,0712	-10%	2%	maggio	0,0324	-8%
	giugno	0,0633	-11%		giugno	0,0311	-4%
	luglio	0,0614	-3%		luglio	0,0285	-8%
	agosto	0,0510	-17%		agosto	0,0311	9%
	settembre	0,0470	-8%		settembre	0,0425	37%
	ottobre	0,0500	6%		ottobre	0,0450	6%
	novembre	0,0390	-22%		novembre	0,0428	-5%
	dicembre	0,0339	-13%		dicembre	0,0385	-10%

		prezzo azione	var%			prezzo azione	var%
<b>2013</b>	gennaio	0,0499	30%	<b>2014</b>	gennaio	0,0427	0%
<b>media annua</b>	febbraio	0,0398	-20%	<b>media annua</b>	febbraio	0,0732	71%
0,0416	marzo	0,0396	-1%	0,0588	marzo	0,0741	1%
<b>var%</b>	aprile	0,0420	6%	<b>var%</b>	aprile	0,0737	-1%
2%	maggio	0,0427	2%	4%	maggio	0,0695	-6%
	giugno	0,0358	-16%		giugno	0,0584	-16%
	luglio	0,0383	7%		luglio	0,0579	-1%
	agosto	0,0378	-1%		agosto	0,0529	-9%
	settembre	0,0401	6%		settembre	0,0507	-4%
	ottobre	0,0439	9%		ottobre	0,0422	-17%
	novembre	0,0470	7%		novembre	0,0584	38%
	dicembre	0,0428	-9%		dicembre	0,0524	-10%

		prezzo azione	var%
<b>2015</b>	gennaio	0,0541	3%
<b>media annua</b>	febbraio	0,0596	10%
0,0595	marzo	0,0654	10%
<b>var%</b>	aprile	0,0667	2%
1%	maggio	0,0640	-4%
	giugno	0,0530	-17%
	luglio	0,0606	14%
	agosto	0,0598	-1%
	settembre	0,0521	-13%
	ottobre	0,0609	17%
	novembre	0,0597	-2%
	dicembre	0,0577	-3%

## 5. Il caso Telecom Italia – INWIT

### 5.1 Introduzione

INWIT nasce nel Gennaio del 2015 con lo scopo di gestire il ramo d'azienda di Telecom Italia riguardante i siti che ospitano gli apparati di trasmissione dei diversi operatori di telefonia sparsi su tutto il territorio nazionale.

Questa operazione è di importanza fondamentale per il futuro sviluppo del settore in cui operano i cosiddetti *Tower Operators*. La nascita e la successiva quotazione di INWIT, infatti, implicano l'entrata in scena di un *player* di mercato in grado di giocare un ruolo da protagonista.

Vi sono state diverse speculazioni riguardanti il futuro di INWIT. L'ipotesi più accreditata dagli esperti risulta essere quella della cessione della società da parte di Telecom Italia ad un altro operatore del settore.

La favorita, in caso di cessione della società, appare essere Cellnex Telecom che ha già iniziato ad investire nel settore in Italia attraverso l'acquisizione di Galata, la società responsabile della gestione delle torri di trasmissione di Wind (Festa, 2016).

Quest'ultima parte dell'elaborato si ripropone di analizzare nel dettaglio le motivazioni che hanno spinto il CDA di Telecom Italia a pianificare la nascita di INWIT e gli effetti che questa ha avuto sull'economia del Gruppo.

Il capitolo risulta suddiviso in sei paragrafi che uniti forniscono una visione a 360 gradi dell'operazione che ha visto come protagonista il principale operatore nazionale del settore delle Telecomunicazioni.

Il primo paragrafo si preoccupa di delineare le premesse che hanno caratterizzato l'operazione di *spin-off*, che ha portato alla nascita di INWIT. Nel corso di questo paragrafo viene fornita una panoramica generale sulla situazione economico-finanziaria e strategica di Telecom Italia. Il secondo paragrafo riporta una descrizione dettagliata di quella che è stata l'operazione di conferimento del ramo d'azienda.

Successivamente è stato ritenuto opportuno dedicare parte del capitolo all'analisi specifica del settore dei *Tower Operator* con lo scopo di delinearne al meglio le peculiarità e l'importanza che questo ricopre per tutte gli operatori che incentrano la propria attività sulla trasmissione di un segnale radio.

Il quarto paragrafo è incentrato sullo studio della situazione finanziaria della neonata società con lo scopo di comprendere le grandezze contabili che costituiscono INWIT. Il paragrafo fornisce inoltre alcune considerazioni sul processo di quotazione che ha interessato INWIT e paragona il titolo della *newco* con le azioni della casa-madre.

La penultima parte del capitolo riguarda il razionale strategico sottostante l'operazione che ha portato alla nascita dell'operatore. In particolare si è scelto di considerare e studiare gli effetti positivi che l'operazione ha avuto sul bilancio di Telecom Italia. Accanto a quest'analisi di tipo quantitativo, è stata svolta un'analisi più strategica dell'operazione evidenziandone punti di forza e criticità.

L'ultimo paragrafo riporta alcuni possibili scenari che potrebbero realizzarsi di qui a breve, evidenziando le ripercussioni tanto per INWIT quanto per Telecom Italia.

Data l'estrema attualità del tema ed il continuo susseguirsi di notizie è risultato estremamente difficile reperire una letteratura che potesse risultare di supporto alla stesura del capitolo.

La bibliografia per l'ultima parte dell'elaborato è costituita principalmente da articoli pubblicati su giornali specializzati e dai dati estrapolati dai bilanci e dalle relazioni finanziarie redatte periodicamente dalle società citate.

Per quanto riguarda i dati riguardanti l'andamento in borsa di Telecom Italia ed INWIT, questi sono stati raccolti dal sito di Borsa Italiana.

## 5.2 Le premesse dell'operazione

La nascita e la successiva vendita (seppur della sola quota di minoranza) di INWIT è solo l'ultima, in ordine di tempo, delle tante operazioni messe in atto da Telecom Italia per reperire fondi al fine di ridurre il proprio debito e per razionalizzare e valorizzare il proprio portafoglio di attività. Tra queste possono essere ricordate la cessione di Sirti (2000), Telecom Argentina (2016), MTV (2013), La7 (2013), ecc..

Al fine di comprendere meglio i settori e le imprese che compongono il *panel* di attività di Telecom Italia, può risultare utile costruire una matrice di portafoglio.

Le matrici di portafoglio sono un'importante strumento a disposizione del management per valutare correttamente aspetti fondamentali della vita di un'impresa quali: posizione competitiva, allocazione risorse, strategie operative. Le matrici di portafoglio più comunemente utilizzate sono:

- matrice BCG;
- matrice McKinsey;
- matrice Arthur D. Little;
- matrice di Marakon (o di redditività).

Tutte queste matrici sono caratterizzate da due dimensioni: interna ed esterna. La prima dimensione analizza la capacità competitiva di un *business* all'interno del mercato, mentre la seconda dimensione si preoccupa di determinare il livello di attrattività del mercato di cui il *business* fa parte (Cecchi, 2001).

Per analizzare le differenti attività che compongono il portafoglio di Telecom si è scelto di utilizzare la matrice Arthur D. Little. Tale matrice individua come dimensione esterna la fase del ciclo di vita del settore su cui il *business* insiste e come dimensione interna la posizione competitiva di cui gode l'impresa all'interno del mercato. Con riferimento ai diversi business

di Telecom Italia ed ai dati riportati dai diversi bilanci d'esercizio si è delineata la seguente matrice.

**Tabella 1** – La matrice Arthur D. Little

POSIZIONE COMPETITIVA	FASE DEL CICLO DI VITA			
	<i>Embrionale</i>	<i>Crescita</i>	<i>Maturità</i>	<i>Declino</i>
<i>Dominante</i>		<ul style="list-style-type: none"> <li>●Dati</li> <li>●Telecom Italia Sparkle</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●Voce</li> </ul>	
<i>Forte</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>●INWIT</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>●Telecom Brasiel</li> </ul>	
<i>Favorevole</i>				
<i>Difendibile</i>				
<i>Debole</i>			<ul style="list-style-type: none"> <li>●Olivetti</li> <li>●Persidera</li> </ul>	
<i>Insostenibile</i>				

Si è già avuto modo di discutere abbondantemente, nel precedente capitolo, riguardo alla consolidata *leadership* detenuta da Telecom Italia, almeno a livello nazionale, nel settore di trasmissione della voce e dei dati. All'interno della matrice questi due *business* saranno accumulati da una posizione competitiva di tipo dominante ma, se il settore di trasmissione dei dati sta conoscendo una fortissima crescita (come si vedrà di seguito), il settore di trasmissione della voce, sia fissa che mobile, risulta aver raggiunto la sua piena maturità. Per quanto riguarda Telecom Italia Sparkle, questa è un ramo d'azienda di Telecom che si occupa della gestione dei cavi di trasmissione dei dati posti in fondo al Mediterraneo. Anche in questo settore Telecom rappresenta il principale *player* di mercato. Per quanto riguarda INWIT il suo ruolo all'interno del settore dei *Tower Operators* sarà analizzato nel dettaglio successivamente. Si può, tuttavia, accennare a come questo tipo di *business* sia in una fase iniziale di sviluppo in quanto le società hanno da poco realizzato il valore potenziale di questo settore. Benché INWIT sia senza ombra di dubbio uno dei principali attori del mercato di riferimento non può essere definita il *leader*

di mercato. All'interno del portafoglio di attività detenute da Telecom Italia figurano società come Olivetti e Persidera che ricoprono un ruolo del tutto marginale sia all'interno del proprio mercato di appartenenza che all'interno del Gruppo Telecom Italia.

Uno dei grandi problemi, se non il principale, che affligge il Gruppo Telecom, e che costituisce uno dei *driver* principali al momento di implementare operazioni di dismissione o di *spin-off*, consiste nell'ammontare del debito che frena ogni tentativo di crescita. Due possono essere considerati gli eventi che hanno visto l'indebitamento finanziario netto di Telecom crescere in maniera esponenziale:

- 2003 – fusione Telecom Italia/Olivetti: il debito di Telecom Italia passa da 18.118 milioni di euro a 33.346 milioni di euro;
- 2005 – fusione Telecom Italia/TIM: il debito di Telecom Italia passa da 29.525 milioni di euro a 39.858.

Si parla, dunque, di un incremento di debito pari, rispettivamente, a +46% e +26%! Tale ammontare di debito comporta oneri finanziari ingenti: la voce corrispondente di bilancio ammonta, nel 2015, a ben 5,281 miliardi di euro a fronte di un EBIT di circa 7 miliardi. La voce "Oneri finanziari" costituisce la seconda voce di costo all'interno del bilancio di Telecom Italia dopo la voce "Acquisti di materie e servizi" e seguita dalla voce "Ammortamenti" (pari a circa 4 miliardi di euro). Nel corso degli ultimi 10 anni Telecom è riuscita a ridurre il proprio debito riassetandosi sui livelli antecedenti alla fusione con TIM. La tabella ed il grafico sottostante riportano il *trend* dell'indebitamento finanziario netto di Telecom Italia.

**Tabella 2** -Andamento dell'indebitamento di Telecom Italia

	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
indebitamento	28.475	28.021	27.942	29.053	30.819	32.087	34.747	34.039	35.701	37.301
var %	2%	0%	-4%	-6%	-4%	-8%	2%	-5%	-4%	

Come si evince dai dati nel corso degli anni il management è stato in grado di ridurre il debito di ben 24 punti percentuali. Tale riduzione, tuttavia, è avvenuta attraverso considerevoli dismissioni e cessioni di attività, specialmente per quanto riguarda il patrimonio immobiliare del Gruppo e le sue attività oltreconfine. L'ultima, in ordine di tempo, riguarda la *branch* argentina del Gruppo che nel corso del triennio 2014-2016 ha portato nelle casse societarie 960 milioni di dollari.

Tutte queste operazioni, inoltre, hanno portato Telecom Italia a concentrarsi sempre di più sul proprio *core business* attraverso una strategia di focalizzazione finanziata con i fondi reperiti da operazioni di scissione e dismissione. L'obiettivo è quello di riuscire a massimizzare il valore dei diversi *assets* che compongono il gruppo per riuscire a finanziare gli investimenti sul mercato domestico.

Telecom Italia suddivide il proprio business, all'interno delle relazioni e dei report presentati periodicamente al mercato, in tre rami:

- domestic;
- Brasile;
- media.

Il Brasile ha sempre costituito un'importante fonte di reddito per il Gruppo, tuttavia nell'ultimo periodo l'economia del Paese ha subito una forte battuta d'arresto che ha avuto significative ripercussioni sul conto economico di Telecom Italia. A tal proposito si consideri come la flessione dei ricavi avvenuta tra il 2014 ed il 2015 sia stata di circa 1.800 milioni di euro di cui circa 1.600 sono imputabili alla business unit del Brasile. Il Brasile ha, inoltre, inciso negativamente per quel che riguarda il valore dell'avviamento iscritto a bilancio: questo è stato svalutato, nell'ultimo anno, per un importo pari a 240 milioni di euro.

Un altro dei problemi di Telecom Italia che verrà analizzato è, infatti, proprio l'avviamento ed il peso che questo ha sull'attivo complessivo del Gruppo.

L'avviamento viene definito dall'OIC 24 come «l'attitudine di un'azienda a produrre utili (...) in virtù dell'organizzazione dei beni in un sistema efficiente». L'avviamento può essere generato internamente o acquisito a titolo oneroso: solo nel secondo caso questo è iscrivibile a bilancio (Pieri, 2010). Il suo valore non è attribuibile ai singoli elementi che compongono lo stato patrimoniale di un'impresa, bensì è un valore attribuito riconducibile al valore che essi rappresentano come insieme. L'avviamento deve essere soggetto a valutazione (*impairment test*) almeno una volta l'anno o tutte quelle volte in cui vi sia la possibilità che l'*asset* abbia subito una perdita di valore. Tale processo valutativo è disciplinato dallo IAS 36 e si applica non solo all'avviamento, ma anche a tutte le poste dell'attivo patrimoniale ad eccezione di:

- rimanenze (IAS 2);
- attività derivanti da commesse a lungo termine (IAS 11);
- attività fiscali differite (IAS 12);
- attività derivanti da benefici per i dipendenti (IAS 19);
- attività finanziarie (IAS 39);
- investimenti immobiliari valutati al *fair value* (IAS 40);
- attività biologiche connesse all'agricoltura (IAS 41);
- attività immateriali derivanti dai diritti contrattuali dell'assicuratore (IFRS 4);
- attività non correnti o in dismissione (IFRS 5).

Questo obbligo imposto dal legislatore internazionale è finalizzato ad evitare l'iscrizione a bilancio di valori che possano pregiudicare la rappresentazione veritiera e corretta della situazione patrimoniale dell'impresa: il valore iscritto a bilancio non deve essere superiore a quello recuperabile.

Il valore recuperabile si determina come il maggiore tra il *fair value* (valore di realizzo diretto) ed il valore d'uso (valore di realizzo indiretto). Il *fair value* viene a determinarsi come il prezzo di vendita, nel caso esista un mercato attivo per il bene oggetto di valutazione, o, alternativamente, al prezzo pattuito tra le due controparti. Il valore d'uso, invece, è determinato come somma dei valori attuali dei flussi di cassa che l'*asset* è in grado di generare. Non è sempre necessario stimare entrambi i valori poiché nel caso in cui anche solo uno dei due sia



superiore o uguale al valore iscritto a bilancio non si deve procedere ad alcuna svalutazione dell'*asset* (Fazzini, 2004).

La tabella sottostante riporta i dati riguardanti l'avviamento iscritto a bilancio negli ultimi dieci anni e il rispettivo peso che questo ha rispetto all'attivo dello stato patrimoniale nel suo complesso.

**Tabella 3 – Rapporto tra avviamento e totale delle attività**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Avviamento	43.739	44.420	43.891	43.627	43.923	36.957	32.410	29.932	29.943	29.383
Totale attivo	89.457	87.425	85.659	86.181	89.040	83.859	77.555	70.220	71.551	71.232
rapporto %	49%	51%	51%	51%	49%	44%	42%	43%	42%	41%

Come si evince dai dati l'avviamento nel corso del tempo ha visto il suo valore diminuire del 33%. Nel complesso il rapporto *avviamento/tot. attivo* si attesta intorno al 46% come valore medio. Tale cifra risulta assai rilevante se si considera che la media del rapporto *avviamento/totale attivo* calcolata sulle prime dieci società per capitalizzazione italiane (di cui Telecom fa parte) ammonta all'11%.

La perdita di valore dell'avviamento, benché non rappresenti un'uscita finanziaria, impatta negativamente ed in maniera assai rilevante sull'utile o la perdita di esercizio. La perdita di valore, infatti, viene imputata a diretta diminuzione del cespite e viene iscritta a bilancio alla voce "svalutazioni".

Complessivamente nel corso degli ultimi dieci anni Telecom Italia ha svalutato il proprio avviamento iscritto a bilancio per un ammontare pari a 14.356 milioni di euro, quasi un miliardo e mezzo l'anno: anche se, come detto, non si tratta di un costo sostenuto in termini di fuoriuscita di liquidità si tratta sempre di 14 miliardi in meno di utile, con tutte le conseguenze che ne derivano.

### 5.3 La nascita di INWIT

INWIT S.p.A. nasce il 14 Gennaio 2015 per accogliere il successivo conferimento, avvenuto in data 27 Marzo 2015 del ramo d'azienda di Telecom Italia che comprende circa 11.500 siti (d'ora in avanti semplicemente nominati come Torri). Il conferimento, che sostanzialmente determina l'inizio dell'operatività dell'azienda, esplica i suoi effetti, dal punto di vista contabile, a partire dal 1 Aprile 2015. Prima di tale data INWIT non esercitava alcuna attività e lo stato patrimoniale dell'azienda era composto quasi esclusivamente dal capitale sociale suddiviso in 50.000 azioni di valore unitario. Come evidenziato nel corso del secondo capitolo, la società che effettua il conferimento riceve in cambio quota del capitale sociale dell'impresa beneficiaria (Potito, 2016). In questa circostanza il conferimento è stato preceduto da un aumento di capitale da parte di INWIT di 599,950 milioni di euro, attraverso l'emissione di 599,950 milioni di azioni prive di valore nominale; contestualmente, è stato realizzato un sovrapprezzo pari a 780 milioni di euro.

Il ramo oggetto del conferimento risulta composto da:

- un parco di circa 11.500 siti (di seguito nominati con la dicitura "siti") ospitanti gli apparati di trasmissione del segnale radio. Tali siti erano gestiti da Telecom Italia mediante, generalmente, la stipula di contratti di locazione;
- tutti i contratti posti in essere con i soggetti possessori degli spazi su cui insistono i siti oggetto di trasferimento;
- gli accordi stipulati tra Telecom Italia ed altri operatori di telefonia aventi per oggetto l'ospitalità degli apparati di trasmissione sui siti;
- un debito verso Telecom Italia di 120 milioni di euro;
- i rapporti di lavoro relativi a 59 dipendenti.

Il valore del ramo d'azienda oggetto del conferimento è stato stimato in 1.380 milioni da una perizia effettuata dal prof. Lorenzo Pozza.

## 5.4 Il settore delle Torri

Il conferimento effettuato da parte di Telecom rende INWIT uno dei principali *Tower Operator* a livello nazionale, insieme a EI Tower (torri di trasmissione del segnale di Mediaset) e RaiWay (torri di trasmissione del segnale di Rai). INWIT opera all'interno del mercato delle infrastrutture per reti radio che, nel corso degli ultimi anni, ha subito grandi trasformazioni. Per far fronte al continuo aumento della domanda gli operatori hanno necessità di reperire un sempre maggior numero di siti idonei alla trasmissione dei dati e delle frequenze. Tale attività, tuttavia, risulta assai onerosa e necessita di competenze specifiche da cui la tendenza mostrata da parte degli attori del mercato ad esternalizzare questo tipo di attività. Non solo Telecom, infatti, attraverso la nascita di INWIT, ha scorporato il business delle torri ma anche Wind ha dato vita a Galata (successivamente venduta). La razionalizzazione del parco siti oggetto del conferimento è, infatti, uno degli obiettivi principali per INWIT, chiamata a tagliare drasticamente i costi.

Il settore delle infrastrutture per la trasmissione del segnale sta andando incontro ad un processo sempre più marcato di concentrazione. Gli operatori sono consapevoli del fatto che su di uno stesso sito possono insistere diversi apparati di trasmissione. Questa convivenza permette il raggiungimento di considerevoli economie di scala e, dunque, una notevole diminuzione dei costi: rappresenta la tipica situazione *win-to-win*.

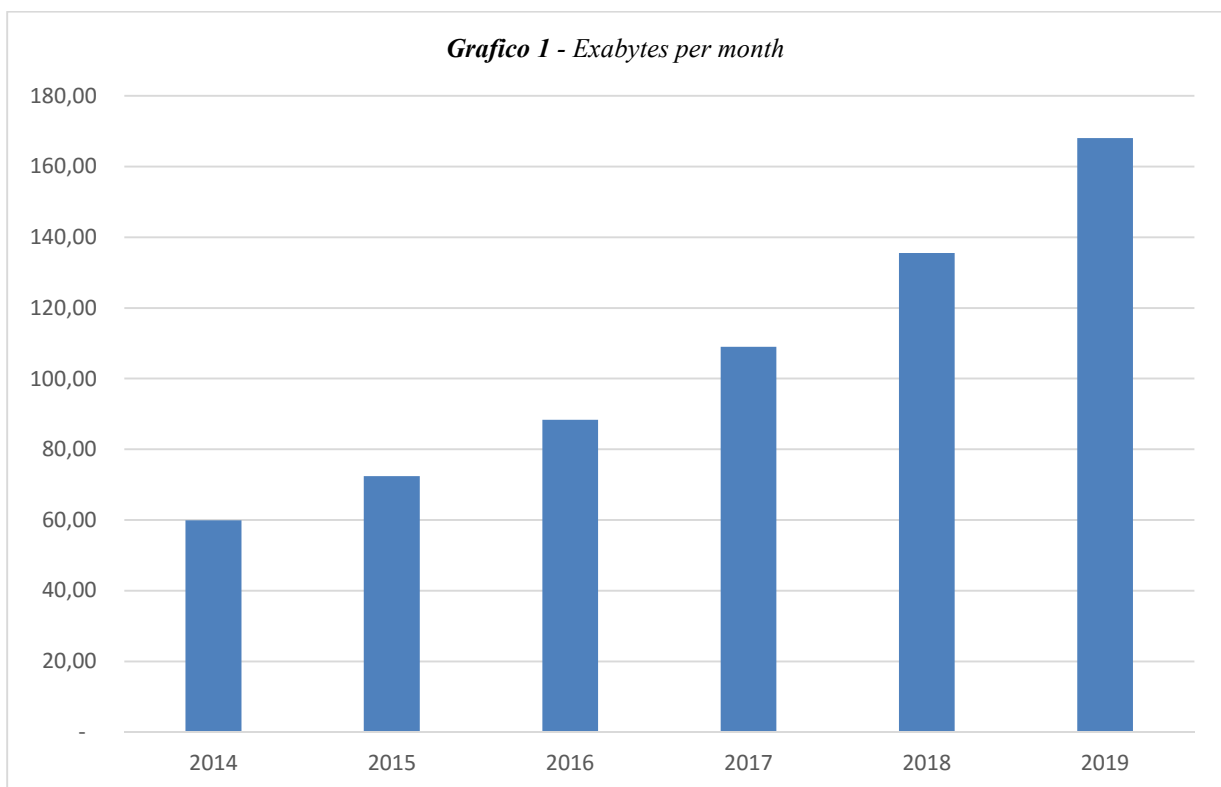
Per un'analisi più approfondita del settore, risulta utile analizzare quelle che sono le forze di Porter che lo caratterizzano, analogamente a quanto fatto nel precedente capitolo per il settore delle Telecomunicazioni.

Per quanto riguarda la prima di queste forze, l'intensità della concorrenza, questa risulta elevata anche se limitata a pochi operatori. Il mercato risulta, infatti, caratterizzato dalla presenza di un numero limitato di attori dovuta all'ammontare di costi fissi necessari per competere sul mercato. Un'ulteriore barriera all'entrata è rappresentata dalla necessità di detenere i diritti su

di un gran numero di siti per riuscire a fornire una copertura del territorio quanto più capillare possibile.

A livello nazionale i *competitors* di INWIT possono essere individuati in EI Towers e Rai Way, oltre alla spagnola Cellnex che è entrata recentemente nel panorama nazionale attraverso l'acquisizione delle torri di Wind. Il livello di competizione che caratterizza il mercato, tuttavia, è attenuato dal continuo aumento della domanda; è sempre maggiore, infatti, la richiesta trasmissione di dati. Il traffico di dati negli ultimi anni ha subito un incremento a dir poco esponenziale. Secondo un recente studio (Cisco, 2015) il traffico generato sulla rete nel 2019 sarà tre volte maggiore di quello del 2014.

La tabella sottostante rappresenta graficamente questo incredibile *trend* di crescita.



Uno dei fattori che rende il settore attrattivo, a dispetto delle barriere all'entrata citate in precedenza, è la residua possibilità di immissione sul mercato di prodotti sostitutivi. I *Tower Operator* si occupano di cedere in locazione alle società che intendano trasmettere un

qualunque tipo di segnale radio gli spazi necessari per installare i propri apparati di trasmissione. Ad oggi non si intravede ancora la possibilità di disporre della tecnologia necessaria per poter fare a meno delle antenne di trasmissione del segnale che, giocoforza, dovranno necessariamente insistere fisicamente su un sito.

Si è parlato in precedenza di come il mercato delle Torri sia estremamente concentrato a livello nazionale. Tale riflessione si può estendere anche al panorama internazionale. La ragione di tale condizione risiede nella presenza di forti barriere all'entrata di cui sopra alle quali si aggiungono l'esistenza di barriere di tipo strutturali, poiché il settore è caratterizzato da forti economie di scala che rendono il *business* meno attrattivo ad un potenziale nuovo entrante, fatto salvo il caso in cui questi non disponga di risorse tali da poter fronteggiare efficacemente questa avversità.

Per quanto riguarda il potere contrattuale dei fornitori risulta necessario fare alcune considerazioni. I fornitori di questo tipo di aziende sono i proprietari dei siti su cui insistono le antenne di trasmissione. Nel caso di INWIT, infatti, non tutti gli oltre 11.000 siti sono di proprietà dell'azienda, ma in molti casi questa ha stipulato dei contratti di locazione con i diretti proprietari del sito. In questo tipo di settore il potere contrattuale del fornitore dipende dall'importanza del singolo sito. Non tutte le aree, infatti, sono caratterizzate dalla stessa rilevanza e strategicità, da cui l'impegno di INWIT nella dismissione di alcuni siti considerati non necessari o superflui per il *business*. Di conseguenza il proprietario di un sito considerato di primaria importanza godrà di un potere contrattuale decisamente superiore rispetto a quello esercitato dal proprietario di un sito periferico.

Al potere contrattuale dei fornitori si contrappone il potere contrattuale dei clienti. A livello italiano molti *Tower Operators* vedono tra i principali clienti la propria capogruppo o controllante. In questo caso appare privo di significato parlare di potere contrattuale dei clienti in quanto ci si riferisce a società facenti parte di uno stesso gruppo. Alternativamente il potere contrattuale degli altri clienti, nel caso di INWIT tutti gli altri operatori di telefonia diversi da Telecom, risulta abbastanza limitato. Una società che necessita di trasmettere un segnale, sia esso televisivo, radiofonico, ecc., non può fare a meno di installare le proprie antenne su qualche

sito fisico. Una società come INWIT, che detiene oltre 11.000 siti, risulterà in una posizione di forza rispetto al cliente che ha la necessità assoluta di installare le proprie antenne sul maggior numero di siti strategici possibili.

La particolarità del settore delle torri, ed una delle ragioni per cui può risultare attrattivo, è che non risulta essere regolamentato e le tariffe applicate sono frutto di una contrattazione posta in essere tra privati. Questo fattore limita in maniera decisa eventuali interferenze da parte del legislatore e permette agli operatori di non doversi allineare a delle tariffe imposte da fuori, come avviene per il settore della telefonia, dell'energia, ecc..

Il settore delle torri risulta, in questo periodo, estremamente attrattivo, poiché, in presenza di tassi molto bassi gli investitori ricercano società, come i *Tower Operators*, che possano distribuire in maniera sistematica dei dividendi. A livello delle quotazioni dei titoli in Borsa, quasi tutte le società del settore, similmente ad INWIT, risultano apprezzate già in considerazione delle possibili operazioni di M&A che le vedranno coinvolte.

Contrariamente all'opinione comune, le normative italiane inerenti alla regolamentazione dei mercati, accusate spesso di costituire un freno allo sviluppo dei mercati, costituiscono in questo caso una forte spinta ad investire nel nostro Paese. La ragione di tale riflessione risiede nel fatto che l'Italia presenta la normativa più stringente a livello internazionale in materia di emissioni elettromagnetiche e, di conseguenza, gli investitori ritengono che in un prossimo futuro vi sarà una sempre più ampia apertura ed omologazione verso gli standard europei ed internazionali che comporterà una significativa crescita del settore (Bennewitz, 2015). Un'altra corrente di pensiero prevede, invece, che in seguito ad un eventuale allineamento alle normative europee, la possibilità di aumentare la trasmissione elettromagnetica per ciascun sito renderà possibile coprire la medesima area geografica con un minor numero di siti.

Il settore si appresta, come già accennato, ad essere caratterizzato da un continuo processo di consolidamento ed INWIT giocherà un ruolo da protagonista in tal senso. Nel Febbraio 2015 EI Towers (Gruppo Mediaset) ha lanciato un'offerta pubblica d'acquisto per Rai Way valutandola oltre 1.200 milioni a fronte di una capitalizzazione di mercato di circa un miliardo

(Mele, 2015). Le trattative si sono poi arenate trovando nei vincoli legali un ostacolo insormontabile. Un'altra operazione, questa volta conclusasi con successo, che evidenzia come il settore tenda a concentrarsi sempre di più riguarda la vendita delle torri di Wind all'operatore spagnolo Cellnex Telecom. Il 2 Marzo 2015 Wind, attraverso un comunicato ufficiale, annunciava la vendita del 90% delle quote della controllata Galata alla Cellnex Telecom per un valore pari a 693 milioni di euro. Galata era la società che gestiva le 7.377 torri di trasmissione del segnale per conto di Wind. Il ricavato di tale operazione è stato quasi interamente devoluto al risanamento del debito.

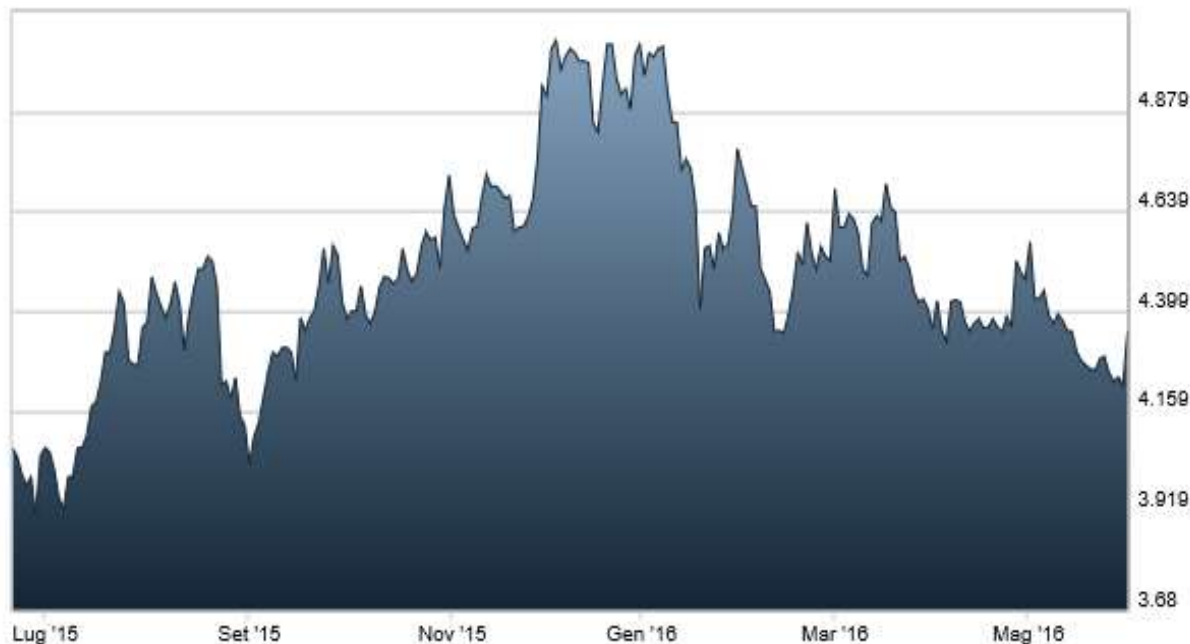
## **5.5 Analisi finanziari e contabile di INWIT**

Il 13 Marzo 2015 INWIT presenta a Borsa Italiana la domanda di ammissione a quotazione delle proprie azioni ordinarie sul Mercato Telematico Azionario gestito da Borsa Italiana S.p.A.. Contestualmente, è stata presentata alla CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) la domanda di approvazione del prospetto informativo. Il 4 Giugno 2015 la CONSOB, come già Borsa Italiana, rilasciava parere positivo in merito all'ammissione alle contrattazioni delle azioni ordinarie di INWIT.

Il prezzo di debutto delle azioni di INWIT, avvenuto in data 22 Giugno 2016, era quantificabile in 3,65 euro per azione. L'Offerta Globale di Vendita ha interessato 239,8 milioni di azioni, per un ammontare pari a circa il 40% del capitale sociale: il restante 60% è detenuto da Telecom Italia. Il controvalore generato da tale operazione ammonta a circa 857,8 milioni di euro. Questi dati collocano INWIT nella *top ten* tra le società con una capitalizzazione di borsa più elevata e per raccolta di capitale (Borsa Italiana).

Il mercato ha dimostrato di apprezzare molto il titolo che, infatti, venendo ammesso alle contrattazioni con un prezzo pari a 3,65, si attesta ad oggi a 4,345 euro ad azione, avendo raggiunto il picco di 5,04 euro/azione. Il primo giorno delle contrattazioni il titolo ha registrato un +11,51% (Galvagni, 2015).

Di seguito si riporta l'andamento del titolo a partire dalla sua data di ammissione alle contrattazioni:



**Grafico 2** - Andamento del titolo di INWIT

Il processo di quotazione è stato assistito da Deutsche Bank e Banca IMI che hanno valutato l'azienda attraverso l'uso di due dei metodi valutativi analizzati nel corso del primo capitolo: il metodo del DCF ed il metodo dei multipli di mercato. Il primo metodo in particolare risulta di facile applicazione in quanto i ricavi futuri di INWIT sono di facile previsione dipendendo da contratti di affitto dei siti posti in essere con Telecom Italia ed altri operatori. Entrambi gli istituti finanziari evidenziano come gran parte del valore della società derivi dalle possibili sinergie che si verrebbero a realizzare in caso di fusione con un altro operatore. Nel complesso INWIT viene valutata ben al di sopra della prudenziale stima iniziale di 1.380 milioni.

I punti di forza della società, su cui far leva in caso di cessione, sono di seguito riassunti:

- rapporti consolidati con i principali operatori radiomobili;
- stabilità dei flussi di cassa garantita da contratti di lungo periodo;
- know-how tecnico e gestionale.



Telecom Italia, nella figura dell'allora amministratore delegato Marco Patuano, ha affermato come esista la possibilità che vengano vendute ulteriori quote societarie di INWIT e che la partecipazione detenuta dalla società di Piazza Affari scenda al di sotto del 51% (Thomas, 2015).

La criticità del settore delle TLC riguarda il forte indebitamento dei principali operatori e la necessità di effettuare continuamente ingenti investimenti per innovare la propria rete, di conseguenza l'idea che ogni operatore detenga un proprio parco siti risulta, al giorno d'oggi, assai improbabile. Tale strategia risulterebbe anti-economica in quanto un'esternalizzazione dell'attività permetterebbe una maggiore valorizzazione dei siti ed il conseguimento di significative economie di scala. In questo contesto, anche in seguito all'avvicendamento ai vertici di Telecom Italia, la cessione di INWIT non appare più altrettanto certa come in passato anzi, è possibile che sia la stessa INWIT ad acquisire altri operatori conseguendo lei stessa importanti economie di scala.

Nel complesso i dati economici di INWIT evidenziano un *trend* di crescita, ancorché leggero, ben definito. La tabella sottostante evidenzia l'andamento delle voci di reddito di INWIT nel corso dei suoi 18 mesi di vita.

**Tabella 4** – I principali dati di bilancio di INWIT

milioni di euro	31/03/2016	31/12/2015	30/09/2015	30/06/2015	var 03/16-12/15	var 09/15-06/15	var 12/16-09/16
Ricavi	82	80	80	79	3%	0%	1%
EBITDA	39	37	36	35	5%	3%	3%
EBIT	36	29	34	32	24%	-15%	6%
utile	24	20	22	21	20%	-9%	5%

I ricavi si attestano intorno agli 80 milioni di euro su base trimestrale. Nel complesso INWIT ha chiuso il bilancio 2015 con un utile d'esercizio pari a circa 62 milioni a fronte di ricavi realizzati per un valore di 239 milioni.

Uno degli obiettivi principali di INWIT consiste nella riduzione dei costi di gestione riguardanti il parco dei siti. In quest'ottica gli sviluppi di gestione futura riguarderanno un processo di razionalizzazione del numero di siti. Nel corso del 2015 la società ha individuato i siti che saranno oggetto di dismissione ed ha proceduto alla chiusura di 65 di essi: tale attività continuerà nel corso di tutto il 2016

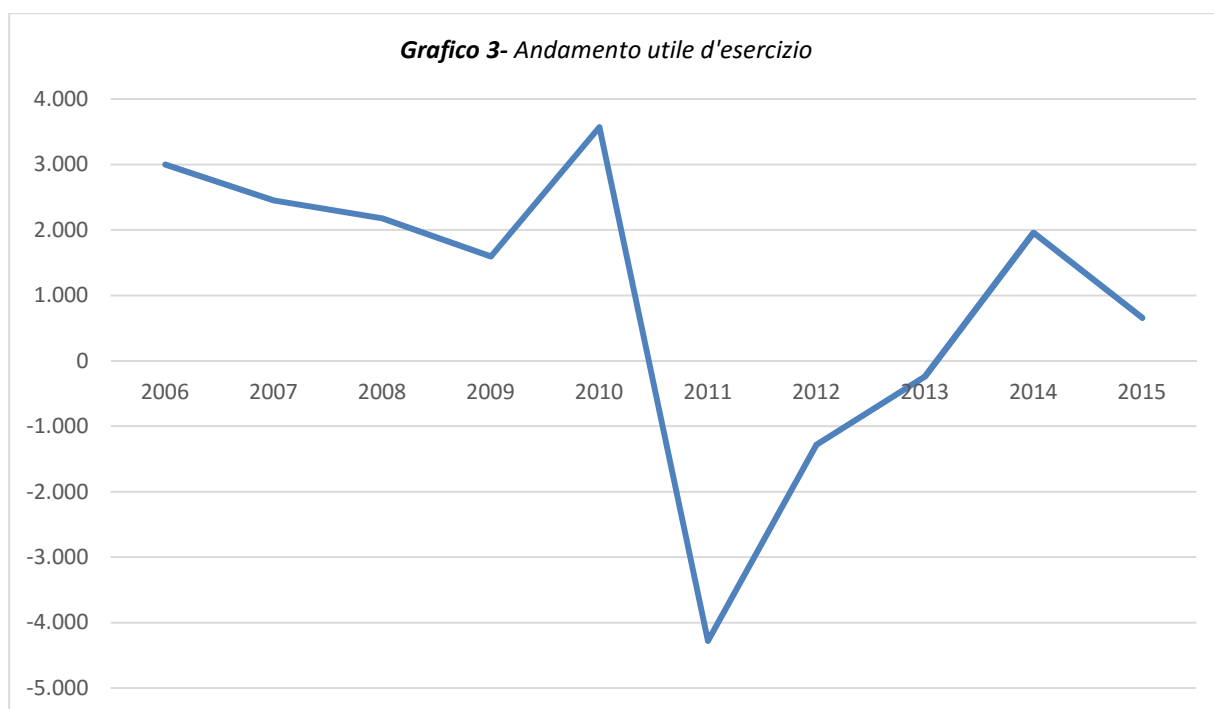
L'altra attività portata avanti da INWIT per abbattere i costi di gestione riguarda la rinegoziazione dei contratti di locazione che costituiscono la principale voce di spesa per la società. Il lavoro portato avanti dal management ha permesso una riduzione dei costi di locazione portando il costo medio per ogni singolo contratto a circa 13.500 euro/mese rispetto ai 14.500 euro/mese alla data del conferimento.

## **5.6 Il rationale strategico dell'operazione**

Come accennato ad inizio capitolo, la creazione di INWIT fa parte di una più ampia strategia di razionalizzazione e valorizzazione degli *assets* portata avanti da Telecom Italia.

La società di Piazza Affari sta attraversando un periodo di crisi economica, schiacciata dalla grande mole di debito accumulato nel corso delle precedenti gestioni. Gli investimenti necessari per continuare a mantenere la *leadership* di mercato acquisita nel corso degli anni, gli oneri finanziari sostenuti a causa del forte indebitamento, gli alti costi del personale e gli ammortamenti sempre più ingenti iscritti a bilancio fanno sì che gli utili di Telecom Italia presentino un *trend* di continua diminuzione.

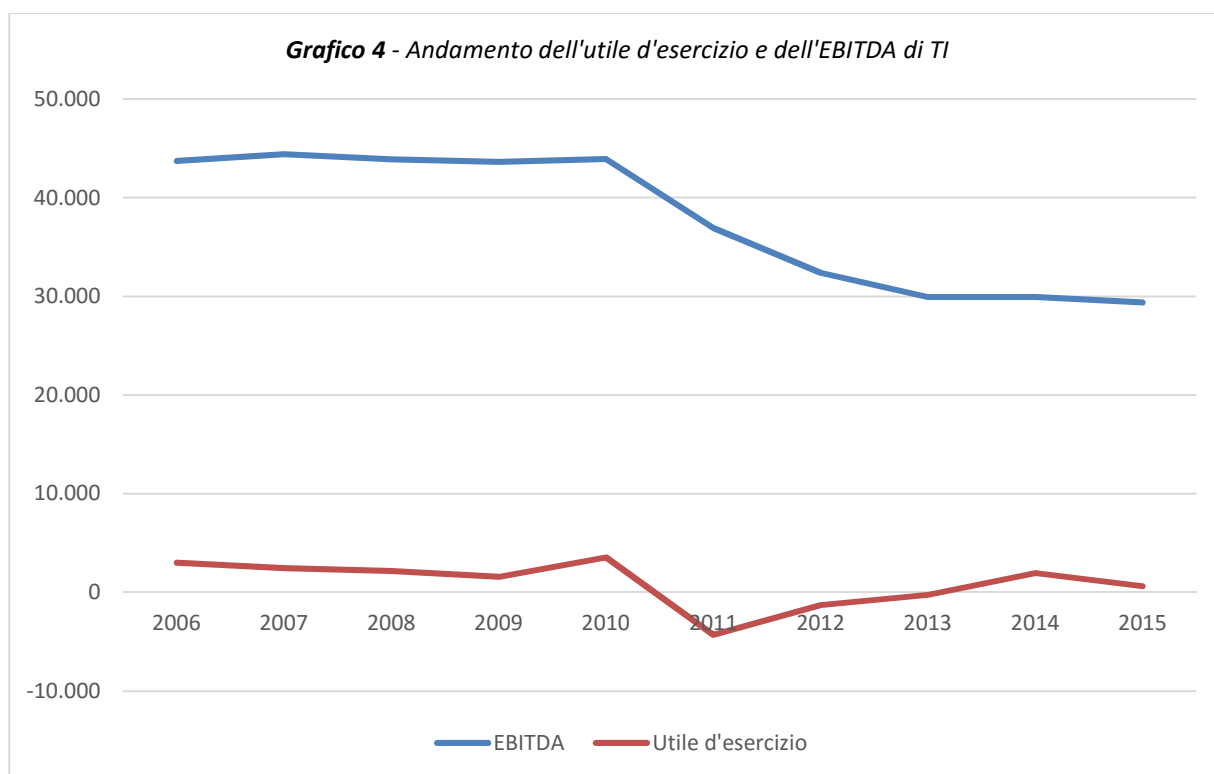
La tabella ed il grafico sottostanti rappresentano l'andamento degli utili del Gruppo negli ultimi dieci anni:



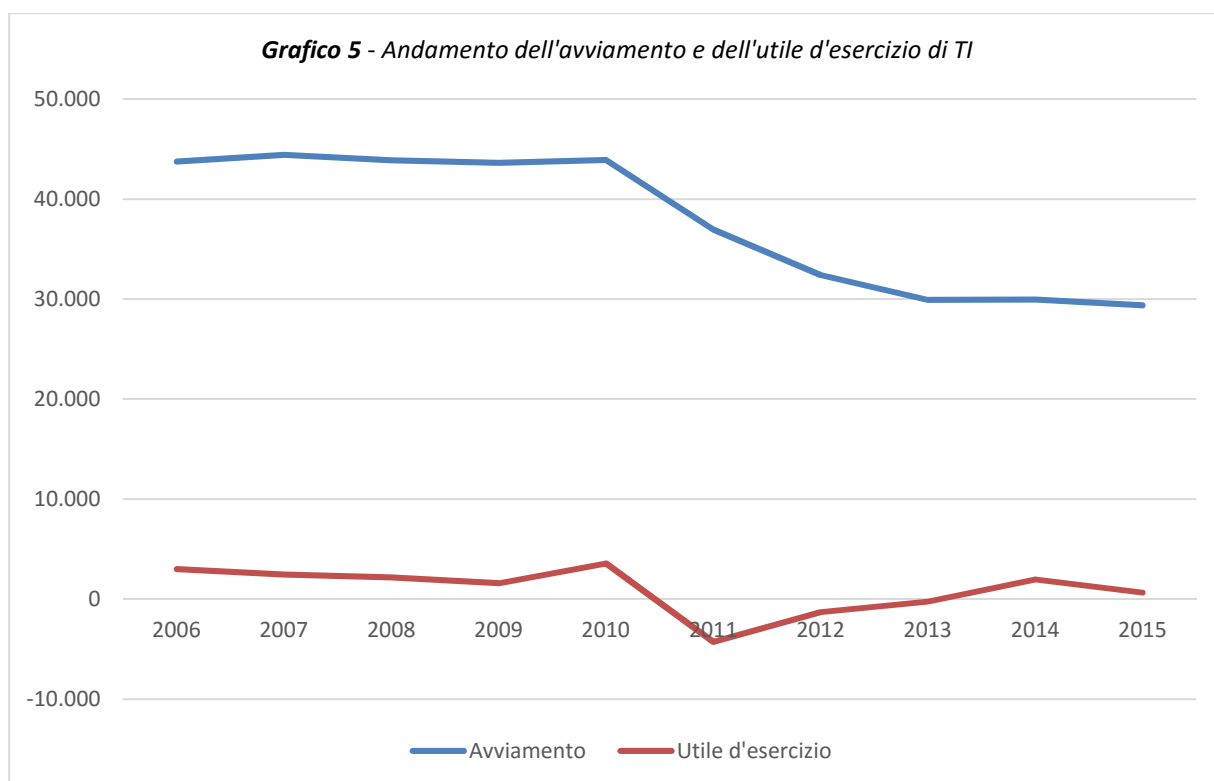
**Tabella 5 – Andamento degli utili di Telecom Italia**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
utile	3.003	2.455	2.178	1.596	3.575	-4.280	-1.277	-238	1.960	657
		-18%	-11%	-27%	124%	-220%	70%	81%	924%	-66%

L'utile d'esercizio, tuttavia, risulta influenzato da politiche di bilancio come si è accennato nel corso del primo capitolo. Può risultare, dunque, più significativo analizzare l'andamento dell'EBITDA. Il grafico sottostante riporta l'andamento dell'EBITDA negli ultimi dieci anni raffrontato con l'andamento dell'utile d'esercizio.



Come si evince dal grafico i due indici di bilancio presentano dei *trend* assai distinti. L'utile di esercizio risente in maniera determinante, infatti, degli oneri di finanziamento oltre che degli ammortamenti e delle svalutazioni operate all'avviamento in seguito alla procedura di *impairment test*. L'andamento del valore dell'EBITDA si presenta quasi lineare, ancorché decrescente: dal 2006 ad oggi l'ammontare del MOL è diminuito di quasi 45 punti percentuali. Per quel che riguarda l'utile di esercizio, invece, questo presenta un andamento decrescente caratterizzato da punti di forte discontinuità. È il caso dell'utile riportato nel bilancio chiusosi il 31 Dicembre 2011 che registra un crollo del 220% rispetto all'anno precedente. Tale valore risulta pesantemente influenzato da una svalutazione di ben 7 miliardi di euro per quel che riguarda l'avviamento. Questo ammontare risulta ancora più significativo se rapportato al valore dell'EBITDA di quell'anno di circa 12 miliardi. L'impatto che l'andamento dell'avviamento ha sull'utile d'esercizio risulta ancora più evidente dal grafico sottostante che pone a confronto l'andamento dell'avviamento con l'andamento degli utili:



Come si può notare i due andamenti risultano quasi paralleli e risulta ancora più chiaro come la svalutazione dell'avviamento, pur non comportando delle reali uscite di cassa, contribuisca a tenere bassi o addirittura negativi l'ammontare degli utili conseguiti da Telecom Italia.

La nascita di INWIT ha comportato una parziale attenuazione di alcuni dei problemi che affliggono Telecom Italia e che sono stati fin qui analizzati: il peso del debito e dell'avviamento iscritto a bilancio.

Per quanto riguarda quest'ultimo è importante sottolineare come l'effetto del conferimento ad INWIT di 1,4 miliardi di euro di avviamento non comporti risultati a livello di consolidamento in quanto la società fa sempre parte del Gruppo e pertanto l'effetto risulta nullo. Allo stesso tempo però questa operazione permette di alleggerire il valore dell'avviamento imputabile alla Capogruppo di circa il 5%. Per quanto riguarda INWIT il valore del *goodwill* iscritto a bilancio in seguito al conferimento rappresenta circa l'81,3% del totale dell'attivo patrimoniale. Da questi dati si evince come INWIT non sia una società caratterizzata da una forte vocazione

patrimoniale bensì sia una società il cui pregio consiste nel generare flussi di cassa certi nell'ammontare e nelle scadenze. La quasi totalità dei ricavi, infatti, derivano da contratti pluriennali posti in essere con Telecom Italia e gli altri operatori di telefonia. A fronte di un EBITDA pari a 108 milioni, l'azienda è in grado di produrre utili per circa 63 milioni di euro e registra un EBITDA *margin* pari a 45% (contro il 36% registrato dalla controllante).

La fonte principale degli introiti di INWIT è rappresentata dai ricavi nei confronti della controllante che si attestano a circa l'80% dei ricavi complessivi (Bilancio 2015), tuttavia tale percentuale è destinata a diminuire grazie alla volontà di INWIT di collocarsi sul mercato come un'azienda sempre più indipendente da Telecom Italia (pur rimanendo saldamente sotto il suo controllo) e aperta nei confronti degli altri operatori.

La nascita di INWIT, inoltre, ha portato dei benefici in termini di riduzione del debito. Una delle prime operazioni poste in essere dal management, successivamente al conferimento del ramo d'azienda, è stata quella di contrarre un debito pari a circa 120 milioni di euro verso Mediobanca (una delle banche che ha curato il processo di quotazione) ed Intesa Sanpaolo per rimborsare i debiti nei confronti della propria controllante.

Il processo di quotazione ha, inoltre, portato nelle casse di Telecom Italia circa 850 milioni di euro che hanno contribuito a ridurre parte del debito societario.

## 5.7 Scenari futuri

Il management di Telecom Italia si trova, ad oggi, davanti a due scelte: mantenere il controllo di INWIT o procedere alla vendita definitiva. Entrambe le opzioni presentano vantaggi e svantaggi che necessitano un'attenta riflessione da parte del *board* di Telecom Italia.

Mantenere il controllo su INWIT significa per Telecom detenere nel proprio portafoglio una società in grado di generare importanti flussi di cassa caratterizzati da una relativa stabilità nel tempo. A questo aspetto si aggiunge il fatto che i siti ospitanti gli apparati di trasmissione del segnale rappresentano un *asset* altamente strategico ed indispensabile per il *business* di

Telecom. Nel caso in cui si procedesse alla vendita della controllata, infatti, sarebbe necessario stringere accordi con la stessa o con altri attori del settore al fine di poter continuare a trasmettere il segnale.

La seconda strada percorribile da parte del management di Telecom riguarda la vendita totale e definitiva di INWIT. Attualmente la società di Piazza Affari detiene il 60% circa del *Tower Operator* e potrebbe decidere di ridurre in maniera più o meno considerevole la propria quota di controllo: nel caso di cessione totale della società si genererebbe un'entrata di liquidità quantificabile tra i 2 ed i 2,5 miliardi di euro. Tale somma ipotetica potrebbe essere utilizzata per ridurre il debito in maniera sensibile, circa il 9% dell'intero debito del Gruppo. Questa eventuale riduzione rappresenterebbe il più alto tasso di decremento del debito degli ultimi dieci anni.

Il rovescio della medaglia per questo tipo di operazione è rappresentato dal fatto che il prezzo di vendita di INWIT risulterà tanto più alto quanto più remunerativi sono i contratti che l'azienda ha stipulato. Al momento i ricavi di INWIT derivano all'80%, circa 190 milioni di euro su base annua, da Telecom Italia e di conseguenza l'operazione di vendita si ridurrebbe ad incassare un ammontare che dovrà poi essere restituito poiché appare quanto meno inverosimile, nel breve periodo, che Telecom Italia possa fare a meno di installare su qualche sito fisico le proprie antenne.

È possibile, tuttavia, individuare una terza opzione a disposizione di Telecom Italia. La società potrebbe decidere non solo di non vendere INWIT, ma di valorizzarla ulteriormente operando acquisizioni di società operanti nel medesimo settore e andando a creare un colosso nel mercato dei *Tower Operator* e ponendo questo tipo di *business* più al centro dell'attività del Gruppo.

La criticità che si riscontra in questo caso riguarda la difficoltà di reperire i fondi necessari a poter implementare operazioni di acquisizione senza aggravare ulteriormente la posizione finanziaria netta di Telecom (Gerosa, 2016).

Si è analizzata fino ad ora l'operazione che ha portato alla nascita di INWIT dal punto di vista quantitativo e contabile. Si è posto l'accento su come la neonata società possa aver attenuato,

seppur in maniera assai esigua, le problematiche legate al peso del debito e dell'avviamento che caratterizzano i bilanci di Telecom Italia.

Questo tipo di operazione, tuttavia, non può essere ricondotta esclusivamente alla strategia di migliorare la situazione contabile di Telecom. Gli effetti da questo punto di vista ci sono, ma in entità tale da non giustificare la creazione di una società di tali dimensioni ed in grado di essere valutata così tanto (si è parlato in precedenza di un valore superiore ai 2 miliardi di euro). Il vero motivo alla base della nascita di INWIT riguarda la volontà da parte di Telecom Italia di valorizzare al massimo questo *asset* presente nel proprio portafoglio.

La creazione di una società destinata ad accogliere il conferimento del ramo d'azienda riguardante le cosiddette Torri permetterà a Telecom di assegnare a questo tipo di attività un apposito management che abbia come unico scopo valorizzare l'*asset*. La possibilità di operare in maniera autonoma, essendo dotata di personalità giuridica, permetterà ad INWIT di muoversi con maggior libertà all'interno del mercato ed aumenta le probabilità che l'azienda riesca a razionalizzare i costi aumentando allo stesso tempo i ricavi.

Il management, inoltre, avrà la possibilità di aumentare la propria capacità di contrattazione nei confronti dei propri fornitori e clienti non dovendo più rispondere e rispettare determinate dinamiche di gruppo. La scomposizione del proprio portafoglio di attività in aziende più piccole permette, inoltre, di poter operare senza rientrare eccessivamente nel radar degli organismi di sorveglianza con i quali Telecom Italia negli ultimi anni ha instaurato un rapporto alquanto conflittuale. L'ammontare delle multe comminate a Telecom dal 2013, infatti, supera di gran lunga i 120 milioni di euro e potrebbe essere una delle motivazioni che ha portato all'allontanamento dell'ex CEO Marco Patuano (Pons, 2016).

L'idea che il valore del ramo d'azienda delle Torri sia superiore se in capo ad un'azienda che abbia in questa attività il suo *core business* rispetto alla possibilità che questi resti all'interno della casa-madre risulta avvalorata dall'entusiasmo con cui il mercato ha accolto il debutto in Borsa di INWIT e dal valore attribuito alla stessa.



Dal punto di vista del valore delle azioni, INWIT vede il proprio titolo quotato intorno ai 4,30 euro/azione, contro gli 0,86 euro/azione per quanto concerne *l'equity* di Telecom Italia.

In questo caso parte del divario risulta giustificabile ipotizzando che il mercato apprezzi anzitempo l'ipotesi, considerata assai probabile da Deutsche Bank e Banca IMI che hanno curato il processo di quotazione, che la società sia interessata entro poco tempo da un processo di M&A.

Lo *spin-off* che ha riguardato il ramo d'azienda delle Torri potrebbe non essere l'unica operazione di scorporazione riguardante Telecom Italia. In seguito al fallito tentativo di acquisto di Metroweb, a vantaggio di Enel, di Maggio 2016 (Olivieri, 2016) ed al progetto che vedrà la società produttrice di energia impegnarsi nel progetto di cablare la fibra si è iniziato a parlare della possibilità di scorporare il ramo d'azienda contenente la rete.

La motivazione che spingono gli esperti del settore ad ipotizzare questo scenario trova le basi nella considerazione che una volta ultimata la messa a terra della fibra (prevista per il 2020) la rete di rame di Telecom Italia andrà incontro a pesanti svalutazioni che avranno pesanti ripercussioni sul debito del Gruppo in quanto è garantito per gran parte da questa, il cui valore è stato stimato in circa 15 miliardi di euro (Carli, 2016).

La principale obiezione posta a questa teoria risiede nel fatto che anche nel caso in cui Enel riuscisse nell'intento della messa a terra della rete si troverebbe di fronte ad un problema di difficile risoluzione: creare un proprio parco clienti.

È negli oltre 20 milioni di clienti, infatti, che Telecom ha la propria forza ed è questo il vero *asset* che deve essere obbligatoriamente valorizzato e protetto dalla società. Riuscire ad avere 20 milioni di clienti significa avere nel proprio portafoglio clienti circa un terzo della popolazione del Paese.

Questa osservazione evidenzia come considerare Telecom Italia una società completamente in declino appaia quantomeno imprudente ed avventato.

## 5.8 Conclusioni

Quest'ultimo capitolo costituisce il punto di incontro di tutte le tematiche trattate nel corso dell'elaborato.

In questa sede trovano infatti richiamo tanto i metodi valutativi e le operazioni straordinarie citate nel corso dei primi due capitoli, quanto i dati raccolti ed analizzati inerenti il settore delle Telecomunicazioni che costituiscono il cuore del terzo capitolo.

La nascita di INWIT è stata studiata sotto l'aspetto contabile e strategico al fine riuscire a comprendere al meglio le implicazioni che un'operazione di tale portata avrà all'interno del mercato nel medio-lungo termine. L'impatto avuto da INWIT sul mercato delle TLC e sul *business* delle Torri è stato rilevante e non poteva essere altrimenti visto che in poco tempo è sorta una società capace di ritagliarsi un ruolo fondamentale nell'economia del settore e valutata circa due miliardi di euro.

Sono state fatte diverse ipotesi circa le ragioni che hanno spinto Telecom Italia a scorporare il ramo d'azienda costituito dalle Torri.

Una prima ipotesi ha riguardato la volontà di Telecom di creare una società destinata alla vendita per poter reperire fondi con cui ridurre il proprio debito ed effettuare gli investimenti necessari a continuare a recitare il ruolo di *player* principale all'interno del mercato italiano.

Successivamente è stato posto l'accento sugli effetti che l'operazione ha avuto su un'altra voce di bilancio che rappresenta un problema per Telecom Italia: l'avviamento.

Dopo una breve analisi si è giunti alla conclusione che gli effetti positivi sorti dalla nascita di INWIT e riguardanti la riduzione del debito e dell'avviamento erano da considerarsi degli effetti positivi secondari rispetto a quello che è il vero motivo che ha portato alla nascita di INWIT: la volontà di valorizzare al massimo un *asset* già presente all'interno di Telecom Italia, dotandolo della più ampia autonomia possibile.

## 6. Conclusioni

L'obiettivo della tesi, come accennato nell'introduzione, era di evidenziare come le operazioni di scissione e conferimento non fossero da considerarsi soltanto delle operazioni finalizzate a ridurre il *business* di un'impresa nei momenti di crisi ma possano rappresentare degli strumenti di fondamentale importanza per contribuire a creare valore per un'impresa.

A sostegno della tesi sopra riportata sono stati citati studi redatti da studiosi e dalle più note società di consulenza del mondo. Tutti questi studi concordano nell'affermare che una scissione non significhi necessariamente operare un ridimensionamento della propria attività, ma possa, invece, rappresentare un'importante opportunità per ristrutturare e riorganizzare la propria impresa così da riuscire ad aumentarne il valore ed a conseguire un vantaggio competitivo sempre maggiore.

Il filo conduttore di tutto l'elaborato è costituito dall'analisi di due operazioni straordinarie:

- la scissione;
- il conferimento d'azienda.

Queste due operazioni sono state analizzate prima dal punto di vista teorico avvalendosi della letteratura disponibile e successivamente in riferimento ad un caso pratico come quello di Telecom Italia ed INWIT.

Il primo capitolo ha evidenziato quali siano i principali strumenti che ha a disposizione il management per misurare il valore creato dalle diverse strategie legate all'utilizzo di operazioni straordinarie che vengono implementate.

Sono state studiate le basi teoriche dei diversi metodi valutativi evidenziandone i limiti teorici e studiandone i punti di forza e di debolezza.

Benché si possa affermare che il valore di un'azienda esiste sebbene nessuno sia in grado di sapere esattamente quale sia, questi metodi si ripropongono di stimarne con sufficiente

ragionevolezza l'ammontare. Ovviamente il valore stimato non è detto che coincida con il prezzo finale della transazione poiché vi è sempre la componente umana in queste operazioni che non può essere quantificata in numeri.

All'interno dello stesso capitolo è stata condotta un'analisi riguardante le principali operazioni straordinarie dando particolare rilievo alla fusione ed all'acquisizione d'azienda, le due operazioni opposte a quelle oggetto di studio in questa tesi.

Il capitolo successivo è completamente incentrato sulle operazioni di scissione e conferimento. In particolare si è notato come queste due operazioni siano utilizzate non solo come operazioni di dismissione del *business* ma soprattutto per dotare i diversi rami d'azienda di cui un'impresa è composta di una sempre maggiore autonomia che permetta loro di valorizzarsi maggiormente accrescendo così il proprio valore.

È stato visto come sebbene queste due operazioni siano molto simili tra loro dal punto di vista pratico, gli aspetti legali e formali sono profondamente diversi e con conseguenze molto differenti tra loro.

In particolare il conferimento è risultato essere maggiormente indicato per quelle società che non vogliano separarsi definitivamente del ramo d'azienda. A fronte del conferimento, infatti, esse riceveranno quote della società beneficiaria e potranno continuare a detenere il controllo del *business*.

L'operazione di scissione, invece, ha delle conseguenze più drastiche rispetto al conferimento in quanto prevede o l'estinzione della società scissa in due o più nuove entità o la perdita definitiva del controllo su di un ramo d'azienda. Le quote della società beneficiaria, infatti, andranno direttamente in capo ai soci della casa madre, alterandone il proprio portafoglio azionario.

Un'ulteriore e fondamentale differenza che divide le due operazioni è risultata essere il processo decisionale a cui sono subordinate. La scissione necessita dell'approvazione da parte dell'assemblea degli azionisti, mentre il conferimento può essere intrapreso dal management in via del tutto autonoma.

Procedendo nello studio si è incentrata l'attenzione ai diversi contesti in cui queste operazioni sono utilizzate dalle aziende: in particolare si è scelto di analizzare il settore delle Telecomunicazioni.

È stato osservato come l'andamento del mercato di riferimento sia strettamente legato all'andamento dell'economia del paese in cui le aziende operano.

A riprova di questa teoria sono stati riportati dati che evidenziano come tra i principali mercati europei (inglese, francese, tedesco, spagnolo ed italiano) i due mercati in cui il settore delle TLC sta incontrando maggiori difficoltà nell'uscire dalla crisi e dove ha registrato la flessione maggiore siano quello dell'Italia e quello della Spagna.

Questi due Paesi, infatti, sono i due, tra quelli citati, che stanno faticando più degli altri a fuoriuscire dalla crisi economica.

Alla luce dei dati di bilancio negativi riportati dai principali operatori di mercato è sorta la domanda se anche il prezzo delle azioni seguisse lo stesso *trend* negativo.

La risposta è stata negativa per entrambe le aziende quotate alla Borsa di Milano ed operanti nel settore delle TLC: Telecom Italia e Tiscali. Sebbene entrambe le società abbiano evidenziato dati economici sempre peggiori, il mercato continua ad apprezzare i due titoli.

Il contesto macroeconomico non rappresenta l'unica sfida a cui sono chiamati a rispondere i manager delle aziende di telecomunicazioni.

Il settore è uno di quelli maggiormente coinvolti dall'avvento dei nuovi *players* digitali che stanno rivoluzionando l'economia in generale. I colossi delle telecomunicazioni, caratterizzati da grandi spese derivanti dalla manutenzione della rete e da un alto tasso di indebitamento, si trovano a dover competere con aziende decisamente più snelle, caratterizzate da costi ridottissimi ed in grado di fornire lo stesso servizio degli operatori tradizionali.

In particolare è stato riportato l'esempio di WhatsApp che al momento dell'acquisizione da parte di Facebook impiegava solo 52 dipendenti per 450 milioni di clienti. Per comprendere l'enormità di tale dato si consideri come nel 2015 Telecom Italia impieghi circa 50.000 dipendenti per circa 30 milioni di clienti (tra rete fissa e rete mobile). Il contrasto ai *digital disruptor* richiede ingenti investimenti che gli operatori non sempre sono in grado di sostenere.

È il caso di Wind e H3G che per continuare a risultare competitive hanno deciso di fondersi tra loro in una *joint venture* paritetica.

Nell'ultimo capitolo, infine, è stata studiata l'operazione che ha portato alla nascita ed alla quotazione di INWIT da parte di Telecom Italia. L'operazione non poteva passare sotto silenzio poiché si tratta di un'azienda la cui quotazione è risultata un successo incredibile e che attualmente vale circa due miliardi di euro.

Data l'entità della scissione, l'operazione ha rappresentato un forte elemento di cambiamento all'interno del mercato.

Nel corso dell'elaborato si è cercato di evidenziare quali potranno essere gli scenari futuri che riguarderanno la società. Si è scelto, in particolar modo di porre l'accento sull'eventualità, da molti considerata remota, che INWIT non sarà oggetto di vendita, bensì diventerà uno degli *asset* fondamentali all'interno del Gruppo Telecom.

Oltre ai benefici ed alle motivazioni più strettamente strategiche che hanno riguardato l'operazione, all'interno del capitolo sono stati analizzati anche i benefici secondari, ma comunque apprezzabili, che la nascita di INWIT ha portato a Telecom in termini di alleggerimento del debito e dell'avviamento gravante sulla capogruppo.

Si è tenuto a specificare, tuttavia, come un'operazione di tale portata non possa esser stata dettata dalla sola esigenza di migliorare la situazione contabile della società, ma che rientri in un processo posto in essere da Telecom per continuare a valorizzare i propri *asset* e continuare a ricoprire il ruolo di *leader* di mercato che ha sempre ricoperto e che ricopre tutt'oggi.

## Bibliografia

AGCM, AGCOM,  *Mercati di accesso e reti di telecomunicazioni a banda larga e ultra-larga*, 2014

AGCOM, *Relazione annuale*, 2015

ALZONA GIANLUIGI, *Quotazione ufficiale e valore delle azioni*, l'Impresa, 1971

ASSOTELECOMUNICAZIONI, *Rapporto sulla filiera delle Telecomunicazioni in Italia*, 2015

BALDUCCI DANIELE, *Cessione e conferimento d'azienda*, Edizioni Fag, 2012

BENNEWITZ SARA, *Rai Way, Ei Towers, Inwit perché le torri valgono oro*, la Repubblica, 05/10/2015

BOFFELLI GIANLUIGI, *Valutare l'impresa*, Maggioli, 2014

BREALEY RICHARD A., MYERS STEWART C., ALLEN FRANKLIN, SANDRI SANDRO, *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill, 2010

CARLI STEFANO, *Telecom verso lo scorporo della rete ecco perché ora è una via obbligata*, la Repubblica, 30/05/2016

CAROLI MATTEO, *Gestione delle imprese internazionali*, McGraw-Hill, 2012

CASTELLANI GILBERTO, DE FELICE MASSIMO, MORICONI FRANCO, *Manuale di finanza*, il Mulino, 2005

CECCHI MASSIMO, *Strategie e sistemi di controllo. Uno schema di analisi*, Franco Angeli, 2001

CEROLI PIERPAOLO, MARCHEGIANI ANDREA, NATALUCCI GIANLUCA, RUGGIERI MARCO, SPRECA LETIZIA, *Valutazione d'azienda e operazioni straordinarie*, Giuffrè, 2014

CHEMMANUR THOMAS J., KRISHNAN KARTHIK, NANDY DEBARSHI K., *The effects of corporate spin-offs on productivity*, Journal of Corporate Finance, 2014

CISCO, *Cisco Visual Networking Index Global IP Traffic Forecast and Service Adoption, 2014–2019*, 2015

COLOMBI SIMONA, *La holding e il gruppo di imprese*, Maggioli, 2007

CONFALONIERI MARCO, *Trasformazione, fusione, conferimento, scissione e liquidazione delle società*, Gruppo 24 Ore, 2011

CORSI KATIA, *La comunicazione dell'impairment test dell'avviamento*, Giappichelli, 2013

CREMONA GIOVANNI, MONARCA PAOLO, TARANTINO NICOLA, *Manuale delle operazioni straordinarie*, IPSOA, 2009

CZERNICH NINA, FALCK OLIVER, KRETSCHMER TOBIAS, WOESSMANN LUDGER, *Broadband infrastructure and economic growth*, CESifo Working Paper Series, 2009

D'ASCENZO MONICA, *INWIT debutta con il botto*, il Sole 24 Ore, 22/06/2015

DITTMAR AMY K., *Capital structure in corporate spin-offs*, University of Michigan at Ann Arbor, 2002

ERNST&YOUNG, *Top 10 risks in telecommunications 2014*, Ernst&Young, 2014

FERRARA FRANCESCO JR, CORSI FRANCESCO, *Gli imprenditori e le società*, Giuffrè, 2011

FESTA CARLO, *Cellnex-F2i al bivio sulle torri Inwit*, il Sole 24 Ore, 10/03/2016

FIMMANÒ FRANCESCO, *Scioglimento e liquidazione delle società di capitali*, Giuffrè, 2011



FONTANA FRANCO, CAROLI MATTEO, *Economia e gestione delle imprese*, McGraw-Hill, 2013

GALVAGNI LAURA, *Inwit, debutto-boom in Borsa*, il Sole 24 Ore, 23/06/2015

GEROSA FRANCESCO, *Inwit, Mediobanca: M&A concreto nel breve*, Milano Finanza, 13/06/2016

GIUDICI GIANCARLO, *Finanziare le risorse dell'impresa*, Maggioli, 2015

GUATRI LUIGI, *Nuovi orizzonti per le stime del capitale economico d'impresa*, Finanza Marketing e Produzione, 1990

HARRISON JEFFREY S., JOHN CARON H. ST., *Foundations in strategic management*, South Western, 2009

HOOKE JEFFREY C., *M&A: a practical guide to doing the deal*, Wiley, 2015

HUYETT BILL, KOLLER TIM, *Finding the courage to shrink*, McKinsey&Company, 2011

KENGELBACH JENS, ROOS ALEXANDER, KEIENBURG GEORG, *Creating shareholder value with divestiture*, The Boston Consulting Group, 2014

KIRCHMAIER TOM, *The performance effects of European demergers*, London School of Economics, 2003

KOTZEN JEFF, STELLMASZEK FELIX, GELL JEFF, FRIEDMAN DANIEL, VALLURU KARTHIK, *Creating superior value through spin-offs*, The Boston Consulting Group, 2016

KPMG CORPORATE FINANCE, *Rapporto Merger&Acquisitions*, KPMG Advisoy. 2014

KRISHNASWAMI SUDHA, SUBRAMANIAM VENKAT, University of New Orleans, 1999

MALTONI MARCO, TASSINARI FEDERICO, *La trasformazione delle società*, IPSOA, 2011

MANZANA GIACOMO, IORI MICHELE, *Guida alla valutazione d'azienda*, Gruppo 24 Ore, 2014

MELE MARCO, *EI Towers (Mediaset) lancia OPA su Rai Way per un valore di 1,22 miliardi. Fonti Rai: OPA non amichevole*, il Sole 24 Ore, 25/02/2015

MILGROM PAUL, ROBERTS JOHN, *Economia, organizzazione e management*, il Mulino, 2005

NARAYANAN M. P., BURCH TIMOTHY R., NANDA VIKRAM K., *Industry Structure and the Conglomerate 'Discount': Theory and Evidence*, University of Michigan, 2000

NOE RAYMOND A., HOLLENBECK JOHN R., GERHART BARRY, WRIGHT PATRICK M., *Gestione delle risorse umane*, Apogeo, 2010

OLIVIERI ANTONELLA, *Enel batte Telecom: ha l'esclusiva per Metroweb*, il Sole 24 Ore, 25/05/2016

PASTERNAK ANDY, WININGER JIM, *Mastering the good breakup*, Bain&Company, 2014

PEDRIALI FRANCO, *Analisi finanziaria e valutazione aziendale*, Ulrico Hoepli, 2006

PERROTTA RICCARDO, *Le valutazioni di scissione*, Giuffrè, 2006

PENMAN STEPHEN H., SOUGIANNIS THEODORE, *A Comparison of Dividend, Cash Flow, and Earnings Approaches to Equity Valuation*, Wiley, 1998

PIERI VALERIO. *The Relevance and the Dynamics of Goodwill Values Under IAS/IFRS: Empirical Evidences from the 2005-2009 Consolidated Financial Statements of the Major Companies Listed in Italy*, Università di Roma Tre, 2010

PONS GIOVANNI, *Le cinque sfide di Cattaneo per rilanciare Telecom Italia*, la Repubblica, 04/04/2016

POTITO LUCIO, *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, Giappichelli, 2016

PRICEWATERHOUSECOOPERS, *Spin-off transactions*, PricewaterhouseCoopers, 2014

PRICEWATERHOUSECOOPERS, 2015 *Telecommunications trends*, PricewaterhouseCoopers, 2015

RIZZATO FABIO, *Le note al bilancio IAS/IFRS sulle aggregazioni aziendali*, Giuffrè, 2008

SAUNDERS ANTHONY, CORNETT MILLON MARCIA, ANOLLI MARIO, ALEMANNI BARBARA, *Economia degli intermediari finanziari*, McGraw-Hill, 2010

SAVIOLI GIUSEPPE, *Le operazioni di gestione straordinaria*, Giuffrè, 2012

SCOGNAMIGLIO PANSINI CARLO, *Economia industriale*, LUISS University Press, 2013

SORCI CARLO, *Le operazioni straordinarie come strumenti per lo sviluppo delle aziende*, Giuffrè, 2006

THOMAS DANIEL, *Telecom Italia open to deals over mobile towers group*, Financial Times, 08/06/2015

VELD CHRIS, VELD-MERKOULOVA YULIA V., *Value Creation Through Spin-Offs: A Review of the Empirical Evidence*, Monash University, 2008

VISCONTI MORO ROBERTO, *Conferimenti d'azienda*, Maggioli, 2012

VULPIANI MARCO, *Special cases of business valuation*

ZANDA GIANFRANCO, LACCHINI MARCO, ONESTI TIZIANO, *La valutazione delle aziende*, Giappichelli, 2013

ZAPPA GINO, AZZINI LINO, CUDINI GIUSEPPE, *Ragioneria generale*, Giuffrè, 1964

## Sitografia

Comunicato annunciante la fusione H3G/Wind:

<http://www.windgroup.it/it/media/comunicati/comunicato/article/ck-hutchison-e-vimpelcom-firmano-un-accordo-per-unire-le-loro-attivita-di-telecomunicazioni-in-ita/>

Bilancio FY 2011 Telecom Italia:

[http://www.telecomitalia.com/content/dam/telecomitalia/it/archivio/documenti/Investitori/Bilanci\\_di\\_esercizio/2011/RelazioneFinanziariaAnnuale-2011-GruppoTI.pdf](http://www.telecomitalia.com/content/dam/telecomitalia/it/archivio/documenti/Investitori/Bilanci_di_esercizio/2011/RelazioneFinanziariaAnnuale-2011-GruppoTI.pdf)

Bilancio FY 2012 Telecom Italia:

[http://www.telecomitalia.com/content/dam/telecomitalia/it/archivio/documenti/Investitori/Bilanci\\_di\\_esercizio/2012/RelazioneFinanziariaAnnuale2012GruppoTelecomItalia.pdf](http://www.telecomitalia.com/content/dam/telecomitalia/it/archivio/documenti/Investitori/Bilanci_di_esercizio/2012/RelazioneFinanziariaAnnuale2012GruppoTelecomItalia.pdf)

Bilancio FY 2013 Telecom Italia:

[http://www.telecomitalia.com/content/dam/telecomitalia/it/archivio/documenti/Investitori/Bilanci\\_di\\_esercizio/2013/Relazione-Finanziaria-Annuale-31dicembre2013.pdf](http://www.telecomitalia.com/content/dam/telecomitalia/it/archivio/documenti/Investitori/Bilanci_di_esercizio/2013/Relazione-Finanziaria-Annuale-31dicembre2013.pdf)

Bilancio FY 2014 Telecom Italia:

[http://www.telecomitalia.com/content/dam/telecomitalia/it/archivio/documenti/Investitori/Bilanci\\_di\\_esercizio/2014/Relazione-finanziaria-annuale2014GruppoTelecomItalia.pdf](http://www.telecomitalia.com/content/dam/telecomitalia/it/archivio/documenti/Investitori/Bilanci_di_esercizio/2014/Relazione-finanziaria-annuale2014GruppoTelecomItalia.pdf)

Bilancio FY 2015 Telecom Italia:

[http://www.telecomitalia.com/content/dam/telecomitalia/it/archivio/documenti/Investitori/Bilanci\\_di\\_esercizio/2015/Relazione-finanziaria-annuale2015.pdf](http://www.telecomitalia.com/content/dam/telecomitalia/it/archivio/documenti/Investitori/Bilanci_di_esercizio/2015/Relazione-finanziaria-annuale2015.pdf)

Bilancio 1Q 2016 INWIT:

<http://www.inwit.it/investitori/bilancierelazioni/relazione-finanziaria-trimestrale-2016>

Bilancio FY 2015 INWIT:

<http://www.inwit.it/investitori/bilanci-e-relazioni/relazione-finanziaria-annuale-2015>

Bilancio 3Q 2015 INWIT:

<http://www.inwit.it/investitori/presentazioni-e-webcast/relazione-finanziaria-novestrale-2015>

Bilancio 2Q 2015 INWIT:

<http://www.inwit.it/investitori/presentazioni-e-webcast/relazione-finanziaria-semestrale-2015>

Andamento azioni INWIT:

<http://www.borsaitaliana.it/borsa/azioni/scheda/IT0005090300.html?lang=it>

Andamento azioni Telecom Italia:

<http://www.borsaitaliana.it/borsa/azioni/scheda/IT0003497168.html?lang=it>

Andamento indice settoriale:

<http://www.borsaitaliana.it/borsa/indici/indici-settoriali/dettaglio.html?indexCode=IT6000&lang=it>

Risultati economici Vodafone:

<http://www.vodafone.it/portal/Vodafone-Italia/Chi-siamo/Obiettivi-e-risultati/Risultati-Finanziari/corporate-storico-risultati-finanziari>

Risultati economici FY 2011 Fastweb:

<http://company.fastweb.it/fastweb-ricavi-a-1-8801-milioni-di-euro/>

Risultati economici FY 2012 Fastweb:

<http://company.fastweb.it/fastweb-annuncia-i-risultati-dellanno-2012/>

Risultati economici FY 2013 Fastweb:

<http://company.fastweb.it/fastweb-crescita-del-10-della-clientela-nel-2013/>

Risultati economici FY 2014 Fastweb:

<http://company.fastweb.it/fastweb-annuncia-risultati-economico-finanziari-del-2014-crescita-di-clienti-fatturato-e-margini/>

Risultati economici FY 2015 Fastweb:

<http://company.fastweb.it/fastweb-annuncia-i-risultati-economico-finanziari-del-2015-solida-crescita-di-clienti-fatturato-e-margini-risultato-netto-e-generazione-di-cassa-ampiamente-positivi/>

Bilancio FY 2015 Wind:

[http://www.windgroup.it/fileadmin/reports/annual\\_reports/2015/it/Fascicolo\\_WIND\\_Group\\_12-2015\\_ita.pdf](http://www.windgroup.it/fileadmin/reports/annual_reports/2015/it/Fascicolo_WIND_Group_12-2015_ita.pdf)

Bilancio FY 2014 Wind:

[http://www.windgroup.it/fileadmin/reports/annual\\_reports/2014/it/Bilancio\\_ITA\\_WIND\\_12-2014\\_final.pdf](http://www.windgroup.it/fileadmin/reports/annual_reports/2014/it/Bilancio_ITA_WIND_12-2014_final.pdf)

Bilancio FY 2013 Wind:

[http://www.windgroup.it/fileadmin/reports/presentations/2013/it/Fascicolo\\_Gruppo\\_WIND\\_31\\_12\\_2013.pdf](http://www.windgroup.it/fileadmin/reports/presentations/2013/it/Fascicolo_Gruppo_WIND_31_12_2013.pdf)

Bilancio FY 2012 Wind:

[http://www.windgroup.it/fileadmin/reports/annual\\_reports/2012/it/WIND\\_31\\_12\\_2012\\_fascicolo\\_I  
TA.pdf](http://www.windgroup.it/fileadmin/reports/annual_reports/2012/it/WIND_31_12_2012_fascicolo_I<br/>TA.pdf)

Bilancio FY 2011 Wind:

[http://www.windgroup.it/fileadmin/reports/annual\\_reports/2011/it/FASCICOLO\\_WIND\\_TELECOMU  
NICAZIONI\\_2011\\_ITA.PDF](http://www.windgroup.it/fileadmin/reports/annual_reports/2011/it/FASCICOLO_WIND_TELECOMU<br/>NICAZIONI_2011_ITA.PDF)

Andamento azioni Tiscali:

<http://www.borsaitaliana.it/borsa/azioni/scheda/IT0004513666.html?lang=it>

Sito ufficiale della Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia:

<https://www.cnmc.es/es-es/cnmc/sobrelacnmc.aspx>

Sito ufficiale della Bundesnetzagentur:

[http://www.bundesnetzagentur.de/DE/Home/home\\_node.html](http://www.bundesnetzagentur.de/DE/Home/home_node.html)

Sito ufficiale dell'Autorité de Régulation des Communications Électroniques et des Postes:

<http://www.arcep.fr/>

Sito ufficiale del'Office of Communication:

<http://www.ofcom.org.uk/>



*Dipartimento di Impresa e Management*

*Cattedra: Strategia d'impresa*

## ***Abstract***

# **Operazioni di finanza straordinaria: il caso Telecom Italia - INWIT**

**RELATORE**

**Prof. Franco Fontana**

**Federico Gentili**

***Matr. 666281***

**CORRELATORE**

**Prof. Alessandro Zattoni**

**ANNO ACCADEMICO 2015/2016**

<b>1. INTRODUZIONE</b>	<b>2</b>
<b>2. LE OPERAZIONI DI FINANZA STRAORDINARIA</b>	<b>4</b>
<b>3. LA SCISSIONE ED IL CONFERIMENTO D'AZIENDA</b>	<b>7</b>
<b>4. IL SETTORE DELLE TELECOMUNICAZIONI</b>	<b>10</b>
<b>5. IL CASO TELECOM ITALIA – INWIT</b>	<b>13</b>
<b>6. CONCLUSIONI</b>	<b>16</b>



## 1. Introduzione

Le operazioni di finanza straordinaria si distinguono da quelle ordinarie poiché comportano delle modifiche significative nella dimensione e nel *business* della società. Questo tipo di operazioni vengono decise dal *top management* e sono uno strumento importante per poter permettere all'azienda di svilupparsi. Il ricorso a tali operazioni, tuttavia, è estremamente rischioso poiché comportano un impatto su ogni aspetto della vita aziendale. Queste operazioni devono essere pianificate attentamente andando a considerare l'impatto che hanno sul capitale umano di cui è composta l'azienda e sull'identità stessa della società. Il rischio, infatti, è quello di creare valore nel breve termine ma di distruggere l'impresa nel lungo periodo. È il caso ad esempio di aziende che decidono di operare acquisizioni o fusioni in maniera troppo repentina compromettendo, in tal modo, le loro possibilità di successo.

In quest'ottica anche operazioni di contrazione dell'attività possono essere viste come *step* fondamentali nella creazione di valore aggiunto da parte di un'impresa. I dati di mercato e diversi studi, infatti, evidenziano come tutte quelle attività e strategie volte a focalizzare l'impresa sul proprio *core business* siano assai apprezzate dagli investitori. Spesso si tende a pensare come maggiore siano le dimensioni di un'impresa e maggiore sia il valore della stessa. Vi sono molti casi, invece, in cui il valore delle imprese considerate singolarmente risulta essere superiore al valore delle società considerate come un'unica entità. Questo avviene poiché talvolta l'impresa non è in grado di sfruttare appieno le sinergie che si possono creare tra le sue diverse componenti e, di conseguenza, l'effetto derivante da una concentrazione di attività in capo ad un unico soggetto risulta nullo. La letteratura, in considerazione delle possibili inefficienze presenti nei grandi gruppi industriali, contesta un *conglomerate discount* al momento di valutare grandi aggregati di imprese. Alternativamente, il favore con cui vengono accolti i diversi *spin-off* aziendali deriva dal fatto che aziende più piccole possono reagire in maniera più veloce a cambiamenti repentini del mercato, magari grazie al sostegno finanziario di *holding* che forniscano i capitali ma che non interferiscano nella gestione quotidiana. Occorre inoltre considerare come imprese più piccole siano meno sottoposte all'attenzione delle autorità di sorveglianza (nel caso di società operanti in settori regolamentati).

Negli ultimi anni un settore è stato particolarmente interessato da un incremento del ricorso alle operazioni di finanza straordinaria: il settore delle Telecomunicazioni. Tra le operazioni più rilevanti, a livello nazionale si possono segnalare: la nascita e la successiva vendita di Galata (*spin-off* di Wind), la nascita e la successiva quotazione di INWIT (*spin-off* di Telecom Italia) e l'annuncio della fusione

tra Wind e H3G Italia. Il settore delle Telecomunicazioni è uno dei settori più importanti e strategici per l'economia di un Paese. Recenti studi, infatti, hanno dimostrato un legame molto stretto tra l'accesso alla banda ultralarga e l'andamento del PIL di una nazione. Il comparto delle TLC è uno di quelli che ancora non è pienamente uscito dalla crisi economica che ha colpito l'intero sistema economico mondiale.

Le aziende operanti nel settore registrano dei pesanti cali dei ricavi indipendentemente dall'area geografica in cui operano. Parte della colpa di questo crollo è da attribuirsi ad un continuo calo delle tariffe applicate dagli operatori in una "guerra al ribasso" finalizzata a cercare di aumentare la propria quota di mercato. Il settore, inoltre, necessita di continui investimenti per riuscire a soddisfare la crescente domanda di accesso alla rete: questa è, infatti, destinata ad aumentare di tre volte nel giro di soli cinque anni! Per riuscire a reperire i fondi necessari ad innovare le proprie strutture le aziende stanno iniziando a riconsiderare per intero la propria catena del valore cercando di concentrarsi sulle attività che possano garantir loro un reale vantaggio competitivo rispetto ai concorrenti. In quest'ottica tutte le attività di supporto alla trasmissione del segnale e comuni a tutte le imprese operanti all'interno del settore vengono riviste considerando una possibile messa a comune delle risorse. È il caso dei siti su cui insistono gli apparati di trasmissione del segnale, le cosiddette Torri. Ogni operatore di telefonia, oltre ai diversi operatori radiofonici e televisivi, ha il proprio parco di siti su cui sono installate le proprie antenne. Questo *asset*, alla luce dei recenti sviluppi economici, si è rivelato poco valorizzato se tenuto all'interno del proprio complesso aziendale, da qui la tendenza dei grandi operatori di mercato a rendere autonomo il ramo d'azienda attraverso conferimenti in *newco*. Benché dotato di maggiore autonomia ed in grado di generare importanti flussi di cassa, i diversi operatori si stanno iniziando a domandare se non sia meglio vendere l'*asset* o comunque dividerlo con altri operatori così da abbattere i costi ed aumentare i ricavi.

Sull'onda di queste considerazioni a Gennaio del 2015 Telecom Italia annuncia la nascita di INWIT, una *newco* facente parte del Gruppo della società di Piazza Affari creata per accogliere il conferimento riguardante il ramo d'azienda delle torri di trasmissione. Data l'entità del conferimento (circa 11.000 siti) l'azienda si può definire uno dei *leader* di questo settore. Nel Giugno dello stesso anno Telecom Italia ha predisposto la quotazione della stessa INWIT sulla Borsa di Milano, quotando un flottante pari al 40% dell'intero capitale sociale e raccogliendo oltre 800 milioni di euro da quella che è stato uno dei più redditizi processi di quotazione della storia. Telecom si è, inoltre, dichiarata disposta a considerare offerte per il 60% delle quote rimaste in suo possesso, destando l'interesse di numerosi operatori nazionali (EI Towers) ed internazionali (Cellnex Telecom).

## 2. Le operazioni di finanza straordinaria

Le operazioni straordinarie sono operazioni societarie che implicano il ricorso a forme di finanziamento differenti rispetto a quelle comunemente utilizzate dall'azienda. In finanza aziendale la differenza principale con le operazioni definite ordinarie consiste nella modifica in termini di dimensione e composizione del passivo della società. Queste operazioni rientrano tra le strategie di *corporate* e vengono decise da i vertici aziendali ed ha l'obiettivo di creare valore nel medio-lungo termine. Il valore atteso della strategia, affinché essa sia implementata, deve essere realisticamente stimato e, salvo casi specifici dove la strategia venga attuata per fini ad esempio politici o di immagine, positivo.

Nel complesso possiamo distinguere i metodi valutativi in due grandi categorie: metodi diretti, metodi indiretti.

I primi fanno riferimento direttamente ai prezzi osservabili sul mercato per quel che riguarda quote di capitale dell'azienda oggetto di valutazione o di aziende ad essa comparabili.

Il metodo diretto più utilizzato è quello basato sui moltiplicatori empirici si fonda sulla teoria che il valore di un'impresa possa essere determinato sulla base di multipli di indicatori chiave riferiti ad una serie di imprese comparabili. La fase cruciale nell'applicazione di tale metodo consiste nell'identificazione di un *panel* di comparabili omogeneo in termini di: settore di mercato di appartenenza, condizioni competitive, dimensioni dell'impresa, margine di profitto, *trend* di crescita dei *cash flows* e rischiosità. Le condizioni enunciate raramente si verificano ed, inoltre, non è possibile stabilire quale sia l'indicatore economico da utilizzare affinché il processo valutativo sia maggiormente affidabile. Tale metodo risulta, dunque, caratterizzato da un alto grado di soggettività. Si possono individuare due tipologie di multipli: multipli *equity side* e multipli *asset side* a seconda che valutino direttamente il capitale sociale dell'impresa o il complesso aziendale nel suo insieme. Il limite all'applicabilità di questi metodi, che li porta ad essere utilizzati più come metodi di controllo all'interno del processo valutativo che non come metodi principali, è rappresentato dal fatto che ogni transazione è caratterizzata da dinamiche uniche tali per cui risulterà molto difficile costituire un *panel* di comparabili o individuare una compravendita analoga a quella oggetto di valutazione.

I metodi indiretti sono, dunque, preferiti all'interno dei processi valutativi e prendono come riferimento delle grandezze "flusso" o delle grandezze di tip "stock". I metodi comunemente utilizzati per valutare una strategia sono il *Discount Cash Flow* (DCF) ed il metodo dell'EVA<sup>®</sup> che fanno parte di due macro-famiglie di metodi di valutazione; il primo è un metodo finanziario, il secondo viene

definito metodo misto. Alla base dei metodi finanziari, e dunque del DCF, vi è la teoria che afferma che il valore di un'impresa è pari al flusso di ricavi che sarà in grado di generare nel futuro, scontato dell'opportuno tasso. L'altro metodo molto utilizzato per valutare una strategia, e più in generale un'impresa, è il metodo dell'*Economic Value Added*, meglio noto come EVA<sup>®</sup>. Tale metodo valutativo è in grado di individuare il valore aggiunto apportato dai manager su base annua. L'EVA<sup>®</sup> è calcolato partendo dallo *spread* tra il WACC ed il ROCE (*Return on Capital Employed*), moltiplicato, successivamente per il capitale investito dall'azienda in attività operative.

Le operazioni straordinarie costituiscono un punto di rottura dell'equilibrio aziendale raggiunto e, senza i dovuti accorgimenti, possono comportare una riduzione di valore dell'impresa. L'obiettivo principale per un'impresa che voglia vincere sul mercato e continuare a creare valore in maniera sempre crescente, non può non essere quello di crescere. La crescita di un'impresa può essere interna od esterna. Nel primo caso si basa su una pianificazione di interventi di investimento attraverso fonti di finanziamento proprie. Questo processo richiede, però, un grande sforzo economico ed organizzativo.

Le acquisizioni permettono, invece, di ottenere immediatamente il *know how* dell'impresa acquisita, così da poter sfruttare sin da subito le sinergie che si vengono a creare ed entrare con tempi molto più stretti all'interno del mercato. Tutti questi vantaggi derivanti dall'acquisizione non devono però trarre in inganno. In alcuni casi la crescita interna è preferibile poiché mediante le acquisizioni vi è il rischio di appropriarsi di competenze e fattori produttivi, già propri dell'acquirente. La crescita interna, grazie al suo sviluppo più lento rispetto all'acquisizione, permette all'impresa di crescere compatibilmente alle modalità a lei più congeniali. Il termine acquisizione si riferisce tanto agli acquisti di pacchetti azionari tali da garantire il controllo dell'acquisita, quanto ad apporti di aziende o rami aziendali. Il valore complessivo dell'operazione dipenderà dal valore delle sinergie che si riusciranno a creare tra l'acquirente e l'acquisita.

Un'altra operazione finalizzata ad aumentare le dimensioni dell'azienda è la fusione. Questa consiste in un'unificazione tra due o più società che ha, come primo e fondamentale risultato, l'effetto di far sì che i soci delle due o più imprese distinte, partecipanti all'operazione, si ritrovino a detenere il capitale sociale della medesima azienda. Tra le differenti tipologie di fusione, quella che avviene per incorporazione è di gran lunga quella più utilizzata dalle imprese. È caratterizzata da una società principale che prende l'iniziativa dell'operazione e si preoccupa del processo di integrazione. La principale differenza che intercorre tra le fusioni e le acquisizioni, ed il motivo per cui le prime sono

preferibili, e che le fusioni non comportano un esborso di liquidità. Questo permette ad aziende che non vogliano, o non possano, spendere somme ingenti di poter crescere dimensionalmente.

Attraverso le fusioni è possibile perseguire tre tipi diversi di strategie: integrazione orizzontale, integrazione verticale e diversificazione. Parleremo di fusioni orizzontali, quando l'azienda si espande nello stesso settore o in settori in cui è possibile sfruttare molteplici sinergie di tipo distributivo o produttivo. Tali fusioni permettono alla neonata azienda di rafforzare ed ampliare il proprio potere di mercato. Un'ulteriore spinta che può portare l'azienda ad integrarsi orizzontalmente può essere quella incorporare potenziali concorrenti così da evitare future minacce alla propria quota di mercato. L'integrazione verticale, invece, permette all'impresa di integrare, all'interno della propria struttura, fasi diverse della filiera produttiva come, ad esempio, la produzione di materie prime o la rete vendita.

Le ultime due operazioni straordinarie studiate nel corso del capitolo sono la trasformazione d'azienda e la liquidazione.

La prima ha un'importante rilevanza giuridica, infatti, alla luce delle proprie caratteristiche 'azienda identifica quale sia la forma societaria più idonea da adottare per evitare di incorrere nel cosiddetto rischio di forma giuridica, di agire, quindi, sotto una veste giuridica inadatta. Questo può succedere quando una società di persone, o una società a responsabilità limitata, raggiunga una dimensione tale per cui decida di cambiare la propria forma giuridica in società per azioni ed avere così la possibilità di affacciarsi, attraverso ulteriori procedure, sul mercato azionario. Allo stesso tempo è possibile anche il caso inverso, ossia che, in caso di grave e continuata crisi aziendale, la S.p.A. decida di "retrocedere" a S.r.l. per poter risparmiare sugli oneri di funzionamento. Vi sono poi casi limite in cui le società decidano di alterare la propria natura giuridica per godere di più ampia autonomia eludendo alcuni tipi di controlli (l'attenzione che il legislatore presta alle società di persone, ad esempio, non è la stessa che presta alle società di capitali).

La liquidazione di un'azienda, invece, rappresenta la fine del carattere di continuità che caratterizza l'attività di un'impresa. I fattori che possono portare il venir meno il principio di continuità aziendale possono essere interni o esterni. I fattori endogeni sono i più comuni e dipendono, generalmente, dall'andamento economico-finanziario dell'azienda e del mercato in generale.

Per quanto riguarda la scissione ed il conferimento d'azienda si fa rimando al capitolo successivo, poiché, data l'importanza che rivestono nell'economia complessiva dell'elaborato si è scelto di dedicar loro un capitolo a parte.

### 3. La scissione ed il conferimento d'azienda

La scissione è un'operazione di finanza straordinaria attraverso la quale l'azienda fraziona il proprio patrimonio trasferendolo ad una o più società, siano esse di nuova costituzione o preesistenti.

Decidere di intraprendere un'operazione di scissione è una scelta che viene comunicata con un certo timore da parte del management in quanto vi è la preoccupazione che il mercato possa interpretare tale scelta come l'ammissione del fallimento di strategie intraprese in precedenza. La scissione, inoltre, al contrario della cessione, riduce le dimensioni della società senza, tuttavia, generare un ritorno in termini di liquidità che possa essere reinvestita in un secondo momento.

A tali preoccupazioni, seppur legittime, si può opporre un principio fondamentale della finanza aziendale ossia che l'impresa genera maggior valore per gli azionisti quando è inserita nel miglior contesto possibile ed in tal senso una scissione potrebbe rappresentare un'opportunità, piuttosto che una minaccia. A questo si aggiunge il fatto che, secondo recenti studi, gli azionisti tendono a non preoccuparsi delle dimensioni aziendali una volta che queste superino una certa soglia di capitalizzazione. La chiave del successo, in una scissione, risiede nel comprendere come si crea il valore. Nell'ultimo periodo si è assistito ad un'inversione del *trend* in merito alla diversificazione operata dalle imprese che hanno iniziato a ricorrere in misura sempre maggiore al conferimento d'azienda ed alla scissione per tornare a focalizzarsi sul proprio *core business*.

Per valutare la bontà dell'operazione di scissione occorre ricordare che acquisizioni e fusioni creano valore solo nel caso in cui esistano delle sinergie tra la casa madre e le sussidiarie. Alternativamente la somma dei flussi di cassa post-scissione equivale al flusso di cassa complessivo generato ante fusione. La scissione appare come un processo inevitabile nel caso in cui si dovesse rilevare la presenza di sinergie negative, che distruggano valore, o in presenza di diseconomie di scala. Attraverso lo scorporo l'impresa è in grado di eliminare quei rami d'azienda che mal si combinano con la strategia delineata dal management. È possibile, inoltre, notare come si possa verificare un miglioramento nel rapporto con il mercato dei capitali; un'azienda di dimensioni più contenute è in grado di allocare più efficacemente le proprie risorse ed è in grado di relazionarsi meglio con determinati investitori. Dal punto di vista della *corporate governance* le imprese partecipanti alla scissione, sia le beneficiarie che l'azienda madre, vedono la loro struttura organizzativa e burocratica alleggerita aumentando così la propria efficienza. A seguito della scissione le sussidiarie potranno intraprendere strategie autonome dalla casa madre e più idonee a generare valore nel proprio *business* senza doversi coordinare con altri rami aziendali.

Le strategie che si intendono perseguire attraverso processi di scissione sono analoghe a quelle del conferimento d'azienda. Entrambi i processi sono volti a focalizzare l'impresa sul suo *core business* o ad operare un semplice decentramento di attività, sempre con l'obiettivo di creare valore aggiunto. In alcuni ambiti, infatti, può essere conveniente fare in modo che l'impresa si concentri su attività specifiche demandando le altre ad entità autonome: si pensi, ad esempio, alla possibilità di concentrarsi su una tipologia particolare di clientela, di tecnologia, o di mercato. Ciascuna *business area* deve essere valutata periodicamente per riuscire a comprendere se il valore che genera per l'intero complesso aziendale è sufficiente o se, invece, riuscirebbe a creare maggior valore nel caso in cui fosse inserita in un diverso contesto. Per creare valore attraverso il processo di scissione bisogna avere chiara una pianificazione di lungo termine che vada oltre il primo periodo di vita dello *spin-off*. Inizialmente sarà fisiologico che l'impresa di nuova costituzione non risulti integrata con il resto del complesso aziendale e nel caso in cui non sia stata già predisposta una strategia concreta ben prima che la scissione abbia luogo sarà estremamente complesso riuscire a completare l'operazione con successo. È necessario riuscire ad aver compreso fino in fondo quali saranno i punti di forza della nuova impresa e che valore aggiunto può creare l'impresa *stand-alone* rispetto al valore che riusciva a generare all'interno del complesso aziendale.

Similmente con quanto avveniva per le altre operazioni straordinarie, anche nel caso della scissione si deve procedere ad un processo valutativo del complesso aziendale, specie nel caso in cui la destinataria dei beni sia una società già esistente; in tal caso occorre, inoltre, determinare il rapporto di cambio tra le azioni delle due società. La letteratura ha più volte posto in evidenza come il patrimonio netto di un'impresa diversificata sia sottoposto ad un *conglomerate discount*, problema a cui la scissione e la focalizzazione sul *core business* si pone come soluzione.

Benché scissione e conferimento perseguano finalità strategiche simili, queste risultano caratterizzate da alcune differenze fondamentali, prima fra tutte il fatto che la scissione è subordinata ad approvazione assembleare, il conferimento no. Il termine conferimento d'azienda si riferisce a quell'operazione di finanza straordinaria in cui l'impresa conferente cede l'intero complesso aziendale, o parte di esso, ad un'altra società, sia essa già preesistente o di nuova costituzione. Alla società che opera il conferimento spetta, in contropartita, una partecipazione nella società che riceve il ramo d'azienda.

L'operazione vede la presenza di due attori il conferente, la società o persona fisica (il conferimento, a differenza della scissione, può avvenire anche, infatti, tra persone fisiche e società) che conferisce la propria azienda o ramo d'azienda e riceve in cambio di azioni o quote della società ricevente - ed

il conferitario, ossia la società, già esistente o istituita appositamente per ricevere il conferimento, che riceve l'azienda, o un ramo di essa, che le viene conferito e che in cambio assegna al conferente un determinato ammontare di azioni o quote del proprio capitale sociale.

La società conferente può continuare ad esistere come società industriale qualora il ramo conferito non rappresenti l'insieme delle proprie attività produttive, oppure come società finanziaria, gestendo la partecipazione nella società industriale conferitaria.

Il rationale strategico sottostante l'operazione del conferimento può essere finalizzato al raggiungimento di diversi obiettivi. In primo luogo è possibile che l'operazione di conferimento sia parte di un processo di concentrazione in capo al destinatario del conferimento.

La concentrazione può avvenire lungo due direttrici: verticale e orizzontale. Nel primo caso si persegue un obiettivo di economicità attraverso l'incorporazione di diverse fasi della filiera produttiva, mentre attraverso la concentrazione orizzontale si ricerca una maggiore efficienza attraverso una crescita dimensionale che permetta di sfruttare, ad esempio, le economie di scala. La concentrazione può, inoltre, essere conglomerale nel caso in cui l'impresa diversifichi la propria attività in aree non connesse al proprio *core business*.

Con il conferimento l'azienda conferente può continuare ad operare in diversi settori mantenendo, allo stesso tempo, il controllo sulla società conferitarie grazie alle partecipazioni acquisite al momento del conferimento.

Se il conferimento ha come oggetto l'intero complesso aziendale potrebbe essere assimilabile ad una sorta di cessione, spinta dalla volontà di rilanciare la propria azienda senza perderne del tutto la proprietà. Un'altra prassi molto comune è quella che vede un'azienda di tipo industriale e multi-business trasformarsi in una *holding* di tipo finanziario. Se il conferimento riguarda, invece, solo un ramo aziendale, verosimilmente l'impresa ha intrapreso un cammino di riorganizzazione interna, magari andando a separare due rami aziendali già fondamentalmente autonomi. In questo modo i diversi rami possono svilupparsi in maniera autonoma senza che le proprie strategie debbano influenzare l'altro alterandone le *performance*.

L'operazione, tuttavia, comporta notevoli problematiche che devono essere affrontate specialmente dalla conferitaria.

Il conferimento, infatti, raramente si limita ad un trasferimento di sole attività e passività patrimoniali, ma si accompagna ad un passaggio di risorse manageriali ed umane che devono essere adeguatamente integrate nel nuovo contesto.



#### 4. Il settore delle Telecomunicazioni

Il settore delle Telecomunicazioni ha risentito enormemente della congiuntura economica particolarmente sfavorevole degli ultimi anni poiché è strettamente connesso all'andamento macroeconomico che lo circonda. Uno studio recente, effettuato su di un campione di paesi appartenenti all'OCSE, in un periodo precedente alla crisi economico-finanziaria, ha evidenziato come ad un incremento del 10% del tasso di penetrazione degli accessi a banda larga corrisponda un aumento dello 0,9-1,5% del PIL pro-capite.

Il settore delle Telecomunicazioni risulta caratterizzato da una fortissima concorrenza interna incentrata, soprattutto, su una battaglia dei prezzi che ha portato ad un crollo dei ricavi anche a fronte dell'aumento del volume complessivo di dati (nel senso più ampio del termine). La "corsa al ribasso" ha portato una diminuzione dei prezzi complessiva, del 49% in soli quattro anni. Per rendersi conto di questo calo si consideri che un consumatore medio ha visto, nell'arco di 48 mesi, la sua spesa media ridursi di circa 20 euro al mese. Tale dato risulta in contrasto con il *trend* delle tariffe applicate dai fornitori di luce, gas ed acqua.

Il settore risulta, inoltre, sotto attacco dalle nuove *app*, come ad esempio WhatsApp, che stanno allargando il proprio raggio d'azione andando a minacciare quello che è il *core business* dei tradizionali operatori telefonici. Queste applicazioni sono in grado di fornire i medesimi servizi degli operatori tradizionali a costi infinitamente inferiori.

Analizzando i dati economici della filiera italiana delle TLC a partire dal 2008, emerge come il comparto nel corso di questi anni abbia bruciato circa 11,5 miliardi di euro pari al 21% del valore iniziale. Nonostante i loro sforzi volti a contenere le spese, le imprese dovranno necessariamente affrontare nuovi costi per implementare, mantenere ed aggiornare le proprie reti anche se i ricavi che saranno generati da tali investimenti saranno per lo più limitati; questo vale specialmente nei paesi emergenti, caratterizzati da un ricavo medio per utente molto contenuto. Il 2014 fa registrare una significativa diminuzione dell'EBITDA riportato in bilancio dai diversi operatori, pari a -13% poiché la riduzione dei costi raggiunta dagli operatori non è riuscita a compensare la riduzione dei ricavi. L'attività di razionalizzazione delle risorse da parte dei diversi attori di mercato ha portato ad un calo dei costi quantificabile in un -30% in sette anni. Questo dato, seppur rilevante, come detto, non è bastato a far fronte al crollo dei ricavi e, di conseguenza, l'incidenza dell'EBITDA sui ricavi è scesa

al 36%, uno dei dati più bassi mai registrati. In questo scenario, è mutato radicalmente il rapporto tra le fonti dei ricavi: voce *retail*, dati *retail*, *wholesale*, altri ricavi. La componente di fonia è passata dal generare quasi il 50% dei ricavi complessivi, a poco più di un terzo. Discorso inverso per quel che riguarda la componente dati che raddoppia, all'incirca, il proprio peso (dal 16% al 35%), raggiungendo il medesimo livello della componente di fonia. Tale *trend* appare coerente con lo tsunami digitale che sta colpendo il settore. Negli ultimi anni, infatti, solo le società "over-the-top", ossia i fornitori di servizi sprovvisti delle infrastrutture di rete, hanno registrato un aumento dei ricavi e di clienti, mentre gli operatori tradizionali presentano dei ricavi stagnanti anche a fronte di un aumento degli investimenti. Il settore delle TLC, è, infatti, uno dei settori a più alta intensità di capitale, che richiede, cioè, un gran numero di investimenti che, tuttavia, nell'ultimo periodo, non stanno rendendo come ci si aspettava. Il processo di digitalizzazione risulta assai più agevole per le compagnie TLC di piccola dimensione, poiché sono caratterizzate da una maggiore agilità che permette loro di ridisegnare i propri obiettivi e la propria catena del valore con minor sforzo e più velocemente, per rispondere ai mutamenti del mercato. I fondi per poter intraprendere questo percorso di digitalizzazione dovrebbero arrivare da un'ottimizzazione dei costi operativi attraverso un utilizzo più efficiente delle infrastrutture della rete TLC, in generale ottimizzando l'uso della fibra ottica disponibile, utilizzo di nuove tecnologie più flessibili/configurabili per offrire nuovi servizi ai clienti e con consumi decrescenti. La forte contrazione avuta dal settore non poteva non avere delle ricadute in termini occupazionali: -11% nel quinquennio 2010-2014.

All'interno del mercato il ruolo di *incumbent* spetta, senza ombra di dubbio a Telecom Italia che rappresenta il leader sia nel ramo della rete fissa che in quello della rete mobile. I dati aggiornati a Giugno 2014 evidenziano un mercato al dettaglio dei servizi di accesso a Internet a banda larga da rete fissa estremamente concentrato con 25 imprese operanti sul mercato, di cui solo otto hanno una quota di mercato superiore all'1% e solo quattro di essi superano il 5%. Gli operatori alternativi offrono i servizi a banda larga attraverso infrastrutture proprie e, per la parte terminale della rete, ricorrendo principalmente all'offerta di prodotti di accesso all'ingrosso a banda larga di Telecom Italia di tipo fisico. Telecom Italia detiene il 58,8% del mercato: valore che, per seppur in flessione di 1,5 punti percentuali rispetto all'anno precedente (2013), permette all'azienda di avere saldamente sotto controllo il mercato. Per quel che riguarda il settore della telefonia mobile, in Italia, attualmente,

sono presenti quattro operatori dotati di reti proprietarie diffuse sull'intero territorio nazionale. Anche in quest'area il ruolo di *market leader* spetta a Telecom Italia, seppur la sua *leadership* non sia troppo marcata. L'azienda possiede il 32,9% del mercato, soli 2,6 punti percentuali sopra rispetto a Vodafone.

Gli equilibri di mercato fin qui analizzati sono, tuttavia, destinati a mutare in seguito all'annuncio congiunto, del 6 Agosto 2015, di Wind e H3G, in cui veniva comunicato il raggiungimento di un accordo per una *joint venture* paritetica. Il nuovo colosso potrà contare su oltre 31 milioni di clienti mobili e 2,8 milioni nel fisso.

Questa fusione fa parte della nuova ondata di fusioni che sta ridefinendo l'industria delle telecomunicazioni in tutto il mondo. Questo *trend* si è intensificato negli ultimi anni poiché ad oggi vi è la possibilità di sfruttare le sinergie tra operatori di paesi differenti.

Dalle analisi condotte è emerso un risultato particolarmente interessante: anche a fronte di un consolidato *trend* negativo dei dati di bilancio delle società, il prezzo delle azioni ha evidenziato un andamento positivo. Per quel che riguarda l'analisi dei ricavi e dell'EBITDA, infatti, queste mostrano come il settore sia interessato da una crisi che, seppur diminuendo la propria intensità, non è ancora superata.

La sfida per gli operatori consiste nel mettere al centro dei propri progetti i consumatori aumentando l'efficienza e l'agilità della rete per poter competere in un mercato in cui i clienti hanno un gamma sempre più ampia in termini di scelta; il rischio, in caso contrario, è di dover cedere il passo ai cosiddetti *disruptive digital players*. Un'ulteriore sfida riguarda la possibilità di *Big Data* di cui dispongono. Whatsapp, che aveva nei dati l'unico suo *asset*, è stata pagata 19 miliardi di dollari da parte di Facebook.

Il contesto macro-economico sfavorevole ha causato una contrazione dei ricavi anche nel resto dei mercati europei. Il mercato inglese ha visto ridurre il proprio valore di 3,4 miliardi di euro negli ultimi cinque anni, pari all'8,2% del valore complessivo. Nello stesso intervallo di tempo Francia, Germania e Spagna perdevano rispettivamente 9, 4,6 e 9,2 miliardi di euro (pari, rispettivamente, al 17%, l'8,2% ed il 26% del totale). Dai dati emerge come, ad eccezione della Spagna, i grandi paesi europei siano riusciti ad affrontare la crisi in maniera più efficace rispetto al nostro Paese, facendo leva su contesti economici più favorevoli.

## 5. Il caso Telecom Italia – INWIT

La nascita di INWIT è solo l'ultima, in ordine di tempo, delle tante operazioni messe in atto da Telecom Italia per reperire fondi al fine di ridurre il proprio debito e per valorizzare il proprio portafoglio di attività. Uno dei grandi problemi che affligge il Gruppo Telecom è rappresentato dall'ammontare del debito che frena ogni tentativo di crescita. La voce degli oneri finanziari riportata a bilancio ammonta, nel 2015, a ben 5,281 miliardi di euro a fronte di un EBIT di circa 7 miliardi. Nel corso degli ultimi 10 anni Telecom è riuscita a ridurre il proprio debito riassetandosi sui livelli antecedenti alla fusione con TIM. Tale riduzione, tuttavia, è avvenuta attraverso considerevoli dismissioni e cessioni di attività, specialmente per quanto riguarda il patrimonio immobiliare del Gruppo e le sue attività oltreconfine. Un altro dei problemi di Telecom Italia è costituito dall'avviamento ed il peso che questo ha sull'attivo complessivo del Gruppo. Il rapporto si attesta intorno al 46% come valore medio a fronte di una media (calcolata sulle prime dieci società per capitalizzazione italiane) dell'11%. La perdita di valore dell'avviamento, benché non rappresenti un'uscita finanziaria, impatta negativamente ed in maniera rilevante sull'utile o la perdita di esercizio. Nel corso degli ultimi dieci anni Telecom Italia ha svalutato il proprio avviamento iscritto a bilancio per un valore pari a 14.356 milioni di euro, un miliardo e mezzo l'anno.

INWIT S.p.A. nasce il 14 Gennaio 2015 per accogliere il successivo conferimento, avvenuto in data 27 Marzo 2015 del ramo d'azienda di Telecom Italia che comprende circa 11.500 siti funzionali alla trasmissione del segnale. Il conferimento è stato preceduto da un aumento di capitale da parte di INWIT di 599,950 milioni di euro, attraverso l'emissione di 599,950 milioni di azioni prive di valore nominale; contestualmente, è stato realizzato un sovrapprezzo pari a 780 milioni di euro. Il conferimento effettuato da parte di Telecom rende INWIT uno dei principali *Tower Operator* a livello nazionale, insieme a EI Tower e RaiWay. Il settore delle infrastrutture per reti radio nel corso degli ultimi anni, ha subito grandi trasformazioni. Per far fronte al continuo aumento della domanda gli operatori hanno necessità di reperire un sempre maggior numero di siti idonei alla trasmissione dei dati e delle frequenze. Tale attività, tuttavia, risulta assai onerosa e necessita di competenze specifiche da cui la tendenza mostrata da parte degli attori del mercato ad esternalizzare questo tipo di attività. Il settore delle infrastrutture per la trasmissione del segnale sta andando incontro ad un processo sempre più marcato di concentrazione. Gli operatori sono consapevoli del fatto che su di uno stesso sito possono insistere diversi apparati di trasmissione e che questa convivenza permette il raggiungimento di considerevoli economie di scale e, dunque, una notevole diminuzione dei costi. Il

mercato risulta, infatti, caratterizzato dalla presenza di un numero limitato di attori dovuta all'ammontare di costi fissi necessari per competere sul mercato. A livello italiano molti *Tower Operators* vedono tra i principali clienti la propria capogruppo o controllante. La particolarità del settore delle torri, ed una delle ragioni per cui può risultare attrattivo, è che non risulta essere regolamentato e le tariffe applicate sono frutto di una contrattazione posta in essere tra privati. Questo fattore limita eventuali interferenze da parte del legislatore e permette agli operatori di non doversi allineare a delle tariffe imposte da fuori, come avviene per il settore della telefonia, dell'energia, ecc.. Il settore delle torri risulta, in questo periodo, estremamente attrattivo, poiché, in presenza di tassi molto bassi gli investitori ricercano società, come i *Tower Operators*, che possano distribuire in maniera sistematica dei dividendi.

Il 13 Marzo 2015 INWIT presenta a Borsa Italiana la domanda di ammissione a quotazione delle proprie azioni ordinarie sul Mercato Telematico Azionario e, contestualmente, è stata presentata alla CONSOB la domanda di approvazione del prospetto informativo per la quotazione in Borsa che avverrà il successivo 22 Giugno con un prezzo di debutto pari a 3,65 euro per azione. L'ammontare del flottante coincide con circa il 40% delle valore del capitale sociale. Il controvalore generato da tale operazione ammonta a circa 857,8 milioni di euro. Questi dati collocano INWIT nella *top ten* tra le società con una capitalizzazione di borsa più elevata e per raccolta di capitale.

Telecom Italia, nella figura dell'allora amministratore delegato Marco Patuano, ha ammesso la possibilità che vengano vendute ulteriori quote societarie di INWIT e che la partecipazione detenuta dalla società di Piazza Affari scenda al di sotto del 51%.

Il settore delle TLC è caratterizzato da un forte indebitamento dei principali operatori dalla necessità di effettuare continuamente ingenti investimenti, di conseguenza l'idea che ogni operatore detenga un proprio parco siti risulta, al giorno d'oggi, assai improbabile.

I dati economici di INWIT evidenziano come i ricavi si attestano intorno agli 80 milioni di euro su base trimestrale. Nel complesso la società ha chiuso il bilancio 2015 con un utile d'esercizio pari a circa 62 milioni a fronte di ricavi realizzati per un valore di 239 milioni.

Gli investimenti necessari per continuare a mantenere la *leadership* di mercato acquisita nel corso degli anni, gli oneri finanziari sostenuti a causa del forte indebitamento, gli alti costi del personale e gli ammortamenti sempre più ingenti iscritti a bilancio fanno sì che gli utili di Telecom Italia presentino un *trend* di continua diminuzione.

La nascita di INWIT ha comportato una parziale attenuazione di alcuni dei problemi che affliggono Telecom Italia: il peso del debito e dell'avviamento iscritto a bilancio.

Benché a livello di Gruppo l'effetto di una riallocazione dell'avviamento sia nullo, il conferimento ha permesso di alleggerire il valore imputabile alla Capogruppo di circa il 5%. La nascita di INWIT, inoltre, ha portato dei benefici in termini di riduzione del debito. Una delle prime operazioni poste in essere dal management è stata quella di contrarre un debito pari a circa 120 milioni di euro per rimborsare i debiti nei confronti della propria controllante ed il processo di quotazione ha portato nelle casse di Telecom Italia circa 850 milioni di euro che hanno contribuito a ridurre parte del debito societario.

Il management di Telecom Italia si trova davanti a due scelte: mantenere il controllo di INWIT o procedere alla vendita definitiva.

Mantenere il controllo su INWIT significa detenere nel proprio portafoglio una società in grado di generare importanti flussi di cassa caratterizzati da una relativa stabilità nel tempo. La seconda opzione prevede di vendere INWIT creando liquidità per ridurre il proprio debito. Il rovescio della medaglia per questo tipo di operazione è rappresentato dal fatto che il prezzo di vendita di INWIT risulterà tanto più alto quanto più remunerativi sono i contratti che l'azienda ha stipulato. Al momento i ricavi di INWIT derivano all'80% da Telecom Italia e di conseguenza l'operazione di vendita si ridurrebbe ad un incassare un ammontare che dovrà poi essere restituito poiché appare inverosimile che Telecom Italia possa fare a meno di installare su qualche sito fisico le proprie antenne. Alternativamente la società potrebbe decidere non solo di non vendere INWIT, ma di valorizzarla ulteriormente operando acquisizioni di società operanti nel medesimo settore e andando a creare un colosso nel mercato dei *Tower Operator*. La criticità che si riscontra in questo caso riguarda la difficoltà di reperire i fondi necessari a poter implementare operazioni di acquisizione senza aggravare ulteriormente la posizione finanziaria netta di Telecom.

Lo *spin-off* che ha riguardato il ramo d'azienda delle Torri potrebbe non essere l'unica operazione di scorporazione riguardante Telecom Italia. In seguito al fallito tentativo di acquisto di Metroweb, si è iniziato a parlare della possibilità di scorporare il ramo d'azienda contenente la rete. La motivazione che spingono gli esperti del settore ad ipotizzare questo scenario trova le basi nella considerazione che una volta ultimata la messa a terra della fibra da parte di Enel, la rete di rame di Telecom Italia andrà incontro a pesanti svalutazioni.

Occorre considerare, tuttavia, che anche nel caso in cui Enel riuscisse nell'intento della messa a terra della rete si troverebbe di fronte a dover creare un proprio parco clienti. È negli oltre 20 milioni di clienti, infatti, che Telecom ha la propria forza ed è questo il vero *asset* che deve essere obbligatoriamente valorizzato e protetto dalla società.

## 6. Conclusioni

L'obiettivo della tesi era di evidenziare come le operazioni di scissione e conferimento non fossero da considerarsi soltanto delle operazioni finalizzate a ridurre il *business* di un'impresa nei momenti di crisi ma possano rappresentare degli strumenti di fondamentale importanza per contribuire a creare valore per un'impresa. Lo studio ha evidenziato come queste due operazioni siano utilizzate non solo come operazioni di dismissione del *business* ma soprattutto per dotare i diversi rami d'azienda di una sempre maggiore autonomia che permetta loro di valorizzarsi.

Uno dei settori maggiormente colpito da un susseguirsi di operazioni straordinarie che hanno coinvolto i principali *players* di mercato è il settore delle TLC. Si è osservato come l'andamento del mercato sia strettamente legato all'andamento dell'economia del paese in cui le aziende operano evidenziando come tra i principali mercati europei (inglese, francese, tedesco, spagnolo ed italiano) i due mercati in cui il settore sta incontrando maggiori difficoltà siano quello dell'Italia e quello della Spagna, nazioni che stanno faticando più degli altri a fuoriuscire dalla crisi economica. Alla luce dei dati di bilancio negativi riportati dai principali operatori di mercato è sorta la domanda se anche il prezzo delle azioni seguisse lo stesso *trend* negativo. La risposta è stata negativa: sebbene le società evidenzino dati economici sempre peggiori, il mercato continua ad apprezzare i titoli degli operatori. Oltre al contesto macroeconomico, i manager sono chiamati a rispondere all'avvento dei *players* digitali che stanno rivoluzionando l'economia. I colossi delle TLC si trovano a competere con aziende più snelle, caratterizzate da costi ridotti ed in grado di fornire lo stesso servizio degli operatori tradizionali. In particolare è stato riportato l'esempio di WhatsApp che al momento dell'acquisizione da parte di Facebook impiegasse 52 dipendenti per 450 milioni di clienti (nel 2015 Telecom impiegava circa 50.000 dipendenti per circa 30 milioni di clienti). Infine, è stata studiata l'operazione che ha portato alla nascita di INWIT da parte di Telecom Italia. L'operazione ha avuto una certa rilevanza grazie al successo del processo di quotazione e al suo grande valore, quantificabile in circa due miliardi di euro. Oltre alle motivazioni più strettamente strategiche che hanno riguardato l'operazione, sono stati analizzati i benefici che INWIT ha portato a Telecom in termini di alleggerimento del debito e dell'avviamento gravante sulla capogruppo.

Si è tenuto a specificare, tuttavia, come un'operazione di tale portata non possa esser stata dettata dalla sola esigenza di migliorare la situazione contabile della società, ma che rientri in un processo posto in essere da Telecom per continuare a valorizzare i propri *asset* e continuare a ricoprire il ruolo di *leader* di mercato che ha sempre ricoperto.