



Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Finanza aziendale avanzato

LE OPERAZIONI DI M&A NEL SETTORE DELLE TELECO-
MUNICAZIONI: STUDIO DEL CASO SWISSCOM-VODA-
FONE ITALIA

RELATORE

Ch.mo Prof. Adalberto Pellegrino

CORRELATORE

Prof. Pierluigi Murro

CANDIDATO

Alessandro Tizzano

Matricola 782731

Anno Accademico 2024/2025

INTRODUZIONE

CAPITOLO 1: “OVERVIEW OPERAZIONI DI M&A”

- 1.1 Definizione di M&A
 - 1.1.1 Tipologie di acquisizione
 - 1.1.2 Strategie di difesa da un takeover ostile
- 1.2 Storia delle operazioni di M&A ed ondate
- 1.3 M&A oggi
 - 1.3.1 M&A in Italia
- 1.4 Razionali strategici delle operazioni di M&A
 - 1.4.1 Differenti tipologie di sinergie
- 1.5 Il processo di M&A
- 1.6 Rischi e criticità

CAPITOLO 2: “METODI DI VALUTAZIONE NELLE OPERAZIONI DI M&A”

- 2.1 La valutazione aziendale
- 2.2 Metodi di valutazione aziendale
- 2.3 Discounted Cash Flow Method
 - 2.3.1 Approccio Asset Side
 - 2.3.1.1 Determinazione dei Free Cash Flow from Operation (FCFO)
 - 2.3.1.2 WACC (Weighted Average Cost of Capital)
 - 2.3.1.3 Costo del Debito
 - 2.3.1.4 Il Costo dell'Equity
 - 2.3.2 Approccio Equity Side
- 2.4 Vantaggi e svantaggi del metodo DCF
- 2.5 Metodo dei multipli
- 2.6 Valutazione delle sinergie

CAPITOLO 3: “Il settore delle telecomunicazioni e le operazioni di M&A”

- 3.1 Introduzione
- 3.2 Evoluzione storica del settore
 - 3.2.1 Il settore TMT oggi
- 3.3 Le operazioni di M&A nel settore TMT

CAPITOLO 4: “Operazione Swisscom - Vodafone: un’analisi preliminare”

4.1 Overview

4.2 Inquadramento dell’operazione

4.2.1 Le dinamiche delle M&A nel settore Telco italiano e i principali player

4.2.2 L’acquisizione di Vodafone Italia e i razionali strategici sottostanti

4.3 Vodafone Italia

4.3.1 Analisi storica economico-finanziaria di Vodafone Italia S.p.A.

4.4 Swisscom – Fastweb

CAPITOLO 5: “L’acquisizione di Vodafone Italia: Business plan e calcolo delle sinergie”

5.1 Overview

5.2 Le Assunzioni del Business plan

5.3 Il Business plan

5.3.1 Il calcolo del WACC e del Terminal Value

5.4 Calcolo delle sinergie

5.5 La Valutazione con il metodo dei Multipli

CONCLUSIONI

BIBLIOGRAFIA

SITOGRAFIA

INTRODUZIONE

Le operazioni di fusione e acquisizione (M&A) sono tra gli strumenti più usati dalle imprese per crescere più velocemente di quanto permetterebbe lo sviluppo interno, entrare in nuovi mercati, ottenere tecnologie e competenze, migliorare l'efficienza e rafforzare la posizione competitiva. Non si tratta solo di una compravendita: un'M&A è un processo che coinvolge strategia, organizzazione e finanza, e che richiede scelte ponderate prima dell'operazione e una gestione attenta dopo la chiusura, quando integrare persone, sistemi e reti diventa decisivo per trasformare le ambizioni in risultati concreti. La letteratura e l'esperienza mostrano che il valore generato dipende soprattutto dall'effettiva realizzazione delle sinergie promesse: riduzione dei costi duplicati, uso migliore delle infrastrutture, crescita dei ricavi grazie a un'offerta più completa, e investimenti più mirati. Allo stesso tempo, questi benefici non sono automatici e vanno misurati con prudenza, perché tempi, costi di integrazione e rischi operativi possono ridurne la portata.

Questa tesi parte da questa consapevolezza e affronta il tema in modo integrato. Da un lato, chiarisce perché le M&A possono creare valore e quali insidie si nascondono dietro piani troppo ottimistici; dall'altro, mette alla prova i concetti con un caso reale: l'acquisizione di Vodafone Italia da parte di Swisscom tramite Fastweb. Il settore scelto, quello delle telecomunicazioni, è particolarmente adatto per osservare i meccanismi delle M&A. È un settore capital intensive, regolato e molto competitivo, in cui l'innovazione tecnologica è rapida, i prezzi sono sotto pressione e gli operatori devono investire continuamente per aggiornare reti e piattaforme. In un contesto così esigente, il consolidamento può offrire scala, efficienza e capacità di investimento superiori, a patto che l'integrazione sia ben progettata e l'esecuzione sia rigorosa.

Il caso Swisscom–Vodafone Italia viene quindi analizzato con un approccio concreto e trasparente. La tesi ricostruisce l'andamento di Vodafone Italia negli ultimi anni, evidenziando le difficoltà sui margini e la necessità di rilanciare la performance operativa. Su questa base costruisce un business plan di medio periodo e applica i due metodi di valutazione più diffusi nella pratica: il Discounted Cash Flow (DCF), per stimare il valore in funzione dei flussi di cassa futuri, e i multipli di mercato, per confrontare il target con operatori comparabili. L'uso congiunto dei due metodi serve a ridurre il rischio di errore: il DCF dà profondità e permette di legare il valore a ipotesi esplicite su ricavi, costi, investimenti e capitale circolante; i multipli offrono un controllo "esterno" ancorato a quanto il mercato paga in media per attività simili.

I risultati sono coerenti e rassicuranti. Il valore d'impresa stimato con il DCF "asset side", basato su ipotesi prudenti e su un tasso di attualizzazione costruito in modo chiaro, è pari a circa 5,214 miliardi di euro. Il controllo per multipli, applicando un EV/EBITDA a un campione di operatori europei comparabili, restituisce un valore molto vicino, pari a circa 5,372 miliardi. Questa convergenza indica

che la stima non dipende da un singolo metodo, ma trova conferma da due prospettive diverse: la proiezione dei flussi del target e l'evidenza di mercato sui comparabili. In altre parole, il valore stand-alone di Vodafone Italia risulta stabile in un intervallo ristretto, segno che le ipotesi di piano sono ragionevoli e l'ancoraggio al mercato è ben impostato.

Il passo successivo riguarda le sinergie, cioè l'elemento che, nelle M&A industriali, può giustificare il premio pagato rispetto al valore stand-alone. La tesi considera sinergie soprattutto di costo, coerenti con una logica di integrazione tra infrastrutture e organizzazioni: migrazione del traffico su rete proprietaria, razionalizzazione di IT e network, riduzione delle duplicazioni in attività commerciali e funzioni di supporto, ed efficienze sugli investimenti. Le stime usate sono prudenti sia nei tempi sia negli importi: benefici annui attesi a regime nell'ordine di 600 milioni di euro e costi una tantum di integrazione attorno a 700 milioni. Le sinergie vengono trattate con la stessa disciplina del resto del modello, ossia temporalizzate e attualizzate, evitando di attribuire loro effetti immediati o privi di costo. Così facendo, il contributo sinergico entra nel quadro valutativo in modo realistico e consente di legare il prezzo dell'operazione a benefici industriali concreti e misurabili.

Il messaggio complessivo che emerge è lineare. In un settore dove la concorrenza è intensa e gli investimenti sono elevati, un'operazione come Swisscom–Vodafone Italia può avere una forte razionalità economica. Il valore stand-alone stimato con DCF e multipli è allineato e credibile; il contributo delle sinergie, trattato con cautela e tenendo conto dei costi di integrazione, spiega la logica del prezzo senza forzare le ipotesi. La tesi mostra quindi come una valutazione ben costruita nasca dall'incontro tra un quadro strategico chiaro, un metodo finanziario trasparente e prudente, e una lettura attenta delle specificità del settore. Questo approccio non solo aiuta a capire il senso economico dell'operazione analizzata, ma offre anche una traccia di lavoro utile per valutare, in futuro, altre M&A in contesti simili: partire dai fatti, costruire ipotesi misurate, verificare i risultati da più angolazioni e, soprattutto, riportare la discussione sulle cose che contano davvero, cioè la capacità dell'operazione di generare cassa in modo sostenibile e di creare valore nel medio periodo.

CAPITOLO 1:” OVERVIEW OPERAZIONI DI M&A”

1.1 Definizione di M&A

Le operazioni di fusione e acquisizione (M&A) rappresentano una serie di interventi strategici attraverso i quali le aziende si uniscono o trasferiscono la proprietà di attività aziendali. Tali operazioni sono centrali nella strategia d'impresa, in quanto permettono alle organizzazioni di espandersi per via esterna, rafforzare la propria posizione competitiva e rispondere con maggiore flessibilità ai cambiamenti del mercato.

In ambito accademico, le M&A vengono viste come strumenti di riorganizzazione societaria, utili a migliorare l'efficienza complessiva, distribuire meglio le risorse e ottenere vantaggi legati alle economie di scala. Dal punto di vista operativo, invece, consulenti e analisti finanziari si concentrano sugli effetti concreti di queste operazioni, evidenziandone la capacità di creare valore per gli azionisti, ampliare la presenza aziendale nei mercati e generare sinergie operative e finanziarie. Le M&A rientrano nel “mercato del controllo societario” ed i meccanismi tramite cui la proprietà e il controllo di una società quotata possono variare sono due: l'acquisizione di un'impresa target da parte di un'altra (bidder), la fusione dell'impresa target con un'altra impresa.

La fusione è l'unificazione di due o più società in una sola. Può essere realizzata in due diversi modi:

- Fusione per unione: con la costituzione di una nuova società che prende il posto delle altre; comporta la cessazione dell'esistenza giuridico-economica delle partecipanti e la costituzione di una nuova società che eredita il complesso dei loro beni. Gli azionisti delle società originarie ricevono nuove azioni o partecipazioni, secondo un rapporto di cambio predeterminato basato sugli strumenti finanziari detenuti nelle imprese originarie. Un caso emblematico di fusione per unione è la creazione di GlaxoSmithKline (GSK) nel 2000. Glaxo Wellcome e SmithKline Beecham erano due grandi società farmaceutiche britanniche che decisero di fondersi dando vita a una nuova entità: GlaxoSmithKline plc. Entrambe le società cessarono di esistere come entità legali indipendenti, e i rispettivi azionisti ricevettero quote della nuova società sulla base di un rapporto di cambio prestabilito. Nonostante le aspettative, GSK faticò negli anni successivi a generare innovazione significativa, portando a dubbi sull'effettivo valore creato dall'operazione, soprattutto nel breve termine.
- Fusione per incorporazione: mediante l'assorbimento in una società preesistente di una o più società, questa tipologia di fusione non comporta la creazione di una nuova società. In questo scenario, la società incorporante di norma aumenta il proprio capitale sociale e assegna nuove azioni o quote agli azionisti delle società incorporate. La fusione del 2021 tra Fiat Chrysler Automobiles (FCA) e Groupe PSA per la creazione di Stellantis rappresenta un esempio

chiave di fusione per incorporazione. FCA è stata assorbita nella nuova entità senza che fosse costituita una nuova società da zero, ma piuttosto attraverso una ristrutturazione sotto un unico ombrello societario.

La scelta tra le diverse forme di fusione dipende da molteplici fattori, tra cui il quadro normativo, le valutazioni economico-finanziarie e gli obiettivi strategici dell'operazione. In Italia, le fusioni per incorporazione risultano particolarmente frequenti, soprattutto per i benefici fiscali che offrono. In alcuni casi, queste fusioni vengono realizzate attraverso operazioni di Leverage Buyout (LBO).

Nel LBO, l'acquirente acquisisce una società (il cosiddetto target) finanziando una parte significativa del prezzo attraverso debito, che di norma rappresenta tra il 60% e il 70% del totale. Questo debito viene garantito dai flussi di cassa futuri e dagli attivi della società acquisita, consentendo così a chi effettua l'operazione di investire una quota di capitale proprio inferiore, tipicamente compresa tra il 30% e il 40%.¹

Un caso emblematico è quello dell'acquisizione di RJR Nabisco da parte di KKR alla fine degli anni Ottanta. L'operazione è passata alla storia per l'ingente ricorso al debito e per la competizione serrata tra offerenti, ed è stata resa celebre dal libro *"Barbarians at the Gate"*, che ne ha raccontato le dinamiche.

Il termine fusione fa riferimento a diverse tipologie di transazioni che variano a seconda della relazione esistente tra il target e l'acquirente e del metodo di pagamento adottato nella transazione. È importante sottolineare che parlare di "acquirente" in un contesto di fusione potrebbe risultare fuorviante, poiché una fusione non implica un'acquisizione vera e propria, bensì l'unione che può essere paritaria di due o più società. Tuttavia, nella pratica, molte fusioni avvengono per incorporazione, e in questi casi il linguaggio delle M&A tende ad assimilare la logica dell'acquirente/target. Se il target e l'acquirente operano nello stesso settore, si parla generalmente di fusione orizzontale, se il target opera a monte o a valle del bidder, ossia è un cliente o un fornitore, si parla di fusione verticale. Se le parti interessate operano in settori completamente diversi, si parla di fusione conglomerale. Quest'ultima tipologia di fusioni era particolarmente diffusa negli anni '60 del Novecento, ma in seguito è stata guardata con crescente diffidenza dagli azionisti, poiché si è rivelato difficile generare valore quando vengono combinate aziende attive in settori differenti e non correlati tra loro.² Le operazioni si differenziano anche in base al pagamento. Possono avvenire attraverso uno scambio di azioni, cioè quando gli azionisti di una società ricevono azioni della nuova entità risultante dalla fusione, in cambio delle proprie. Questo meccanismo è noto come "scambio azionario". Il pagamento agli azionisti della società acquisita può avvenire in contanti, con strumenti finanziari come obbligazioni o opzioni,

¹ Gaughan, P. A. (2017). *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. Wiley.

² Berk, J., & DeMarzo, P. (2023). *Corporate Finance*. Pearson.

oppure con una combinazione di contanti e azioni. Di solito, però, gli azionisti della società acquisita ottengono azioni della nuova società. Le informazioni sulle fusioni di questo tipo si focalizzano soprattutto sul prezzo e sul modo in cui viene effettuato il pagamento, ma anche sull'organizzazione futura. Questi aspetti vengono riepilogati in un documento chiamato term sheet, che contiene i termini principali dell'operazione.

Al contrario di una fusione, un'acquisizione si verifica quando un'azienda ottiene il controllo su un'altra, attraverso l'acquisto dei suoi beni (asset deal) oppure delle sue azioni (share deal). In genere, la società acquisita viene trasformata in una controllata. Le fusioni sono spesso percepite come accordi tra soggetti alla pari, mentre le acquisizioni suggeriscono solitamente una posizione più rilevante da parte dell'acquirente.

A seconda della quota acquistata, le acquisizioni si distinguono in:

- Acquisizione totale: quando viene rilevata l'intera proprietà della società target, ovvero il 100% dei suoi beni.
- Partecipazione di controllo: quando si acquisisce oltre la metà (più del 50%) del capitale sociale della società.
- Partecipazione non di maggioranza: in contesti come quello delle grandi società quotate, anche una quota inferiore al 50% può bastare per esercitare un'influenza significativa o addirittura il controllo, grazie alla frammentazione dell'azionariato.³

Pur con alcune differenze tra loro, questi meccanismi rientrano nel cosiddetto mercato del controllo societario e vengono generalmente identificati con il termine *takeover*.

1.1.1 Tipologie di acquisizione

Nel contesto delle operazioni di acquisizione che coinvolgono società quotate, è possibile distinguere due principali tipologie sulla base della percezione e del comportamento della società target nei confronti dell'operazione: si tratta delle acquisizioni amichevoli e delle acquisizioni ostili.

L'acquisizione amichevole si verifica quando le parti coinvolte, acquirente e target, intrattengono un rapporto di cooperazione nella definizione dell'accordo. In tali casi, il management della società target non considera l'offerta pregiudizievole per gli interessi degli azionisti e supporta attivamente l'operazione, partecipando alle trattative, in particolare alla determinazione del prezzo da proporre all'assemblea degli azionisti. Un caso esemplare di acquisizione amichevole è rappresentato dall'operazione di acquisizione di Autogrill S.p.A. da parte di Dufry AG, finalizzata nel 2023.

³ Gaughan, P. A. (2017). *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. Wiley.

L'operazione ha previsto la creazione di un gruppo leader mondiale nel settore del travel retail e della ristorazione per viaggiatori, attraverso la fusione tra Dufry e Autogrill, inizialmente avviata tramite l'acquisizione da parte di Dufry della quota di maggioranza detenuta dalla famiglia Benetton tramite Edizione S.p.A.

Questa acquisizione si è sviluppata in un clima di piena cooperazione tra le due società: il management di Autogrill ha appoggiato l'operazione, ritenendola strategicamente coerente per la crescita congiunta e la creazione di sinergie operative. Successivamente, Dufry ha lanciato un'offerta pubblica di scambio (OPS) sulle rimanenti azioni di Autogrill, con il consenso degli organi della società target. Questa operazione è considerata emblematica di una fusione amichevole ad elevato valore strategico, fondata su obiettivi comuni di integrazione industriale, espansione geografica e rafforzamento competitivo nei mercati globali dei servizi per viaggiatori.

Diversamente, si parla di acquisizione ostile (*hostile takeover*) quando manca il consenso o la cooperazione del management della società target. In queste situazioni, il consiglio di amministrazione può opporsi apertamente all'operazione o addirittura non essere preventivamente informato dell'iniziativa. In alcuni casi, un'acquisizione originariamente avviata in modo amichevole può evolversi in ostile a seguito del rifiuto dell'offerta da parte del target.

Le acquisizioni ostili si concretizzano generalmente attraverso l'acquisto diretto sul mercato di una quota significativa del capitale della società target, con l'obiettivo di ottenere una maggioranza dei diritti di voto in assemblea. Tale controllo consente all'acquirente di procedere con la sostituzione degli organi di governance, in particolare del Consiglio di amministrazione e dell'Amministratore Delegato, al fine di assumere il pieno controllo della società.

Un caso esemplare di offerta pubblica di acquisto ostile nel contesto italiano recente è rappresentato dall'operazione promossa da Banca Monte dei Paschi di Siena (MPS) nei confronti di Mediobanca all'inizio del 2025. L'offerta si è configurata fin da subito come non concordata con il management della società target, e per tale ragione è stata ampiamente qualificata dagli osservatori come un tentativo di scalata ostile.

L'operazione ha previsto un'offerta pubblica di scambio, mediante la quale MPS ha proposto di offrire 23 proprie azioni ordinarie per ogni 10 azioni Mediobanca, riconoscendo una premialità del 5% rispetto al prezzo medio di mercato delle settimane precedenti. Il valore complessivo dell'operazione si è attestato intorno ai 13 miliardi di euro. L'obiettivo di MPS era quello di superare la soglia del 50% più uno del capitale sociale di Mediobanca, al fine di ottenere rilevanti benefici fiscali stimati in circa 1,2 miliardi di euro, e accrescere il proprio peso nel sistema bancario nazionale.

Tuttavia, l'iniziativa ha incontrato una ferma opposizione da parte del consiglio di amministrazione di Mediobanca, che ha giudicato l'offerta priva di una solida logica industriale e potenzialmente

distruttiva di valore per gli azionisti. Nonostante le iniziali resistenze, l'offerta di MPS ha registrato un'adesione molto elevata, portando l'istituto senese a detenere circa l'86,3% del capitale di Mediobanca. L'operazione si è quindi conclusa con successo, aprendo la strada a una futura fusione tra i due gruppi e al possibile delisting di Mediobanca. Il prezzo riconosciuto agli azionisti è stato pari a 0,90 euro in contanti più 2,533 azioni MPS per ciascuna azione Mediobanca, corrispondente a un valore implicito di circa 16,3 euro per azione e a un controvalore complessivo dell'operazione stimato in 13,5 miliardi di euro. In questo modo, MPS ha raggiunto l'obiettivo di assumere il controllo di una delle principali realtà finanziarie italiane, rafforzando la propria posizione nel panorama bancario nazionale e aprendo un nuovo capitolo nell'assetto del settore creditizio.

1.1.2 Strategie di difesa da un takeover ostile

Nel contesto delle operazioni di acquisizione ostile, il management della società target può ricorrere a una serie di strategie difensive finalizzate a scoraggiare o impedire il buon esito dell'offerta non sollecitata. Le principali tecniche impiegate nella prassi sono le seguenti:⁴

- **Poison Pills (*pillole avvelenate*)**: si tratta di strumenti statutari o contrattuali che permettono agli azionisti esistenti di acquistare nuove azioni spesso privilegiate a condizioni particolarmente vantaggiose, tipicamente a un prezzo inferiore rispetto al valore di mercato. L'obiettivo è quello di diluire la quota dell'acquirente ostile, rendendo l'operazione significativamente più onerosa e meno conveniente. Questa strategia si configura come un meccanismo di autodifesa preventiva, in grado di innalzare sensibilmente le barriere all'ingresso.
- **Consiglio di amministrazione ad elezione scaglionata (*staggered board*)**: questa tecnica prevede che il consiglio di amministrazione sia rinnovato per frazioni, solitamente un terzo dei membri ogni anno. Tale meccanismo rallenta l'eventuale acquisizione del controllo da parte dell'offerente ostile, poiché per ottenere la maggioranza in consiglio sarebbe necessario vincere la cosiddetta "proxy fight" in almeno due assemblee consecutive, distribuite su un arco temporale pluriennale.
- **White Knight (*cavaliere bianco*)**: consiste nell'individuare un acquirente alternativo, considerato "amico", disposto a rilevare la società target o una quota strategica del suo capitale. Questa operazione permette di sottrarre la società al tentativo ostile, orientando la transazione verso un soggetto percepito come più favorevole alla governance e agli interessi del target.

⁴ Brealey R. A., Myers S. C., Allen F., Sandri S., 2020, Principi di finanza aziendale. VIII edizione. McGraw-Hill Education, Milano.

Una variante di questa strategia è rappresentata dalla figura del White Squire (*scudiero bianco*), cioè un investitore istituzionale che acquisisce una partecipazione significativa con diritti di voto rafforzati, ma senza ambire al controllo societario.

- Ricapitalizzazione difensiva: consiste nel modificare la struttura finanziaria della società target allo scopo di renderla meno appetibile. In genere, si ricorre all'emissione di nuovo debito per finanziare il riacquisto di azioni proprie o la distribuzione straordinaria di dividendi, riducendo la liquidità disponibile e aumentando l'indebitamento. Questa strategia mira a scoraggiare l'acquirente ostile, rendendo l'operazione economicamente meno interessante e più rischiosa.
- Crown- Jewel- defense: rappresenta una delle contromisure più drastiche e controverse, ma al tempo stesso tra le più rilevanti dal punto di vista strategico. Tale tecnica consiste nella cessione o nello scorporo degli asset più pregiati dell'impresa target – i cosiddetti “*gioielli della corona*” – con l'obiettivo di ridurre l'attrattiva complessiva dell'operazione per l'acquirente ostile. Gli asset oggetto di questa strategia sono generalmente costituiti da beni ad alta redditività, elevato valore patrimoniale o significativo potenziale strategico, quali infrastrutture essenziali, brevetti chiave, unità operative core o portafogli clienti di particolare valore. In via operativa, questi beni possono essere ceduti a soggetti terzi “amichevoli” (white knights), ovvero separati dal perimetro societario attraverso operazioni di spin-off, mantenendo in alcuni casi un diritto di riacquisto successivo qualora venga meno la minaccia di acquisizione ostile. La finalità di tale difesa è duplice: da un lato, disincentivare l'aggressore privando il target dei suoi elementi di maggiore interesse, rendendo quindi l'operazione economicamente o strategicamente meno vantaggiosa; dall'altro, preservare una certa continuità operativa tramite eventuali accordi contrattuali che consentano un uso temporaneo degli asset alienati. Tuttavia, questa strategia comporta criticità non trascurabili. Essa rappresenta infatti una forma di auto-svalutazione societaria, che può compromettere il potenziale di crescita futura, intaccare la reputazione dell'azienda e generare malcontento tra gli azionisti, i quali potrebbero percepire la perdita di asset chiave come un danno al valore intrinseco e alle prospettive di lungo periodo della società. Per tali ragioni, la crown-jewel defense viene generalmente considerata come una misura estrema, da adottare solo in presenza di minacce concrete e avanzate di scalata ostile.

Esistono altre strategie di difesa contro le scalate ostili, oltre quelle menzionate: la limitazione dei diritti di voto a chi detiene una grande quantità di azioni oppure la richiesta di una maggioranza qualificata di voti per approvare una fusione. Alcune volte, però, le strategie appena elencate sono

utilizzate dai manager per perseguire vantaggi personali, scatenando dei conflitti di interesse tra management ed azionisti. Questo può essere ridotto, offrendo ai dirigenti un “golden parachute”, ovvero una liquidazione qualora l’impresa venga acquisita e i manager sostituiti. L’evidenza empirica mostra che la strategia del golden parachute crea valore, eliminando l’opposizione dei manager verso il processo acquisitivo nei confronti dell’acquisizione.⁵

A livello internazionale, il mercato dei takeover è estremamente dinamico, con un valore medio annuo che supera i mille miliardi di dollari.⁶

1.2 Storia M&A ed ondate

Nel corso dell’ultimo secolo, l’attività di fusioni e acquisizioni ha evidenziato un andamento ciclico, con periodi di forte intensificazione seguiti da fasi di rallentamento. Questo fenomeno è comunemente descritto con il termine “ondate” (waves), che rappresenta l’alternanza tra momenti di elevata concentrazione di operazioni e fasi di scarsa attività⁷. Nel parlare delle ondate di fusioni e acquisizioni, gli economisti individuano generalmente sette principali cicli, che hanno avuto inizio attorno al 1890.

Sebbene l’avvio e la durata di ciascuna ondata non siano rigidamente definiti, la loro conclusione coincide spesso con eventi di crisi, come conflitti bellici o periodi di recessione economica.

Le prime due ondate hanno avuto un impatto limitato al mercato statunitense, mentre le successive hanno assunto una dimensione più globale. In particolare, la quinta ondata ha visto una forte espansione anche nel Regno Unito, in Europa continentale e soprattutto in Asia, dove il mercato M&A ha registrato una crescita significativa. In Europa, l’attività di M&A ha iniziato a svilupparsi dopo la Seconda guerra mondiale, ma in Italia non si sono registrati sviluppi significativi fino agli anni ’90, con un’affermazione più evidente del fenomeno nei primi anni 2000.

Ad oggi, non esiste una teoria definitiva che spieghi l’emergere delle ondate di fusioni e acquisizioni, ma sembra che fattori legati ai singoli settori industriali abbiano un ruolo importante, dal momento che diversi comparti tendono a manifestare un’intensificazione delle attività M&A in momenti diversi.

⁵ Brealey R. A., Myers S. C., Allen F., Sandri S., 2020, *Principi di finanza aziendale*. VIII edizione. McGraw-Hill Education, Milano.

⁶ Berk, J., & DeMarzo, P. (2023). *Corporate Finance*. Pearson.

⁷ Sudarsanam, S. (2003). *Creating Value from Mergers and Acquisitions: The Challenges – An Integrated and International Perspective*. Pearson Education.

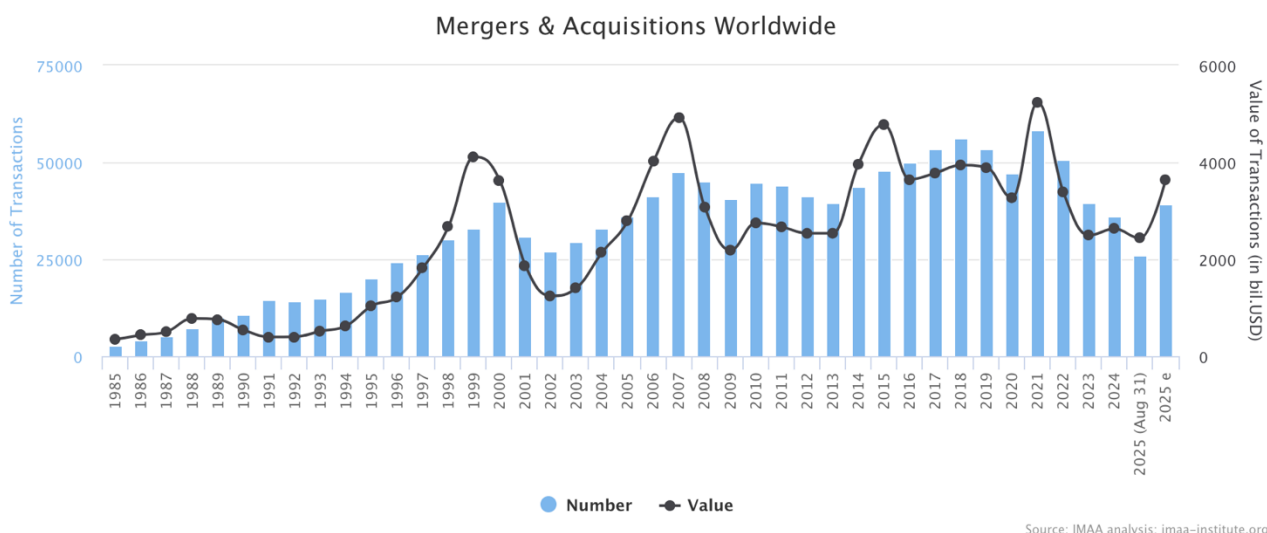


Figura 1 M&A Worldwide Fonte: https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/?utm_source

WAVE 1

La prima ondata di fusioni e acquisizioni ebbe luogo in un contesto di forte espansione economica a cavallo tra la fine del XIX e l'inizio del XX secolo. Una delle sue caratteristiche principali fu la tendenza alla concentrazione tra imprese attive nello stesso settore, fenomeno noto come fusione orizzontale⁸. Questo processo favorì la nascita dei primi grandi “colossi”, in particolare nei settori dell'energia, dell'industria mineraria e siderurgica, dando vita a strutture di mercato fortemente monopolistiche.

Tali fusioni permisero di valorizzare economicamente i profitti futuri derivanti da posizioni di monopolio, distribuendo parte di questi utili tra gli attori coinvolti nell'operazione.⁹ Nonostante nel 1890 fosse stato introdotto lo Sherman Antitrust Act, volto a contrastare le pratiche anticoncorrenziali, la normativa era inizialmente poco efficace e scarsamente applicata, permettendo di fatto la formazione indisturbata di monopoli.

Le operazioni di questa fase si distinguevano per essere prevalentemente amichevoli e finanziate attraverso pagamenti in contanti.

Tuttavia, non esiste una spiegazione univoca sull'origine di questa prima ondata. Tra i fattori determinanti si annovera il rafforzamento della disciplina giuridica in materia societaria, che a partire dalla fine del XIX secolo rese più agevole la costituzione di società a responsabilità limitata, riducendo i rischi per gli imprenditori e incentivando la crescita aziendale.

⁸ Sudarsanam, S. (2003). *Creating Value from Mergers and Acquisitions: The Challenges – An Integrated and International Perspective*. Pearson Education.

⁹ Stigler, G. J. (1950). *Monopoly and Oligopoly by Merger*. *The American Economic Review*.

A ciò si aggiunse lo sviluppo dei mercati finanziari, in particolare il consolidamento della Borsa di New York, che facilitò l'accesso al capitale necessario per finanziare le operazioni.

La fine della prima ondata fu determinata da una più decisa applicazione delle normative antitrust, che cominciarono a limitare la formazione di monopoli. In parallelo, il crollo dei mercati finanziari intorno al 1905 e il successivo clima di incertezza, aggravato dall'approssimarsi della Prima Guerra Mondiale, contribuirono a una brusca frenata dell'attività di M&A.

WAVE 2

La seconda ondata di fusioni e acquisizioni ebbe inizio negli anni Dieci del Novecento, con una concentrazione particolare nei settori alimentare, cartario, tipografico e siderurgico. Rispetto alla prima ondata, questa fase fu più contenuta in termini di volume e impatto sul mercato: se la prima aveva interessato oltre il 15% degli asset complessivi del mercato statunitense, la seconda non superò il 10%.¹⁰

Questa ondata si sviluppò in un contesto di ricostruzione economica post-bellica, segnato da una crescente attenzione nei confronti del potere economico eccessivo detenuto da alcune grandi imprese. A differenza della fase precedente, dominata dalla formazione di monopoli, la seconda ondata fu caratterizzata dalla nascita di strutture oligopolistiche: i settori non risultavano più controllati da un'unica grande impresa, bensì da due o più attori rilevanti.

A essere protagoniste in questa fase furono soprattutto le piccole e medie imprese, sopravvissute alla prima ondata, che avviarono operazioni di fusione e acquisizione con l'obiettivo di accrescere la propria dimensione e competitività, sfruttando le economie di scala. Questa dinamica può essere interpretata anche alla luce delle difficoltà affrontate dalle grandi aziende nate nella prima ondata, che si trovarono limitati nell'accesso alle risorse e sottoposte a un'applicazione più rigorosa della normativa antitrust, in particolare dello Sherman Antitrust Act.

Dal punto di vista delle modalità operative, le transazioni continuarono ad avvenire in forma amichevole, ma si registrò un mutamento nelle forme di finanziamento: il pagamento in contanti fu progressivamente sostituito dall'emissione di azioni, rendendo il finanziamento in equity la modalità prevalente.

La conclusione della seconda ondata fu determinata dal crollo dei mercati finanziari del 1929, che segnò l'inizio della Grande Depressione e di un periodo di forte contrazione economica a livello globale.

WAVE 3

¹⁰ Nouwen, T.J.A. (2011). *M&A Waves and Its Evolution Throughout History*. Bachelor Thesis, Tilburg University.

La terza ondata di fusioni e acquisizioni si sviluppò a partire dagli anni Cinquanta, dopo un lungo periodo di rallentamento causato dalla Grande Depressione e dalla Seconda Guerra Mondiale. Questo nuovo ciclo si inserisce in un contesto normativo più severo, volto a prevenire operazioni ritenute anticoncorrenziali, e portò all'affermazione di nuove configurazioni organizzative aziendali.

Mentre le ondate precedenti erano state caratterizzate da fusioni prevalentemente orizzontali (prima ondata) e verticali (seconda ondata), la terza ondata introdusse il modello della diversificazione strategica. Le operazioni di M&A di questo periodo miravano all'espansione in settori non correlati, dando vita a conglomerati, ovvero grandi gruppi composti da società controllate attive in ambiti eterogenei.

Un esempio emblematico è General Electric, che ampliò la propria presenza in settori come la sanità, i trasporti e l'energia.

La diversificazione rispondeva a una logica di mitigazione del rischio: operare in settori differenti consentiva alle imprese di ridurre la volatilità dei flussi di cassa, poiché eventuali perdite in un comparto potevano essere compensate da profitti generati in altri. Inoltre, l'adozione di un modello conglomerale permetteva alle aziende di cogliere opportunità di crescita in mercati non collegati e di creare un mercato interno del capitale, utile soprattutto in contesti in cui il credito esterno risultava particolarmente oneroso.

Il processo di diversificazione ebbe importanti conseguenze anche sul piano organizzativo. In letteratura, infatti, si parla di *Multidivisional Enterprise*, "la struttura segue la strategia": ciò significa che l'articolazione interna delle imprese si evolve in risposta alla complessità delle strategie adottate.¹¹ Tuttavia, l'espansione in molteplici ambiti generò anche alcune criticità gestionali, come l'aumento della distanza tra il vertice aziendale e le divisioni operative, con possibili inefficienze dovute a problemi di coordinamento e sovraccarico decisionale.

Rimane ancora oggetto di discussione se la terza ondata sia stata favorita dalla maggiore applicazione delle normative antitrust o piuttosto da fenomeni di espansione eccessiva da parte delle imprese (em-pire building).

Ciò che è certo è che la quota di imprese diversificate tra le Fortune 500 aumentò sensibilmente, passando dal 9% al 21%, a conferma del ruolo centrale della diversificazione in questo periodo¹²

La terza ondata si avviò al termine verso la fine degli anni '70, per poi interrompersi bruscamente nel 1981 a causa della recessione globale innescata da una grave crisi petrolifera.

WAVE 4

¹¹ Chandler, A. D. (1991). *The Functions of the HQ Unit in the Multi-Business Firm*. Strategic Management Journal.

¹² Sudarsanam, S. (2003). *Creating Value from Mergers and Acquisitions: The Challenges – An Integrated and International Perspective*. Pearson Education.

La quarta ondata di fusioni e acquisizioni ebbe inizio negli anni '80 e si distinse nettamente dalle precedenti per alcune caratteristiche strutturali. In primo luogo, molte delle operazioni si configurarono come acquisizioni ostili, ovvero condotte senza l'approvazione del management della società target. Inoltre, le aziende acquisite durante questa fase risultavano, in media, di dimensioni significativamente maggiori rispetto a quelle coinvolte nella terza ondata.

Un'altra differenza rilevante fu il cambiamento nella struttura di finanziamento: se nelle ondate precedenti predominava il ricorso all'equity, in questo periodo si assistette a un marcato utilizzo di debito e liquidità per finanziare le operazioni.

L'origine di questa ondata potrebbe essere attribuita a una sorta di "caccia all'affare" favorita da un mercato azionario depresso, in cui molti conglomerati della fase precedente decisero di cedere intere divisioni.¹³

Questo fenomeno potrebbe evidenziare una duplice dinamica: da un lato, le imprese in espansione colsero l'occasione per rafforzare la propria posizione competitiva; dall'altro, molte aziende iniziarono a razionalizzare le proprie attività, dismettendo quelle non strategiche.

In questo contesto si affermò anche il concetto di "bust-up takeover", acquisizioni mirate allo smembramento dell'impresa target, con successiva vendita delle sue principali componenti.¹⁴ Parallelamente, si diffuse il Leverage Buy-Out (LBO), operazione in cui lo stesso management della società target utilizza ingenti quantità di debito per acquisirne il controllo. In molti casi, come nei bust-up, importanti asset venivano poi rivenduti, generando liquidità.

La quarta ondata rappresentò, in un certo senso, un tentativo di correggere le inefficienze prodotte dai conglomerati della fase precedente. Alcuni studi dimostrano che, negli anni '80, le acquisizioni di aziende nello stesso settore generavano ritorni positivi per gli azionisti delle società acquirenti, mentre le operazioni di diversificazione non correlata erano valutate negativamente dai mercati. Questo evidenzia un cambio di paradigma rispetto alla terza ondata, in cui la diversificazione era stata considerata un valore strategico.¹⁵

Dopo il 1989, l'attività di M&A subì un progressivo rallentamento, culminato con un nuovo crollo dei mercati finanziari che pose fine a questa quarta fase.

WAVE 5

La quinta ondata di fusioni e acquisizioni si sviluppò nel corso degli anni Novanta, un decennio caratterizzato da una fase di espansione economica sostenuta, mercati finanziari in crescita e un'accelerazione del processo di globalizzazione. In questo contesto favorevole, l'attività di M&A registrò

¹³ Ravenscraft, D. J., & Scherer, F. M. (1987). *Mergers, Sell-Offs, and Economic Efficiency*. Brookings Institution Press

¹⁴ Ravenscraft, D. J., & Scherer, F. M. (1987). *Mergers, Sell-Offs, and Economic Efficiency*. Brookings Institution Press

¹⁵ Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1990). *Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?* The Journal of Finance, 45(1), 31–48.

un forte incremento non solo negli Stati Uniti, ma anche in Europa continentale, dove raggiunse livelli comparabili a quelli del mercato americano.

Il fenomeno della globalizzazione spinse le imprese a cercare opportunità di crescita oltre i confini nazionali, favorendo un'intensa crescita delle operazioni cross-border. Le acquisizioni transfrontaliere divennero strumenti strategici per espandersi in nuovi mercati, acquisire risorse complementari e accedere a economie di scala. In questa fase, la crescita dimensionale e geografica delle imprese rappresentava uno degli obiettivi principali delle strategie di fusione, e le aziende cercavano attivamente di posizionarsi come attori globali.

L'eccezionalità della quinta ondata si riflette nella nascita di alcuni mega-deal, ovvero fusioni o acquisizioni di dimensioni senza precedenti fino a quel momento. Tra i casi più noti si annoverano le operazioni tra Citibank e Travelers, Chrysler e Daimler-Benz, e Exxon e Mobil, che hanno segnato un punto di svolta nella storia delle M&A per dimensione, visibilità e impatto strategico.

L'impulso a questa nuova fase fu determinato anche da due fattori chiave:

- L'innovazione tecnologica, in particolare nell'ambito dell'information technology, che aprì nuove possibilità di integrazione e sinergie operative;
- Una maggiore attenzione delle imprese verso il focalizzarsi sulle competenze distintive, coerentemente con l'approccio teorico della resource-based view.

Quest'ultimo sostiene che il vantaggio competitivo sostenibile si ottiene mediante lo sfruttamento efficace delle risorse e capacità interne, piuttosto che attraverso la diversificazione esterna non strategica.¹⁶

Dal punto di vista operativo, le operazioni furono prevalentemente amichevoli, e il finanziamento tramite emissione di azioni (equity) rimase lo strumento più utilizzato.

La fine della quinta ondata fu causata da una nuova fase di turbolenza economica, legata in particolare allo scoppio della bolla speculativa legata al settore tecnologico (dot-com bubble), che all'inizio degli anni 2000 determinò un crollo dei mercati azionari globali e una conseguente contrazione dell'attività di fusioni e acquisizioni.

WAVE 6

La sesta ondata di fusioni e acquisizioni prese avvio nei primi anni Duemila, in seguito alla ripresa economica successiva allo scoppio della bolla speculativa del settore tecnologico (dot-com). A caratterizzarla furono fattori congiunti come l'avanzare della globalizzazione, la crescente influenza del private equity e l'emergere di forme sempre più attive di azionariato strategico.

¹⁶ Fontana, F., & Boccardelli, P. (2015). *Corporate Strategy. Una prospettiva organizzativa e finanziaria per la crescita*. Hoepli.

Questa fase vide una marcata espansione delle operazioni transfrontaliere e un forte aumento dei deal di ampia scala, con un ruolo sempre più rilevante giocato dagli investitori istituzionali e da operatori provenienti dai mercati emergenti. La spinta verso la globalizzazione incentivò le imprese a espandere la propria presenza all'estero, attraverso fusioni multinazionali e investimenti diretti esteri (IDE), in una logica di consolidamento delle attività core e di penetrazione di nuovi mercati. Tali strategie furono spesso agevolate da politiche pubbliche favorevoli, che comprendevano incentivi fiscali e riforme volte ad attrarre capitali esteri.

Uno degli elementi distintivi di questa ondata fu la crescita esponenziale degli investimenti in private equity e il ricorso diffuso a leveraged buyout (LBO). Queste operazioni furono rese possibili dal contesto di tassi di interesse particolarmente bassi, frutto delle politiche monetarie espansive adottate dalle banche centrali per stimolare la crescita. Le società di private equity assunsero un ruolo centrale nel panorama M&A, fornendo capitale di rischio alle imprese target e facilitando processi di acquisizione e ristrutturazione, spesso finalizzati a conseguire economie di scala e miglioramenti in termini di efficienza operativa.

Parallelamente, si assistette a una significativa ascesa dell'attivismo azionario, con azionisti che iniziarono a intervenire in modo diretto nella definizione delle strategie aziendali, proponendo membri del management, influenzando le scelte dei consigli di amministrazione e rimodellando la governance d'impresa.

Tale tendenza portò a una maggiore attenzione all'allineamento tra gli interessi degli azionisti e quelli del management, favorendo una maggiore trasparenza e responsabilizzazione nella gestione.

Il forte ricorso alla leva finanziaria come strumento di acquisizione fu alimentato da condizioni di credito favorevoli e dalla crescita speculativa del mercato immobiliare, che incoraggiò ulteriormente l'attività di LBO.

Tuttavia, proprio questo ambiente altamente speculativo contribuì alla formazione di una bolla immobiliare, in particolare nel mercato statunitense.

Lo scoppio della bolla nel 2007, connesso alla crisi dei mutui subprime, segnò un punto di rottura per l'intero sistema finanziario globale.

La conseguente crisi economica del 2007–2009 determinò un forte rallentamento dell'attività di M&A, aggravato dal crollo di numerose operazioni eccessivamente indebitate e dalla perdita di fiducia degli investitori.

Questo scenario decretò la fine della sesta ondata, ponendo un freno alla dinamica di crescita fondata sull'espansione del credito e sulla finanza strutturata.

WAVE 7

Gli anni immediatamente successivi alla conclusione della sesta ondata furono segnati da una fase particolarmente critica per il mercato delle fusioni e acquisizioni. La situazione fu ulteriormente aggravata dal clamoroso fallimento della fusione tra AOL e Time Warner, conclusasi con una perdita stimata di quasi 100 miliardi di dollari in appena un anno. Questa operazione, a lungo considerata come il più grande errore nella storia delle fusioni aziendali, è divenuta nel tempo un caso emblematico e viene spesso citata come monito per la gestione strategica delle M&A, evidenziando i rischi legati a sinergie sopravvalutate e a integrazioni mal progettate.

Entro il 2004, l'attività di M&A aveva toccato uno dei suoi livelli più bassi, riflettendo il generale clima di incertezza e contrazione economica ereditato dalla crisi finanziaria globale. Tuttavia, a partire dal 2011, iniziarono ad emergere segnali di ripresa, accompagnati da una nuova ondata di ottimismo che fece ipotizzare l'avvio di una possibile settima ondata di fusioni e acquisizioni.

A differenza delle precedenti, questa nuova fase si distingue per il ruolo crescente assunto dai paesi BRICS (Brasile, Russia, India, Cina e Sudafrica), che si stanno affermando come attori centrali nei nuovi equilibri economici globali. Si tratta di economie emergenti o recentemente industrializzate, accomunate non solo da elevati tassi di crescita ma anche da una forte proiezione demografica: nel 2015, i BRICS rappresentavano oltre il 40% della popolazione mondiale.

Il rafforzamento della cooperazione economica tra questi paesi, unito all'incremento delle attività corporate e commerciali, lascia presagire che le future dinamiche di M&A possano vedere una crescente concentrazione nelle aree geografiche di appartenenza dei BRICS, ridefinendo gli assetti tradizionali dell'attività di fusione e acquisizione.

L'ascesa di questi paesi evidenzia un profondo spostamento dell'asse del potere economico globale, proiettandoli al centro delle future strategie di consolidamento aziendale e delle operazioni transfrontaliere, con un impatto destinato a crescere negli anni successivi.

1.3 M&A OGGI

Nel 2024, il mercato globale delle operazioni di fusione e acquisizione (M&A) si trova in una fase di transizione. Sebbene le persistenti incertezze di natura economica e geopolitica abbiano contribuito a una contrazione nei volumi delle transazioni, l'integrazione di tecnologie avanzate e l'esigenza di processi di trasformazione aziendale stanno generando nuove traiettorie di crescita attraverso operazioni straordinarie. Il contesto attuale evidenzia un equilibrio dinamico tra criticità e segnali di ripresa, con andamenti positivi che si registrano in settori strategici e in determinate aree geografiche.

Nel primo semestre del 2024, il valore complessivo delle operazioni di M&A ha registrato un incremento del 5% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, mentre il numero delle transazioni ha subito una contrazione del 25%, confermando un trend decrescente iniziato nel 2022. In tale intervallo temporale sono state concluse poco più di 24.000 operazioni, per un controvalore complessivo pari a

1.300 miliardi di dollari. Tali dati rappresentano un ridimensionamento significativo rispetto ai livelli di massima espansione osservati nella seconda metà del 2021, quando furono perfezionate quasi 34.000 operazioni, per un valore complessivo di circa 2.700 miliardi di dollari.

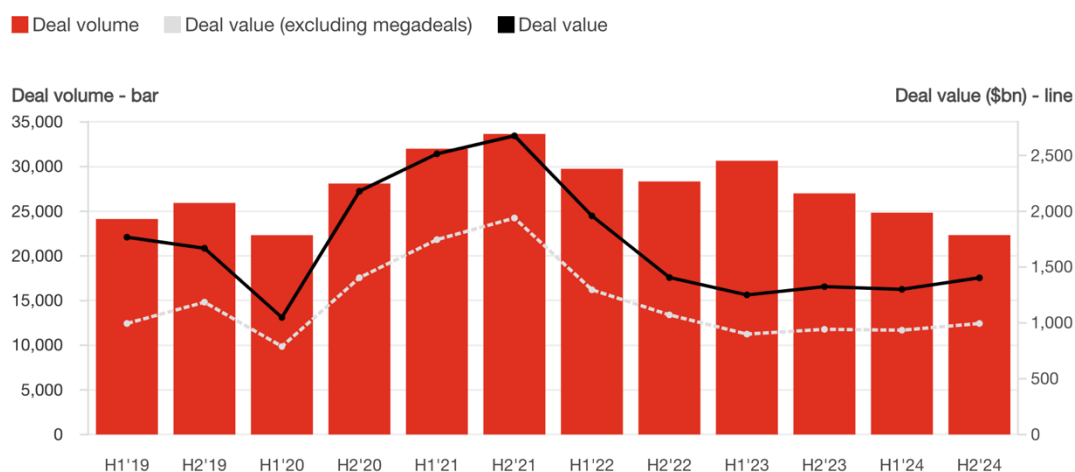


Figura 2 <https://www.pwc.com/gx/en/services/deals/trends.html#deals-imperative-accordion-sector-specific-factors-require-an-ma-approach>

I trend regionali sono stati simili a quelli globali, ma hanno registrato variazioni a livello nazionale. Nelle Americhe, il valore delle transazioni negli Stati Uniti è cresciuto del 6%; nell'area EMEA, diverse mega-operazioni nel Regno Unito hanno portato a un aumento del valore delle transazioni per il Paese, a differenza di molti altri Paesi europei dove il valore delle transazioni è diminuito; e nell'area Asia-Pacifico, Giappone e India hanno registrato ottime performance, con aumenti rispettivamente del 24% e del 20%. In termini di volume delle transazioni, entrambe le regioni hanno registrato un calo rispetto al 2023.¹⁷

Il numero di operazioni di valore superiore a 1 miliardo di dollari è aumentato da 430 nel 2023 a oltre 500 nel 2024. Ciò ha aumentato la dimensione media delle operazioni dell'11%, raggiungendo i 146 milioni di dollari nel 2024. Il numero di operazioni di piccole e medie dimensioni è ancora in calo, in parte a causa dei continui divari di valutazione tra acquirenti e venditori e di un mercato del private equity difficile.

Dietro questa tendenza al rialzo nelle transazioni superiori a 1 miliardo di dollari ci sono gli operatori aziendali, alcuni dei quali sono riusciti a utilizzare le azioni altamente valutate delle loro aziende come valuta, e i principali fondi di private equity che sono alla ricerca di transazioni più grandi mentre raccolgono quantità storiche di capitale.

¹⁷ PwC Report – Global M&A Industry Trends: 2024 Mid-Year Outlook

Deals over \$1bn, 2019-2024

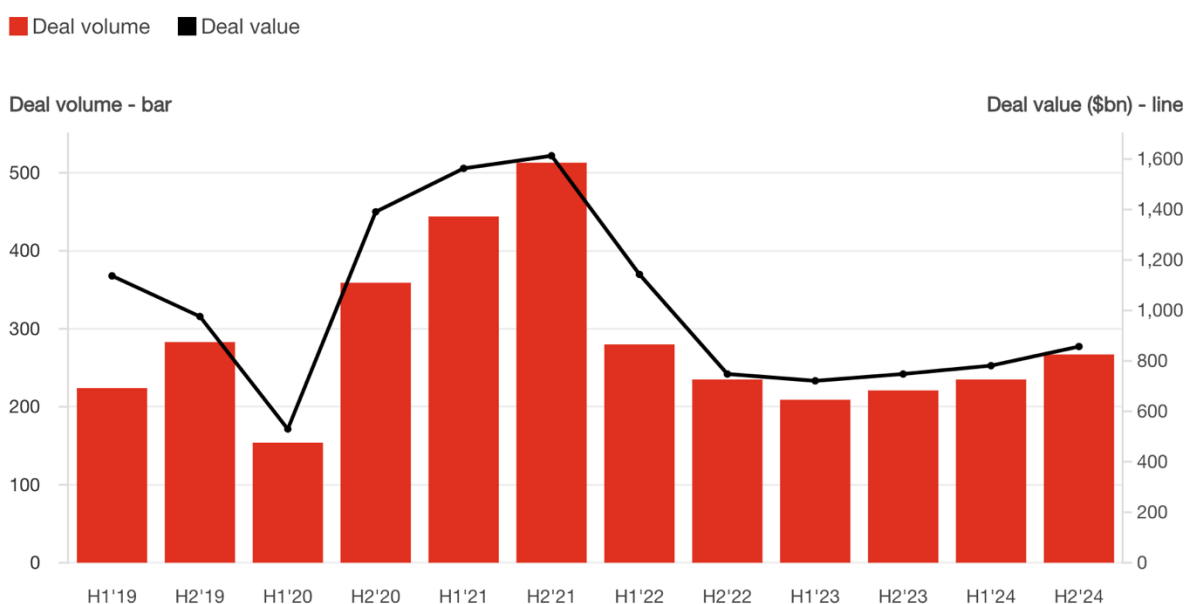


Figura 3 <https://www.pwc.com/gx/en/services/deals/trends.html#deals-imperative-accordion-sector-specific-factors-require-an-ma-approach>

Nel 2024, si è registrato un incremento significativo nel numero di operazioni di M&A di elevata entità: delle 502 operazioni con un controvalore superiore a 1 miliardo di dollari, ben 72 sono state classificate come *megadeal*, ovvero operazioni di valore superiore ai 5 miliardi di dollari, in aumento rispetto alle 61 registrate nel 2023. Nella prima parte dell'anno, tali operazioni di grandi dimensioni hanno interessato prevalentemente i settori tecnologico, energetico e bancario. Tuttavia, nel secondo semestre del 2024 si è osservata una diversificazione settoriale, con un'espansione significativa anche in comparti tradizionalmente meno attivi in questo ambito.

Pur mantenendo il primato in termini di volume, il settore tecnologico ha visto affiancarsi nel secondo semestre altri ambiti rilevanti: le assicurazioni sono salite al secondo posto, mentre il comparto dei media e dell'intrattenimento si è posizionato al terzo per numero e valore delle operazioni.

Le tre principali operazioni del 2024 hanno riguardato settori differenti, evidenziando la trasversalità strategica delle operazioni di M&A nell'attuale contesto di mercato. In particolare:

- Nel settore retail, si segnala la proposta di acquisizione da 39 miliardi di dollari avanzata da Couche-Tard per Seven & i Holdings Co., società nota a livello globale per il marchio in franchising 7-Eleven;
- Nel comparto bancario, ha destato attenzione la proposta da 35,3 miliardi di dollari da parte di Capital One per l'acquisizione di Discover Financial Services;

- Nel settore software, si distingue l'operazione annunciata da Synopsys, volta ad acquisire Ansys, per un valore di 32,5 miliardi di dollari.

Tali operazioni rappresentano esempi emblematici della rilevanza strategica assunta dalle M&A nell'ambito del consolidamento competitivo e della trasformazione industriale in atto.

Number of megadeals by sector

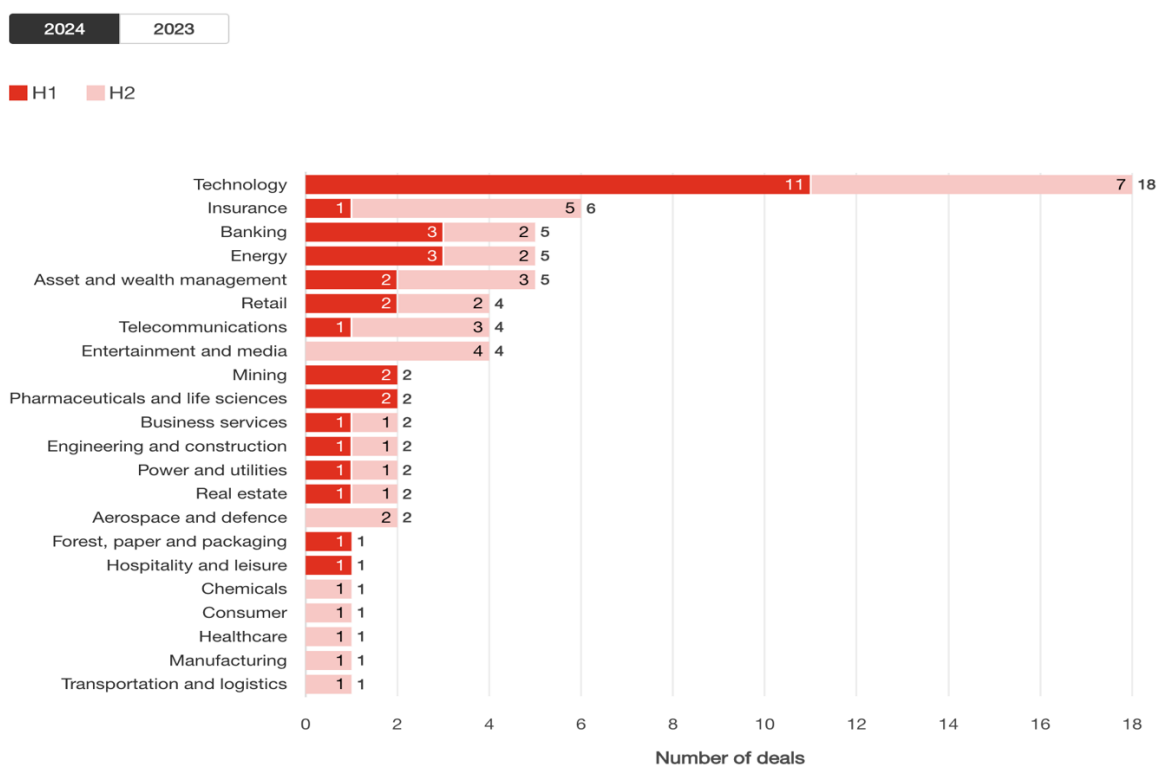


Figura 4 : <https://www.pwc.com/gx/en/services/deals/trends.html#deals-imperative-accordion-sector-specific-factors-require-an-ma-approach>

1.3.1 M&A IN ITALIA

Nel corso del 2024, il mercato italiano delle operazioni di fusione e acquisizione (M&A) ha evidenziato una significativa dinamica espansiva, testimoniata dal completamento di 1.365 operazioni, con un incremento del 13% rispetto alle 1.210 transazioni registrate nel 2023. Il valore aggregato delle operazioni ha raggiunto circa 63,9 miliardi di euro, segnando una crescita del 9% rispetto all'anno precedente. Tale performance conferma il consolidamento delle operazioni di M&A quale leva strategica di primaria rilevanza per i processi di crescita dimensionale, riorganizzazione industriale e trasformazione strutturale delle imprese.¹⁸

Il mercato italiano delle M&A nel 2024 si è contraddistinto per rilevanti sviluppi sotto diverse dimensioni:

¹⁸ EY M&A Barometer – 2024 Review

1. Incremento delle operazioni di grande entità (Megadeal): l'anno ha registrato 15 operazioni con un valore individuale superiore a 1 miliardo di euro, rispetto alle 11 rilevate nel 2023, per un volume complessivo pari a 32,6 miliardi di euro. Sebbene si sia registrato un aumento nel numero di operazioni di grande scala, si osserva una contrazione del valore medio per operazione, indicativa di una ridefinizione delle dinamiche di mercato e della struttura delle transazioni complesse.

Tra le operazioni più rilevanti dell'anno si annovera l'acquisizione della rete fissa di TIM da parte del fondo statunitense KKR, per un controvalore di 14,2 miliardi di euro, considerata la transazione di maggior rilevanza del periodo. Ulteriori operazioni strategiche includono l'acquisizione di Neptune Energy da parte di ENI per 4,5 miliardi di euro, nonché l'ingresso di UniCredit nel capitale di Commerzbank con una partecipazione del 28%, per un valore di 4,8 miliardi di euro.¹⁹ A tali operazioni si affianca l'acquisizione di Vodafone Italia da parte di Fastweb, attraverso la holding svizzera Swisscom, per un valore complessivo di 8 miliardi di euro, operazione che si configura come altamente strategica nel panorama delle telecomunicazioni, in un'ottica di rafforzamento competitivo e integrazione infrastrutturale nel mercato italiano ed europeo.

Tali operazioni evidenziano il crescente protagonismo degli attori italiani ed europei nello scenario M&A internazionale e confermano la centralità del mercato italiano come ambito di rilevante interesse per investimenti strategici di ampia portata.

2. Attività nel segmento mid-market

Il segmento delle operazioni di fascia media ha registrato una performance particolarmente positiva nel corso del 2024, con un ammontare complessivo di investimenti pari a 31,3 miliardi di euro, corrispondente a un incremento del 35% rispetto all'anno precedente. Tale andamento riflette una crescente attenzione da parte degli operatori verso strategie di consolidamento settoriale e verso l'ottimizzazione delle sinergie lungo le catene del valore, in un'ottica di efficientamento e rafforzamento competitivo.

3. Distribuzione settoriale delle operazioni

Dal punto di vista settoriale, il comparto Industrials & Chemicals ha assunto una posizione predominante, rappresentando il 26% del totale delle transazioni. Seguono i settori Consumer & Retail (14%), Technology (13%) ed Energy & Utilities (10%). Tra le operazioni di maggior rilievo nel comparto tecnologico si segnala la partnership strategica tra Technoprobe e Teradyne Inc.. Di particolare interesse è il settore Energy & Utilities, che ha registrato un

¹⁹ <https://kpmg.com/it/it/home/media/press-releases/2024/12/mercato-m-a-in-italia-nel-2024--volumi-record-con-oltre-1-360-op.html>

incremento del 163% nel valore complessivo delle operazioni, trainato da acquisizioni strategiche condotte da ENI e da investimenti significativi nelle energie rinnovabili.

4. Crescente ruolo del private equity

Nel 2024, i fondi di private equity e infrastrutturali hanno continuato a rivestire un ruolo di rilievo all'interno del mercato M&A italiano, partecipando a 606 operazioni, pari al 44% del totale, in crescita rispetto al 40% registrato nel 2023. Nonostante una contrazione del 21% nel valore complessivo degli investimenti (30,4 miliardi di euro rispetto ai 38,5 miliardi dell'anno precedente), il segmento si conferma dinamico, con un focus marcato su operazioni di fascia media e su strategie di consolidamento industriale, finalizzate alla creazione di piattaforme integrate e all'espansione in mercati strategici.

5. Internazionalizzazione e investimenti outbound

Le imprese italiane hanno mantenuto un atteggiamento proattivo sui mercati esteri, annunciando 280 operazioni cross-border per un valore complessivo pari a 14,3 miliardi di euro. Queste operazioni testimoniano la volontà di ridefinire i mercati di sbocco, ottimizzare la gestione delle catene di fornitura internazionali e affrontare le sfide tecnologiche globali. Le principali destinazioni degli investimenti outbound italiani sono state rappresentate da Stati Uniti, Germania, Spagna, Francia e Regno Unito.

Il 2024 ha delineato un quadro articolato e complesso per il mercato italiano delle M&A. Sebbene i volumi delle operazioni abbiano confermato la resilienza del sistema economico, alcune transazioni sono state rallentate da criticità legate alle performance delle società target, da vincoli nell'accesso al credito e da un persistente clima di incertezza geopolitica. Le imprese con un'elevata esposizione all'export hanno inoltre affrontato pressioni aggiuntive, in parte mitigate da un quadro macroeconomico in miglioramento, contraddistinto dal rallentamento dell'inflazione e dall'allentamento delle politiche monetarie restrittive.

In prospettiva, il 2025 si configura come un anno in cui il mercato M&A potrebbe mantenere un elevato grado di vivacità operativa, sostenuto da una pluralità di driver strategici:

- la prosecuzione dei processi di consolidamento settoriale, in particolare nei comparti Life Sciences, Technology ed Energy & Utilities;
- un coinvolgimento crescente degli operatori di private equity, con particolare attenzione alle operazioni mid-market e alle acquisizioni add-on mirate;
- un aumento della liquidità disponibile e un miglioramento delle condizioni di finanziamento, anche grazie alla spinta degli investimenti pubblici connessi al programma NextGenerationEU.

1.4 Razionali strategici M&A

Le operazioni di fusione e acquisizione (M&A) possono essere giustificate da una molteplicità di motivazioni, riconducibili a logiche sia operative che finanziarie. Tra le principali vi è lo sfruttamento delle sinergie, che rappresentano l'obiettivo cardine di molte transazioni.

Un esempio dell'importanza delle sinergie è offerto dall'acquisizione di AT&T, una delle più grandi società di telecomunicazioni al mondo, da parte di SBC nel 2005, per oltre 15 miliardi di \$. Dopo l'annuncio dell'operazione, infatti, il presidente di SBC Ed Whitacre, puntualizzò che le previste sinergie per 15 miliardi di \$ da sole erano sufficienti a giustificare il prezzo d'acquisto, tralasciando gli asset di AT&T.²⁰ Diverse sono le tipologie di sinergie: le operative, ad esempio, si realizzano attraverso l'ottimizzazione dell'efficienza aziendale, sfruttando economie di scala e di scopo. Tali sinergie si manifestano quando l'impresa acquirente incorpora un cliente, un fornitore o un concorrente, con l'obiettivo di razionalizzare la produzione, ridurre i costi unitari e migliorare l'utilizzo delle risorse esistenti.

Le sinergie finanziarie, invece, si concretizzano in una riduzione del costo del capitale grazie al miglioramento del profilo di rischio e alla maggiore capacità di accesso al credito o ai mercati finanziari.²¹ Un'azienda di maggiori dimensioni e con prospettive di crescita più solide tende, infatti, ad attrarre più facilmente investitori e finanziatori.

Un ulteriore driver alla base delle operazioni di M&A è rappresentato dalla diversificazione, finalizzata a mitigare il rischio complessivo dell'impresa e a favorirne la crescita. In tal senso, l'impresa può espandersi su nuovi mercati geografici o introdurre nuove linee di prodotto, riducendo la dipendenza da specifici settori o aree geografiche.

Altre operazioni sono motivate da un riallineamento strategico, ossia dalla necessità di adattarsi ai mutamenti del contesto competitivo e tecnologico. In ambienti caratterizzati da elevata turbolenza e innovazione, le M&A rappresentano un canale rapido per acquisire competenze distintive, conoscenze specifiche, tecnologie avanzate e know-how, colmando eventuali gap organizzativi o tecnologici e sottraendo risorse critiche ai concorrenti.

In alcuni casi, la spinta all'operazione può derivare da una valutazione discrezionale del management, il quale ritiene che una determinata società possieda un potenziale di valore non pienamente riflesso nel prezzo di mercato. Tuttavia, una sovrastima delle sinergie attese può condurre a operazioni fallimentari, soprattutto se motivate da logiche di autoaffermazione manageriale, desiderio di aumentare l'influenza interna o massimizzare i propri incentivi retributivi.

²⁰ Berk, J., & DeMarzo, P. (2023). *Corporate Finance*. Pearson.

²¹ Modigliani, F., & Miller, M.H. (1958). *The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment*.

Le M&A possono infine costituire una risposta a problemi di agenzia, offrendo una via di uscita in situazioni di disallineamento tra la proprietà e il management. In contesti di crisi o inefficienza gestionale, la fusione con un'impresa più solida può rappresentare un'opportunità di risanamento.

In conclusione, la ricerca di quote di mercato più ampie e il conseguente incremento del potere di mercato rappresentano un'ulteriore motivazione frequente, con l'obiettivo di rafforzare la capacità dell'impresa di incidere sulla definizione dei prezzi e sulle dinamiche competitive del settore di riferimento. E' importante sottolineare che in questo ultimo caso l'Antitrust può intervenire per bloccare un'operazione di fusione o acquisizione quando ritiene che questa possa minare la concorrenza sul mercato.

In pratica, se due imprese molto grandi si uniscono e, grazie alla fusione, acquisiscono una posizione di forza tale da limitare la competizione, l'Antitrust valuta che ciò possa portare a effetti negativi per i consumatori, come l'incremento dei prezzi, la minore qualità dei prodotti o la riduzione dell'innovazione. In questi casi l'operazione può essere vietata.

Un esempio significativo è il caso della fusione tra General Electric e Honeywell del 2001. Negli Stati Uniti l'operazione era stata approvata, ma la Commissione Europea la bloccò perché, unendo i punti di forza delle due aziende nel settore dei motori aeronautici e dei sistemi di avionica, sarebbe nato un gruppo con un potere troppo grande rispetto ai concorrenti. Secondo l'Antitrust europeo, questa concentrazione avrebbe ridotto drasticamente la concorrenza, rendendo molto difficile per le altre imprese competere.

In ogni caso, le sinergie sia operative che finanziarie costituiscono l'elemento centrale attorno al quale si costruisce la razionalità economica delle operazioni di M&A.

1.4.1 Differenti tipologie di sinergie

Economie di scala e di scopo

Un'impresa può scegliere di intraprendere operazioni di fusione o acquisizione per sfruttare le economie di scala, ossia quei risparmi ottenibili attraverso la produzione di beni in grandi volumi, che risultano difficilmente accessibili alle imprese di dimensioni ridotte. Tali risparmi si realizzano quando il costo medio unitario di produzione diminuisce all'aumentare della quantità prodotta.

Questo tipo di sinergia rappresenta un vantaggio particolarmente rilevante per le imprese che operano in settori capital intensive, ovvero in ambiti in cui la produzione di beni o servizi richiede ingenti investimenti in beni materiali durevoli, quali impianti, macchinari, infrastrutture o tecnologie avanzate. In tali settori, caratterizzati da elevati costi fissi e bassi costi variabili, le economie di scala assumono un ruolo determinante per raggiungere livelli soddisfacenti di redditività. Una maggiore dimensione aziendale può inoltre costituire un vantaggio strategico nella negoziazione con i fornitori,

consentendo di ottenere condizioni economiche più favorevoli. Un caso esemplare in tal senso è rappresentato dall'acquisizione, avvenuta nel 2005, del produttore di calzature Saucony da parte della statunitense Stride Rite. L'obiettivo principale dell'operazione era proprio quello di ridurre i costi di produzione della società target, sfruttando il maggiore potere contrattuale derivante dalla nuova scala dimensionale, in particolare nei confronti dei fornitori cinesi.²²

Le imprese di grandi dimensioni possono anche beneficiare delle cosiddette economie di scopo, che si verificano quando il costo totale della produzione congiunta di più beni o servizi è inferiore alla somma dei costi che si sosterebbero producendoli separatamente. Tali economie possono realizzarsi, ad esempio, combinando attività di marketing e distribuzione per prodotti affini o complementari, come nel caso della commercializzazione congiunta di bibite gassate e snack, che consente di ottimizzare le risorse e aumentare l'efficienza complessiva.

Sinergie finanziarie e fiscali

Accanto alle sinergie operative, nelle operazioni di fusione e acquisizione assumono rilievo anche le sinergie finanziarie e fiscali. Sul piano finanziario, un'integrazione può incidere positivamente sulla capacità di debito e sul costo complessivo del capitale. Ad esempio, la fusione con un'impresa caratterizzata da una struttura patrimoniale meno indebitata consente di riequilibrare il leverage e migliorare gli indicatori di solidità, come il rapporto Debito/EBITDA, con effetti positivi sui costi di finanziamento. Un caso emblematico in tal senso è rappresentato dalla fusione tra Wind e Tre, che ha combinato un'impresa fortemente indebitata con una priva di debito, dando vita a una società più equilibrata dal punto di vista finanziario.

Inoltre, le imperfezioni dei mercati possono generare ulteriori vantaggi: la maggiore dimensione e la diversificazione derivanti dall'operazione riducono la probabilità di dissesto, permettendo all'impresa di sostenere livelli di debito più elevati e di beneficiare di maggiori risparmi fiscali legati alla deducibilità degli oneri finanziari, senza esporla a rischi eccessivi di insolvenza.

Dal punto di vista fiscale, una conglomerata può conseguire benefici ulteriori poiché le perdite di una divisione possono compensare gli utili di un'altra. Un aspetto particolarmente rilevante è rappresentato dal recupero delle perdite fiscali pregresse (Net Operating Losses – NOLs), che in alcuni casi può essere accelerato a seguito della fusione. Tuttavia, la normativa limita le operazioni prive di sostanza economica che hanno come unico scopo lo sfruttamento delle perdite fiscali della società target. In passato, tali pratiche hanno dato luogo alle cosiddette “bare fiscali”, ovvero società in perdita

²² Berk, J., & DeMarzo, P. (2023). Corporate Finance. Pearson.

acquistate esclusivamente per ridurre la base imponibile della società acquirente, oggi considerate elusive o evasive dal legislatore.

Integrazione Verticale

L'integrazione verticale fa riferimento alla fusione o all'acquisizione di un'impresa operante a monte (ad esempio, un fornitore) o a valle (come un distributore o un cliente finale) rispetto al proprio processo produttivo. Un'impresa può ritenere vantaggioso ottenere il controllo diretto sugli input produttivi, soprattutto quando questi ultimi risultano difficilmente sostituibili o critici per la qualità del prodotto finale. Analogamente, un'azienda che riscontra inefficienze o insoddisfazioni nella gestione dei propri canali distributivi può decidere di integrare tali funzioni internamente, allo scopo di esercitare un controllo più diretto sulla fase di commercializzazione e rafforzare la propria presenza sul mercato.

La decisione di adottare un modello di integrazione verticale nasce spesso dall'esigenza di migliorare il coordinamento tra le fasi della catena del valore e di ridurre l'incertezza legata sia alla fornitura degli input sia alla distribuzione del prodotto finito. In tal modo, l'impresa può ottenere maggiore stabilità operativa e strategica, tutelandosi da eventuali inefficienze esterne o dipendenze eccessive da terzi.

Inoltre, l'integrazione verticale può svolgere un'importante funzione di copertura rispetto alla volatilità dei prezzi sui mercati degli input e degli output, contribuendo a rafforzare la posizione competitiva dell'impresa in contesti caratterizzati da elevata instabilità. Un esempio emblematico è rappresentato dal caso di Ferrero, che ha acquisito Oltan Group, uno dei principali fornitori mondiali di nocciole con sede in Turchia. Con questa operazione, Ferrero ha consolidato la propria presenza a monte della filiera produttiva, perseguendo un duplice obiettivo: da un lato, assicurarsi continuità e qualità nell'approvvigionamento della materia prima; dall'altro, ridurre la dipendenza da mercati terzi, soggetti a marcate fluttuazioni dei prezzi e a rischi geopolitici.

Va tuttavia sottolineato che non esistono evidenze empiriche univoche che attestino un legame diretto tra integrazione verticale e creazione di valore per l'impresa. L'efficacia di tale strategia dipende fortemente dalla capacità dell'azienda di gestire le imperfezioni del mercato e di integrare efficacemente le nuove funzioni all'interno della propria struttura organizzativa e operativa.

Competenze

Le imprese spesso necessitano di competenze in aree specifiche per affrontare la concorrenza in modo più efficiente. In questi casi, possono rivolgersi al mercato del lavoro per cercare personale dotato delle capacità richieste. Tuttavia, questa soluzione potrebbe rivelarsi complicata, soprattutto quando

si tratta di tecnologie nuove e non familiari: i manager esistenti potrebbero avere difficoltà a valutare correttamente le competenze necessarie, e il personale assunto potrebbe non avere un'adeguata conoscenza del processo produttivo. Anche dopo l'assunzione, potrebbero comunque essere necessarie attività di supervisione, formazione e addestramento, rendendo complessa la gestione. Una soluzione più efficace può essere l'acquisizione di un'impresa già esistente e pienamente operativa, che possiede le competenze ricercate e le ha già applicate con successo. Ad esempio, nel 2000 la società AXA di Parigi ha acquisito Sanford C. Bernstein, una società americana di investimento, per accedere al mercato di Wall Street e ottenere competenze specifiche in quel settore.²³ In modo analogo, la società francese di costruzioni Spie Batignolles ha acquisito una società inglese attiva nel settore edile per acquisire competenze tecniche locali. Operazioni di questo tipo sono comuni in settori come l'hi-tech: basti pensare a Cisco Systems, nota per la sua strategia di acquisizione di giovani startup con competenze tecnologiche avanzate, soprattutto nel campo delle reti.

Rendite da monopolio

Uno degli argomenti più discussi a favore delle fusioni o acquisizioni aziendali è la possibilità di conseguire significative rendite di monopolio. La fusione o acquisizione di un importante concorrente può infatti permettere a un'impresa di rafforzare il proprio potere di mercato, riducendo la concorrenza nel settore e incrementando i profitti. Tuttavia, proprio per prevenire il rischio che queste operazioni compromettano la concorrenza, nella maggior parte dei Paesi esistono normative antitrust che regolano e, in alcuni casi, limitano severamente tali operazioni.

Il modo in cui le leggi antitrust vengono applicate varia notevolmente da una giurisdizione all'altra e nel tempo, anche in funzione delle politiche dei governi in carica. Un esempio emblematico è rappresentato dal tentativo, nel 2000, di General Electric (GE) di acquisire Honeywell. L'operazione venne inizialmente approvata dal Dipartimento di Giustizia statunitense, sebbene con alcune condizioni. Tuttavia, fu la Commissione Europea a bloccare l'acquisizione, ritenendo che avrebbe generato effetti distorsivi inaccettabili sul mercato, riducendo in maniera significativa la concorrenza nel settore aerospaziale, dove entrambe le società erano attive. La Commissione considerava problematica la possibilità che, in seguito all'operazione, i clienti potessero essere indotti ad affidare alla stessa società sia il leasing degli aerei che l'intera linea di prodotti avionici.

Questo episodio evidenzia come le autorità antitrust europee siano spesso più restrittive rispetto a quelle statunitensi. Le imprese, infatti, possono ottenere vantaggi competitivi attraverso una fusione o un'acquisizione solo se riescono a ridurre in modo significativo la competizione, cosa che non sempre avviene. Inoltre, affinché le rendite di monopolio possano essere effettivamente conseguite e

²³ Berk, J., & DeMarzo, P. (2023). Corporate Finance. Pearson.

mantenute, è necessario che il settore presenti barriere all'entrata elevate o una forte differenziazione del prodotto. In assenza di queste condizioni, l'ingresso di nuovi operatori sul mercato può riportare rapidamente i prezzi a livelli concorrenziali.

1.5 Il processo di M&A

Il processo di fusione e acquisizione (M&A) si configura come una sequenza strutturata di attività, accuratamente pianificata ma al contempo intrinsecamente dinamica, articolata in operazioni di **buy-side** (acquisizione) e **sell-side** (cessione parziale o totale di asset o partecipazioni). Tali operazioni si contraddistinguono per l'elevato grado di complessità e di rischio, e richiedono competenze specialistiche, una pianificazione strategica rigorosa e l'assistenza di advisor qualificati, quali banche d'investimento, studi legali e società di consulenza finanziaria.

Il coinvolgimento di tali professionisti si rivela cruciale al fine di perseguire obiettivi fondamentali come l'ottimizzazione del valore generato dalla transazione, la tempestiva ed efficace esecuzione delle operazioni e la minimizzazione del rischio di fallimento dell'accordo. Gli advisor, inoltre, svolgono un ruolo centrale nella gestione delle numerose criticità che possono manifestarsi durante il processo, contribuendo a mantenere la coerenza strategica dell'operazione e a garantire l'allineamento degli interessi tra le parti coinvolte. Parliamo di un processo particolarmente lungo, che può durare da sei mesi a diversi anni.

Un tipico processo di M&A si articola in dieci fasi e comprende ²⁴:

1. Sviluppo della strategia di M&A

Il processo di fusione e acquisizione (M&A) ha inizio con una fase di pianificazione strategica, nella quale il top management, coadiuvato da consulenti specializzati, analizza la coerenza dell'operazione con gli obiettivi di lungo periodo dell'impresa. Questa fase preparatoria riveste un ruolo cruciale poiché consente di definire le linee guida che orienteranno l'intero processo, valutando se un'operazione straordinaria – quale una fusione o un'acquisizione – sia funzionale alla creazione di valore sostenibile per l'impresa acquirente.

L'analisi preliminare comprende una valutazione approfondita del settore di riferimento, l'analisi del contesto competitivo, nonché un'attenta riflessione sulle criticità interne e sulle potenzialità di crescita dell'organizzazione. In tale contesto, la formulazione di una strategia ben strutturata è essenziale per assicurare il pieno allineamento dell'operazione con la visione strategica e le prospettive evolutive dell'azienda.

²⁴ <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/mergers-acquisitions-ma-process/>

Durante questa fase, i consulenti finanziari e gli advisor strategici predispongono anche i principali materiali di marketing e comunicazione – tra cui teaser, information memorandum e presentazioni del management – finalizzati a illustrare la logica strategica sottostante all’operazione. Tali documenti evidenziano gli aspetti cardine della transazione, quali il potenziale di creazione di valore, il riposizionamento competitivo e la coerenza dell’operazione con le traiettorie di sviluppo futuro.

Un elemento centrale di questa fase consiste nell’individuazione delle sinergie attese dall’operazione, che possono derivare da economie di scala, espansione geografica, complementarità tra linee di prodotto o ottimizzazioni finanziarie. L’acquisizione di Pixar da parte di Disney, avvenuta nel 2006, rappresenta un caso emblematico in tal senso: attraverso tale operazione, Disney ha risposto alla necessità di rilanciare la propria divisione animazione, sfruttando il know-how tecnologico e il capitale creativo di Pixar. L’integrazione ha permesso la generazione di sinergie strategiche significative, in linea con gli obiettivi di trasformazione e rafforzamento competitivo del gruppo.

In definitiva, la fase di sviluppo della strategia di M&A deve essere guidata da un approccio analitico e data-driven, fondato su una visione chiara degli obiettivi aziendali e sulle opportunità di lungo termine offerte dall’operazione, nel quadro di una più ampia prospettiva di evoluzione e consolidamento dell’impresa.

2. Definire i criteri di ricerca M&A

Determinare i criteri chiave per identificare potenziali aziende target (ad esempio, margini di profitto, posizione geografica o base clienti). Una volta definita la strategia, l’attenzione si sposta sull’individuazione delle potenziali società target che risultino coerenti con gli obiettivi prefissati. In questa fase si procede a stabilire criteri di ricerca chiari e misurabili, così da selezionare solo quelle imprese in grado di apportare un effettivo valore strategico. La scelta delle possibili target avviene infatti sulla base di parametri specifici legati alla loro dimensione, redditività, modello di business, posizionamento competitivo, canali distributivi e notorietà del marchio.

3. Ricerca di potenziali obiettivi di acquisizione

L’acquirente utilizza i criteri di ricerca precedentemente identificati per cercare e quindi valutare potenziali aziende target.

Il processo di selezione si articola attraverso l’applicazione di criteri rigorosi, sia quantitativi sia qualitativi, relativi a parametri quali dimensione aziendale, profittabilità, modello di business, posizionamento competitivo, struttura dei canali distributivi e notorietà del brand.

In situazioni in cui tra acquirente e potenziale target esista già una relazione pregressa, tale fase può essere abbreviata. Tuttavia, nella maggior parte delle operazioni, la fase di screening dei target è

particolarmente articolata e richiede un'attività di analisi settoriale approfondita, valutazioni comparative dei principali concorrenti, nonché una revisione sistematica di database e fonti informative specialistiche.

Gli advisor incaricati, generalmente investment bank o società di consulenza, procedono alla redazione di una long list iniziale, comprendente una molteplicità di potenziali controparti, la quale viene successivamente affinata fino alla definizione di una short list, solitamente composta da cinque a dieci target selezionati. Tale processo di selezione è guidato da indicatori quantitativi — come ricavi, margini operativi, tassi di crescita attesa — e da valutazioni qualitative, tra cui spiccano la compatibilità culturale e l'allineamento strategico tra le imprese coinvolte.

4. Iniziare la pianificazione dell'acquisizione

L'acquirente contatta una o più aziende che soddisfano i suoi criteri di ricerca e potrebbero generare valore attraverso le sinergie; lo scopo delle conversazioni iniziali è verificare la disponibilità ad essere coinvolti in un processo di aggregazione e ottenere maggiori informazioni e comprendere quanto la società target sia adatta a una fusione o acquisizione. La società target può decidere di avviare una trattativa diretta o, alternativamente un processo competitivo al fine di massimizzare il corrispettivo e coinvolgere il maggior numero di acquirenti potenziali.

5. Fasi iniziali

La società target inizialmente elabora il cosiddetto *teaser*, ovvero un documento sintetico che contiene le informazioni essenziali sull'operazione per verificare l'interesse da parte del potenziale acquirente. In caso di conferma dell'interesse, le parti sottoscrivono un Accordo di Riservatezza (*Non-Disclosure Agreement* – NDA), volto a disciplinare in maniera formale la tutela delle informazioni confidenziali scambiate durante le fasi preliminari. Tali accordi includono generalmente clausole dettagliate concernenti la definizione del trattamento delle informazioni confidenziali, obblighi di non sollecitazione e le eventuali sanzioni applicabili in caso di violazione delle clausole di riservatezza. Successivamente, la società target predispone un *Information Memorandum*, un documento di natura descrittiva e analitica contenente un piano industriale articolato, una panoramica strategica dell'impresa e un'analisi preliminare della sua valutazione. Questo documento viene trasmesso alle controparti qualificate e interessate, con lo scopo di fornire una rappresentazione esaustiva delle caratteristiche operative, della situazione finanziaria e delle prospettive di sviluppo del target.

Le parti interessate, infine, formalizzano una *Offerta Non Vincolante* (*Non-Binding Offer* – NBO), che delinea in via preliminare le principali condizioni dell'operazione, quali i criteri di valutazione,

il prezzo indicativo, la struttura dell'acquisizione e le tempistiche ipotizzate per la sua esecuzione. Come suggerisce la denominazione, tale documento non implica un obbligo giuridico a concludere l'operazione, ma rappresenta piuttosto una manifestazione d'interesse che apre la strada alle fasi successive del processo negoziale.

6. Due Diligence

La due diligence è un processo esaustivo che inizia quando l'offerta non vincolante è stata accettata; la due diligence mira a confermare o correggere la valutazione dell'acquirente sul valore della società target conducendo un esame e un'analisi dettagliati di ogni aspetto delle operazioni della società target: i suoi parametri finanziari, attività e passività, clienti, risorse umane, ecc. La due Diligence rappresenta un punto cruciale nel processo di M&A. L'acquirente, esamina attentamente le informazioni aziendali per confermare il proprio interesse a procedere con l'operazione oppure, in alternativa, per identificare motivi che giustifichino una rinegoziazione o addirittura il ritiro dalla trattativa.

Un'insufficiente due diligence può condurre a esiti disastrosi, come dimostrato dal caso dell'acquisizione di Chrysler da parte di Daimler nel 1998. In quell'occasione, il mancato riconoscimento delle profonde divergenze culturali e operative tra le due realtà aziendali determinò il fallimento di una delle operazioni di M&A più emblematicamente fallimentari della storia recente. Questo esempio evidenzia quanto sia fondamentale affiancare alla due diligence finanziaria anche un'analisi culturale e operativa. Ci sono diverse tipologie di Due Diligence: ²⁵

- Due Diligence Finanziaria: si concentra sulla verifica della solidità finanziaria della società target, includendo un'analisi dettagliata dell'EBITDA. La normalizzazione dell'EBITDA è fondamentale per eliminare le distorsioni derivanti da elementi straordinari o non ricorrenti, garantendo così una valutazione accurata della redditività.
- Due Diligence Fiscale: mira ad accertare la conformità alle normative fiscali e tributarie, esaminando le dichiarazioni fiscali pregresse, eventuali passività e ispezioni da parte delle autorità competenti.
- Due Diligence Legale: prevede la revisione di contratti, rischi legati a contenziosi, proprietà intellettuale e adempimenti normativi.
- Due Diligence Operativa: valuta l'efficienza operativa, l'affidabilità della catena di fornitura e il livello di preparazione all'integrazione post-operazione.
- Environmental Due Diligence: analizza potenziali passività ambientali o problematiche legate alla conformità con la normativa ambientale vigente.

²⁵ JimenezJ, M., & Sindik, A. (2022). Role of Due Diligence in M&A Transactions

Il contenuto e la profondità dell'indagine di due diligence dipendono dalle esigenze di conoscenza dell'acquirente e dal tipo di business. Gli obiettivi possono essere ridotti per mancanza di tempo, vincoli di costo o perché l'obiettivo si rifiuta di collaborare e fornire le informazioni richieste.

7. Fase di Valutazione del target

La valutazione rappresenta un aspetto fondamentale del processo di M&A, che inizia fin dalle fasi iniziali e continua durante le negoziazioni tenendo in considerazione le risultanze dell'attività di due diligence. La valutazione dell'impresa target viene effettuata utilizzando diverse metodologie, al fine di ottenere una comprensione approfondita e completa del suo valore. Le principali metodologie adottate sono:

- **Analisi di società comparabili (Comparable Companies Analysis):** confronta gli indicatori finanziari e operativi dell'impresa target con quelli di società simili quotate in borsa, al fine di determinare una valutazione basata sul mercato.
- **Analisi di transazioni precedenti (Precedent Transactions Analysis):** analizza i multipli di valutazione derivanti da recenti operazioni di M&A che hanno coinvolto società comparabili, al fine di definire parametri di riferimento.
- **Analisi dei flussi di cassa scontati (Discounted Cash Flow - DCF Analysis):** stima i flussi di cassa futuri dell'impresa target e li attualizza, fornendo una valutazione intrinseca dell'azienda.
- **Analisi LBO (Leveraged Buyout Analysis):** valuta i potenziali ritorni per gli investitori finanziari sulla base della capacità dell'impresa target di generare flussi di cassa e di sostenere un livello di indebitamento.

Tipicamente si eseguono analisi di sensitività, al fine di tenere conto delle possibili variazioni delle ipotesi adottate, garantendo così un intervallo realistico di risultati di valutazione.

8. Contratto di acquisto e vendita

Supponendo che la due diligence si concluda senza problemi significativi, con le informazioni ottenute da questo processo, le parti possono passare alla formalizzazione di un accordo concreto. In questa fase, le aziende prendono una decisione definitiva sull'oggetto dell'acquisizione, il prezzo concordato, il metodo di pagamento, le garanzie e le clausole e altri elementi importanti. Il processo negoziale si conclude con la firma del contratto di compravendita (sale and purchase agreement). La struttura del corrispettivo (Purchase Consideration) può variare in funzione degli obiettivi strategici e finanziari delle parti coinvolte.

- Operazioni interamente in contanti (all cash transactions): in questo tipo di operazione, l'acquirente propone di acquistare tutte o parte delle azioni in circolazione della società target esclusivamente mediante pagamento in contanti. Il valore del capitale netto (Equity Value) viene calcolato moltiplicando il prezzo offerto per azione in contanti per il numero totale di azioni in circolazione su base fully diluted.
- Operazioni azione contro azione (stock for stock transactions): in questo caso, il valore del capitale netto viene determinato sulla base di un rapporto di cambio fisso o variabile (detto anche "prezzo fisso"). Il rapporto di cambio (exchange ratio) è calcolato come il prezzo offerto per azione diviso per il prezzo dell'azione dell'acquirente.
- Operazioni miste (cash and stock transaction): l'acquirente propone una combinazione di pagamento in contanti e azioni. La componente in contanti rappresenta un valore fisso per azione, mentre la componente in azioni può essere calcolata utilizzando un rapporto di cambio fisso oppure variabile. Il prezzo offerto per azione e il valore del capitale netto possono essere determinati di conseguenza.

9. Strategia di finanziamento per l'acquisizione

L'acquirente, ovviamente, avrà esplorato in precedenza le opzioni di finanziamento per l'operazione, ma i dettagli del finanziamento vengono in genere definiti prima della firma del contratto di acquisto e vendita.

10. Chiusura ed Integrazione Ex post

L'integrazione rappresenta l'ultima delle macrofasi del processo di acquisizione e ha luogo successivamente alla formale conclusione del contratto. Si tratta della fase più delicata e complessa dell'intera operazione, poiché da essa dipende in larga misura il successo o il fallimento dell'M&A.

L'obiettivo principale è la costruzione di una nuova realtà organizzativa, in cui le due entità coinvolte possano coesistere in modo sinergico e funzionale.²⁶ L'integrazione si configura come un processo graduale, attraverso il quale le due organizzazioni, e gli individui che ne fanno parte, imparano a collaborare, favorendo il trasferimento reciproco di competenze strategiche e capacità di generazione di valore.

Questo percorso mira alla creazione di un ambiente integrato e armonico, favorevole allo scambio e allo sviluppo di conoscenze, affinché due realtà inizialmente distinte possano evolvere in un'unica

²⁶ Cortesi, A., 2000, Le acquisizioni di imprese. Strutture e processi per la creazione, Egea editore, Milano.

entità coesa ed efficiente. Il processo di integrazione non si esaurisce nella mera definizione di un nuovo assetto organizzativo o nell'insediamento di un nuovo management. Al contrario, richiede alle imprese coinvolte nella fusione o acquisizione un profondo ripensamento delle proprie attività, che può includere l'aggiunta, la riallocazione, la riconfigurazione o la dismissione di asset, al fine di adattare efficacemente la base di risorse al nuovo contesto operativo.²⁷

Tale fase si rivela particolarmente cruciale nei casi in cui l'operazione di M&A sia finalizzata alla generazione di sinergie operative tra le due entità. In alcuni casi, tuttavia, il processo di integrazione non viene avviato: ciò avviene tipicamente quando l'acquisizione ha come unico obiettivo il controllo del capitale, mantenendo inalterata l'autonomia gestionale dell'impresa target. Nei casi in cui le imprese coinvolte presentino significative differenze in termini di cultura organizzativa e pratiche manageriali, il percorso di integrazione può risultare particolarmente complesso, richiedendo un'elevata capacità di coordinamento e leadership.

Questa fase, infatti, rappresenta un banco di prova sia per la sostenibilità strategica dell'operazione, sia per la capacità del management di guidare il cambiamento e di conseguire gli obiettivi prefissati. L'integrazione non può essere intesa come un semplice scambio informativo tra individui, ma come un intervento trasformativo profondo, in grado di incidere sui processi operativi e sui comportamenti consolidati delle organizzazioni coinvolte.

È pertanto essenziale analizzare attentamente entrambe le imprese, individuandone le potenzialità distintive e valutando in che modo combinarle in maniera ottimale, al fine di costruire una nuova entità capace di valorizzare i punti di forza preesistenti. Questo rappresenta, in ultima analisi, l'obiettivo fondamentale di ogni operazione di acquisizione: realizzare il potenziale inespresso della società target. Non a caso, un miglioramento delle performance dell'acquirente, e quindi un apprezzamento del suo valore di mercato, è spesso atteso in virtù delle nuove opportunità strategiche, delle competenze manageriali acquisite e delle sinergie operative che l'integrazione rende possibili.

²⁷ Karim S., Capron L., 2016, Adding, Redeploying, Recombining and Divesting Resources and Business Units. *Strategic Management Journal*, vol. 37, no. 13.



Figura 5 : <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/mergers-acquisitions-ma-process/>

1.6 Rischi e criticità

Le operazioni di fusione e acquisizione rappresentano uno dei mezzi più rilevanti attraverso cui le imprese possono generare valore aggiunto, espandersi e ottenere un vantaggio competitivo sul mercato. Tuttavia, analogamente a qualsiasi strategia orientata alla crescita, tali operazioni comportano rischi che richiedono un'attenta analisi preliminare e una valutazione accurata nella fase decisionale, d'altronde, come riporta uno studio di McKinsey del 2019 ²⁸, oltre il 10% delle grandi operazioni di fusione e acquisizione fallisce, la percentuale aumenta considerevolmente se si considerano le operazioni medio/piccole. Diverse sono le criticità conseguenti ad un'operazione straordinaria, il primo aspetto è sicuramente l'elevato costo per realizzarle, in modo particolare se la società target mette in atto delle strategie difensive. Nel caso di un'acquisizione ostile, ad esempio, se la società da acquisire scegliesse come strategia difensiva la "poison pill", distribuendo quindi azioni agli azionisti a prezzi scontati, l'operazione potrebbe diventare per il bidder particolarmente costosa, l'acquirente di fatti potrebbe trovarsi a pagare un prezzo nettamente superiore rispetto all' effettivo valore del target. ²⁹

Tra le principali criticità da considerare, emerge anche una riduzione della flessibilità operativa da parte della nuova società risultante dall'operazione di fusione o acquisizione. L'ampliamento delle dimensioni aziendali, infatti, può comportare maggiore complessità gestionale, sia sotto il profilo

²⁸ <https://www.mckinsey.com/capabilities/strategy-and-corporate-finance/our-insights/a-blueprint-for-m-and-a-success>

²⁹ Fontana F., Boccardelli P., 2015, Corporate strategy: una prospettiva organizzativa e finanziaria per la crescita. Milano, U. Hoepli.

organizzativo che sotto quello finanziario. In particolare, nel contesto di un'integrazione verticale, l'aumento di rigidità strutturale può determinare un allontanamento dell'impresa dai suoi partner commerciali, quali clienti o fornitori. Questa distanza può impedire all'azienda di accedere a competenze tecnologiche esterne, rendendo necessario svilupparle internamente con un impatto potenzialmente negativo in termini di tempi, costi e capacità di adattamento al cambiamento. Frequentemente le operazioni straordinarie sono fortemente volute dai manager, i quali, spinti da motivazioni personali o da un eccesso di fiducia, concludono operazioni che nel tempo si dimostrano fallimentari. Secondo alcuni studi, infatti, il prezzo delle azioni delle imprese che fanno grandi offerte d'acquisto, diminuisce, mediamente, quando viene annunciata l'offerta, in particolar modo se la società target è quotata in borsa, presumibilmente proprio per eventuali conflitti di interesse o per l'eccesso di fiducia.

³⁰ Un manager potrebbe preferire la gestione di un'azienda più grande per il prestigio che comporta e/o per la retribuzione più elevata, molti CEO infatti, detengono quote relativamente basse del capitale sociale, potrebbero quindi non sostenere adeguatamente il costo di una fusione o acquisizione che aumenti il loro vantaggio personale, ma che risulti, col tempo, un cattivo affare. Durante il proprio mandato, molti CEO effettuano almeno un'operazione straordinaria, le motivazioni alla base di queste scelte strategiche sono state analizzate da Roll (1986), che ha proposto la hubris hypothesis.³¹ Secondo questa interessante teoria, molti manager, sovrastimando le proprie capacità, perseguono operazioni che hanno bassa possibilità di creare valore poiché ritengono che le loro capacità gestionali siano sufficienti per avere successo. Il conflitto di interesse e l'eccesso di fiducia, seppur differenti, sono dei fattori che possono fortemente ostacolare delle decisioni razionali e/o strategicamente corrette.

Un'altra delle principali cause di insuccesso nelle operazioni di fusione e acquisizione è rappresentata da un processo di due diligence condotto in modo superficiale o incompleto. In molti casi, le aziende acquirenti, spinte dall'attrattiva esercitata dal marchio della società target, finiscono per trascurare aspetti essenziali come la verifica puntuale dei dati finanziari, l'analisi dei rischi potenziali, nonché la valutazione della compatibilità culturale tra le due organizzazioni. Come evidenziato da Jimenez e Sindik (2022), una due diligence accurata è invece indispensabile per adottare decisioni consapevoli, ridurre l'incertezza e limitare le possibilità di fallimento dell'operazione.³²

Un altro errore ricorrente nelle operazioni di M&A consiste nell'eccessiva fiducia nelle sinergie attese. Le aziende tendono spesso a sovrastimare i benefici connessi ad un'operazione straordinaria, ritenendo che l'integrazione porterà automaticamente a miglioramenti in termini di efficienza,

³⁰ Berk, J., & DeMarzo, P. (2023). *Corporate Finance*. Pearson.

³¹ Roll, R. (1986). The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. *Journal of Business*, 59(2), 197–216.

³² Jimenez, M., & Sindik, A. (2022). Role of Due Diligence in M&A Transactions.

riduzione dei costi o crescita dei ricavi. Questo ottimismo, alimentato dalla visione talvolta troppo ambiziosa del top management, può condurre a valutazioni irrealistiche e a decisioni strategicamente errate.

Un'altra sfida da affrontare quando si concludono operazioni di M&A è quella riguardante le differenze culturali, soprattutto quando si tratta di fusioni o acquisizioni transfrontaliere. Ogni azienda ha una propria cultura organizzativa e le differenze, se non gestite adeguatamente, possono portare alla nascita di conflitti, manifestazioni di resistenza e atteggiamenti contrari alla produttività. Tuttavia, una gestione efficace delle diversità culturali può trasformarle in un'opportunità di complementarità e innovazione.

Nonostante le numerose sfide che le operazioni di M&A comportano, ci sono alcuni fattori che possono aumentare considerevolmente la probabilità di successo delle stesse:

- **Definizione Strategica Solida:** è essenziale disporre di una direzione strategica ben delineata per guidare l'intero iter di fusione o acquisizione. Questo implica stabilire traguardi concreti, individuare sinergie realistiche e analizzare con attenzione le conseguenze economiche e operative dell'operazione.
- **Gestione Consapevole delle Differenze Culturali:** affinché una fusione o acquisizione abbia successo, è fondamentale affrontare con efficacia l'integrazione tra culture aziendali differenti. Promuovere un senso di appartenenza comune e garantire il benessere dei dipendenti di entrambe le realtà può agevolare il processo. Iniziative come programmi di integrazione e workshop dedicati alla diversità culturale rappresentano strumenti utili per prevenire attriti e trasformare le differenze in un punto di forza.
- **Due Diligence Approfondita:** condurre un'analisi dettagliata della società target è fondamentale per individuare eventuali rischi e opportunità legate all'operazione. Questo processo deve includere tutti gli ambiti rilevanti: finanziario, operativo, legale e culturale, al fine di ottenere una visione chiara e completa del potenziale della transazione.
- **Comunicazione Efficace:** una comunicazione chiara, coerente e trasparente verso tutti gli stakeholder rappresenta un elemento cruciale per il successo di un'operazione di M&A. Coinvolgere attivamente dipendenti, investitori e altri soggetti interessati contribuisce a ridurre le incertezze e a favorire l'accettazione del cambiamento.
- **Leadership Solida e Coinvolgente:** una guida forte è indispensabile per condurre con successo il processo di fusione o acquisizione. I leader devono saper prendere decisioni rapide, gestire i conflitti e motivare i team nei momenti chiave del percorso di integrazione.
- **Valutazione Realistica delle Sinergie:** stimare correttamente i benefici attesi dalla transazione è essenziale per evitare errori di sovrastima. L'utilizzo di metodologie di valutazione

affidabili, come il metodo dei flussi di cassa scontati (DCF) o quello dei multipli, consente di ottenere stime più oggettive e fondate.

Capitolo 2: “Metodi di valutazione nelle operazioni di M&A”

2.1 La valutazione aziendale

La valutazione di un'azienda è un processo sistematico e complesso volto a determinare il valore di una società, dei suoi asset o delle sue azioni, mediante l'applicazione di metodologie, competenze e principi. Parliamo di una fase cruciale per il successo di un'operazione di M&A poiché rappresenta la base per le decisioni relative alla determinazione del prezzo e alla negoziazione. Risulterebbe tuttavia errato sostenere che la valutazione aziendale sia correlata solo alle operazioni di M&A; di fatti, gli obiettivi del processo valutativo, cambiano a seconda della necessità:

- Quotazione di una società in mercati finanziari: quando una società decide di quotarsi, la valutazione aziendale è cruciale per la determinazione del prezzo di collocamento dei titoli nell'IPO
- Attività di Private Equity o Venture capital: la valutazione, in tal caso, ha l'obiettivo di capire se sia conveniente e in quale misura investire capitale proprio in una società non quotata ma con potenzialità di crescita. I corporate venture capital e i fondi di private equity effettuano un'analisi di valutazione dell'impresa al fine di stimare il probabile valore di uscita dell'investimento (exit value), ovvero il valore che si potrà realizzare al momento della dismissione della partecipazione, in modo da conseguire un certo tasso interno di rendimento (TIR) atteso.
- Obiettivi Interni ad una azienda: la valutazione può essere utilizzata come strumento a supporto delle decisioni manageriali, ad esempio nella definizione della pianificazione strategica, nella scelta tra diverse opzioni strategiche o nella verifica dell'effettiva generazione di valore da parte dell'impresa. Nel caso di società quotate, il processo valutativo consente di confrontare il valore stimato dell'azienda con quello rilevato dal mercato (fairness opinion), fornendo così una base solida per comunicare agli azionisti l'efficacia della gestione in termini di creazione di valore.
- Motivazioni di natura fiscale o legale: La valutazione può rendersi necessaria, ad esempio, quando un nuovo socio entra in azienda o quando un socio decide di uscirne. Inoltre, può essere richiesta nell'ambito di perizie fiscali, per la quantificazione di danni economici, oppure nell'ambito di consulenze tecniche fornite a giudici durante procedimenti legali.

Nell'ambito di operazioni di M&A la valutazione aziendale non si svolge esclusivamente considerando elementi quantitativi come flussi di ricavi, costi e dati di bilancio, molto importanti sono anche gli elementi qualitativi, come la rilevanza del marchio, il posizionamento strategico, la reputazione dell'azienda, il potenziale di crescita. Il processo di valutazione d'impresa ha diverse

finalità oltre alla determinazione di un valore monetario. Essa fornisce indicazioni sul potenziale ritorno sull'investimento, sull'esposizione al rischio e sulla sostenibilità finanziaria dell'operazione. Inoltre, pone le basi per comprendere la compatibilità strategica tra le parti coinvolte, specialmente nell'identificazione di sinergie e opportunità di efficienza operativa post-operazione. In sintesi, possiamo dire che il processo di valutazione aziendale nelle operazioni di Fusione e Acquisizione mira a raggiungere diversi obiettivi, tra cui:

- **Stima del valore di mercato equo:** Si tratta del prezzo a cui un'attività potrebbe essere venduta tra due parti consapevoli e disposte a concludere l'operazione, in condizioni di libera concorrenza. In un contesto di M&A, determinare questo valore è cruciale per garantire che il prezzo concordato rifletti il reale valore dell'azienda, tenendo conto sia dei risultati attuali che delle prospettive future.
- **Supporto alle trattative economiche:** La valutazione rappresenta un punto di riferimento durante la negoziazione del prezzo, facilitando l'accordo tra acquirente e venditore su un valore condiviso. Per l'acquirente, evita di spendere più del dovuto; per il venditore, consente di ottenere una cifra congrua per la cessione dell'impresa. Questo è particolarmente importante in contesti competitivi o in operazioni internazionali, dove le condizioni di mercato possono influenzare sensibilmente i prezzi.
- **Analisi delle sinergie e del valore strategico:** Oltre alla stima del valore intrinseco dell'azienda, la valutazione serve anche a individuare i benefici aggiuntivi derivanti dall'integrazione tra le imprese. Tali sinergie possono tradursi in risparmi sui costi (es. maggiore efficienza operativa, economie di scala) o in opportunità di incremento dei ricavi (es. accesso a nuovi mercati, ampliamento dell'offerta). Valutare correttamente questi vantaggi è fondamentale per giustificare eventuali premi pagati rispetto al valore stand-alone dell'azienda.

L'obiettivo ultimo è facilitare il processo decisionale, sia per gli acquirenti, sia per i venditori o altri stakeholder coinvolti nella transazione.³³

2.2 Metodi di valutazione aziendale

La scelta della metodologia valutativa da adottare dipende da molteplici fattori, quali le caratteristiche specifiche dell'impresa oggetto di analisi, il contesto competitivo e operativo in cui essa opera, la

³³ Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. Wiley.

disponibilità e l'affidabilità delle informazioni, nonché le finalità perseguite attraverso il processo valutativo. In tale ottica, è prassi comune affiancare al metodo ritenuto più idoneo e coerente con la situazione aziendale, definito metodo principale, un metodo di controllo, volto a verificare la coerenza e l'attendibilità dei risultati ottenuti³⁴.

Non esiste, infatti, una metodologia universalmente superiore alle altre, applicabile indistintamente a qualsiasi circostanza valutativa. Secondo la dottrina economico-aziendale, affinché una metodologia di valutazione possa essere considerata valida, essa deve rispondere a specifici requisiti:

- **Razionalità**, intesa come coerenza logica e strutturale del processo valutativo, fondato su teorie riconosciute e consolidate in ambito scientifico;
- **Dimostrabilità**, ovvero la possibilità di attribuire alle variabili e ai parametri utilizzati valori certi, attendibili e derivanti da dati oggettivi e riscontrabili, in particolare di natura contabile;
- **Neutralità**, ossia l'indipendenza del metodo da interessi soggettivi o influenze esterne, in modo da garantire una stima imparziale e priva di pregiudizi da parte del valutatore;
- **Stabilità**, nel senso che i risultati della valutazione devono poter essere modificati solo in presenza di eventi straordinari, oggettivamente riscontrabili e rilevanti ai fini della stima.

Una prima distinzione tra le metodologie valutative riguarda la suddivisione tra metodi assoluti e metodi relativi. I metodi assoluti, detti anche metodi diretti, si basano sui fondamentali aziendali, quali dati patrimoniali, reddituali e finanziari, e stimano il valore dell'impresa a partire da elementi intrinseci alla stessa. I metodi relativi, invece, o metodi indiretti, determinano il valore economico dell'azienda tramite il confronto con imprese simili operanti sul mercato, facendo ricorso all'applicazione di specifici multipli di mercato.

Le metodologie di valutazione assoluta, si fondano sull'elaborazione di grandezze economiche che possono assumere la forma di flussi, stock o variabili miste. In questo ambito, si distinguono tre principali approcci valutativi³⁵:

1. l'approccio basato sui flussi di risultato, che comprende il metodo reddituale e il metodo finanziario del Discounted Cash Flow (DCF), entrambi finalizzati alla stima del valore in funzione dei risultati prospettici dell'impresa;
2. l'approccio basato sugli stock, che fa riferimento al metodo patrimoniale, in forma semplice o complessa, e valuta l'impresa sulla base del valore contabile o rettificato delle attività e passività;
3. l'approccio fondato sul concetto di economic profit o excess return, al quale appartengono metodologie come l'Economic Value Added (EVA) e i metodi misti, che integrano

³⁴ Pozzoli, S., 2013, Valutazione d'azienda. Ipsoa

³⁵ Massari M., Zanetti L., 2008, Valutazione finanziaria: fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario. Milano, McGraw Italia Libri.

componenti patrimoniali e reddituali per cogliere la capacità dell'impresa di generare valore oltre il rendimento minimo atteso dai capitali investiti.

Le valutazioni relative, dette anche empiriche, si basano invece sull'utilizzo di multipli di mercato, ovvero rapporti che mettono in relazione i prezzi di mercato con specifiche variabili economiche aziendali quali fatturato, patrimonio netto, margine operativo, EBITDA, tra le più comuni. Questi multipli vengono ricavati da un campione di imprese ritenute comparabili (*comparables*) e successivamente applicati alle medesime variabili dell'impresa oggetto di valutazione, al fine di stimarne il valore economico per analogia.

A seconda della fonte dei prezzi di riferimento, è possibile distinguere due principali categorie di multipli:

- gli *stock market multiples*, ottenuti a partire dalle quotazioni di mercato di società quotate comparabili;
- i *deal multiples*, calcolati sulla base dei prezzi effettivi negoziati in operazioni di acquisizione di pacchetti di controllo in società analoghe.

Le metodologie di valutazione fondate sui flussi di risultato, tanto reddituali quanto finanziarie, producono stime particolarmente significative nelle operazioni di M&A, nei processi di autodiagnosi e nelle diverse forme di gestione strategica del valore d'impresa. Tali metodi esprimono il valore dell'azienda in funzione della capacità del business di generare cassa o produrre reddito e si articolano in tre macrofasi:

1. Quantificazione dei flussi rilevanti: individuazione e stima dei flussi di cassa attesi (per gli approcci finanziari, ad es. *free cash flow*) oppure dei flussi reddituali prospettici (per i metodi reddituali).
2. Selezione del tasso di attualizzazione: scelta di un tasso coerente con la metodologia adottata, in grado di riflettere adeguatamente incertezze e rischi connessi all'attività oggetto di analisi. Il tasso può essere ancorato al costo opportunità (rendimento di investimenti alternativi con analogo profilo di rischio) oppure al costo del capitale dell'impresa (ad es., WACC), più aderente alle sue caratteristiche economico-finanziarie.
3. Definizione dell'orizzonte temporale: per imprese a continuità operativa e vita teoricamente illimitata si assume un orizzonte indefinito; per la valutazione di investimenti a durata finita si adotta, invece, un periodo limitato, commisurato al tempo necessario perché l'operazione generi i flussi attesi.

Alla luce di quanto detto, nei successivi paragrafi verranno esaminati sia l'approccio finanziario, con lo studio del metodo Discounted Cash Flow (DCF), che la metodologia dei multipli di mercato, ovvero i due approcci utilizzati nella valutazione del caso studio, oggetto del presente elaborato.

2.3 Discounted Cash Flow Method

Il Discounted Cash Flow, noto con la sigla DCF, è uno dei principali metodi impiegati nella valutazione d'azienda ed è ampiamente utilizzato nelle operazioni di merger and acquisition (M&A). Il DCF, di origine anglosassone, fa parte dei metodi assoluti e viene spesso abbinato ad una seconda valutazione effettuata con un metodo basato sui cd. multipli. Esso ha l'obiettivo di determinare il valore di un'impresa in funzione della sua capacità di generare flussi di cassa futuri tali da soddisfare le aspettative di remunerazione degli investitori. Il DCF si fonda sull'assunto secondo cui il valore di un'azienda sia pari alla somma dei flussi di cassa che essa è in grado di generare. I flussi di cassa operativi, (Free Cash Flows, FCF) devono essere attualizzati ad un opportuno tasso di sconto, dato il valore finanziario del tempo. Il metodo DCF presuppone che un'azienda abbia una durata teoricamente illimitata, ma, per semplificare i calcoli, i flussi di cassa vengono suddivisi in due componenti principali: un periodo di previsione esplicita, ovvero un arco temporale (di solito tra 3 e 10 anni) in cui si effettuano proiezioni dettagliate dei flussi di cassa ed il valore terminale, stimato in base a ipotesi di crescita perpetua o mediante l'utilizzo di multipli di mercato, che esprime il valore del complesso aziendale nel periodo successivo all'orizzonte temporale esplicito di proiezione.

Nel contesto dell'applicazione del Discounted Cash Flow (DCF) per la valutazione d'azienda, la prima decisione fondamentale che il valutatore è chiamato a compiere riguarda la scelta tra l'approccio Asset side e l'approccio Equity side³⁶.

L'approccio Asset side, comunemente denominato Unlevered DCF ³⁷ nella prassi anglosassone, consente di determinare il valore dell'equity in modo indiretto, attraverso la stima preliminare del capitale operativo dell'impresa (Enterprise Value), dal quale viene successivamente sottratta la posizione finanziaria netta, calcolata come differenza tra debiti finanziari e attività finanziarie liquide.

Questo approccio si fonda sul principio secondo cui il valore dell'impresa è determinato indipendentemente dalla modalità con cui è finanziata, sia tramite capitale proprio (equity) che mediante debito. I flussi di cassa considerati nell'Asset side sono quelli generati dalle attività operative dell'impresa e disponibili per tutti i finanziatori, ovvero sia per i soci che per i creditori. Tali flussi prendono il nome di Free Cash Flow From Operations (FCFO) o, più precisamente, Unlevered Free Cash Flow. Essi costituiscono la remunerazione disponibile per tutti i finanziatori dell'impresa. Una variante di questo

³⁶ Damodaran A., 2010, Valutazione delle aziende. Maggioli Editore.

³⁷ Fiori, A. (2014). *Valutazione d'azienda: Asset side o Equity side?*

approccio è rappresentata dal metodo dell'Adjusted Present Value (APV), il quale, partendo dal valore della società in assenza di debito (unlevered), considera successivamente i benefici e i costi attesi dovuti all'indebitamento;

Ai fini dell'attualizzazione dei flussi futuri, viene utilizzato il WACC (Weighted Average Cost of Capital), ovvero il costo medio ponderato del capitale, che riflette il costo opportunità del capitale investito, tenendo conto sia del capitale proprio che del debito.

L'approccio Equity side, definito nella dottrina anglosassone come Levered DCF,³⁸ si fonda sulla valutazione diretta del capitale proprio (Equity), attraverso l'attualizzazione dei flussi di cassa disponibili esclusivamente per gli azionisti.

In questo modello, i flussi considerati sono i cosiddetti Free Cash Flow to Equity (FCFE), ovvero i flussi residui generati dall'attività operativa dell'impresa dopo la copertura degli oneri finanziari e delle variazioni del debito. Tali flussi rappresentano, pertanto, la liquidità effettivamente distribuibile agli azionisti, al netto degli impegni verso i finanziatori terzi.

Ai fini della valutazione, l'attualizzazione di tali flussi viene effettuata impiegando esclusivamente il costo del capitale proprio (K_e), determinato sulla base del modello Capital Asset Pricing Model (CAPM). Quest'ultimo tiene conto del rendimento privo di rischio, del premio per il rischio di mercato e del coefficiente beta, che misura la rischiosità sistemica dell'impresa rispetto al mercato di riferimento.

Il Dividend Discount Model (DDM) rappresenta una specifica applicazione dell'approccio di valutazione dell'equity, basata sull'attualizzazione dei dividendi futuri attesi. In tale modello, il valore del capitale netto viene determinato come somma dei valori attuali dei flussi cedibili agli azionisti sotto forma di dividendi, ipotizzando che essi riflettano correttamente la capacità reddituale e finanziaria dell'impresa.

Tuttavia, il DDM presenta limiti significativi in termini di rappresentatività economica, poiché molte imprese tendono a distribuire dividendi in misura inferiore rispetto alla reale capacità di generare risorse finanziarie disponibili per gli azionisti. Di conseguenza, il valore dell'equity risultante dal modello può sottostimare la reale creazione di valore dell'impresa.

In alternativa, la valutazione fondata sull'attualizzazione dei Free Cash Flow to Equity (FCFE) offre una rappresentazione più completa e realistica della ricchezza effettivamente generabile per gli azionisti, in quanto tiene conto non solo dei dividendi effettivamente distribuiti, ma di tutti i flussi potenzialmente distribuibili, al netto degli impegni finanziari.

³⁸ Fiori, A. (2014). *Valutazione d'azienda: Asset side o Equity side?*

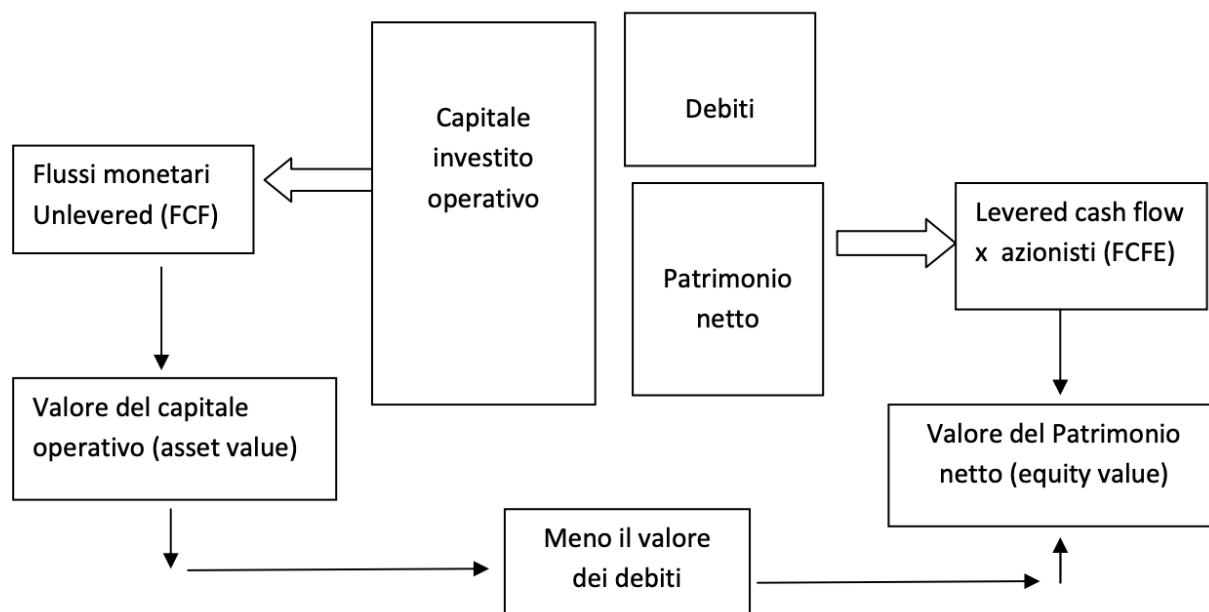


Figura 6 <https://www.angelifiori.it/wp-content/uploads/2014/09/AF-Valutaz.-Asset-side-o-Equity-side.pdf?>

In linea teorica, gli approcci Asset side ed Equity side dovrebbero condurre a risultati equivalenti, poiché entrambi si fondano sui medesimi principi finanziari e concettuali. Tuttavia, nella prassi operativa, tale convergenza si verifica raramente a causa della molteplicità dei parametri coinvolti nel processo di valutazione, i quali, se non coerentemente impostati, possono generare scostamenti anche significativi tra le due metodologie. È comunque possibile ridurre tali differenze mantenendole entro limiti ragionevoli, attraverso un'attenta selezione e applicazione dei parametri tecnici e finanziari utilizzati.

Dal punto di vista storico, nella dottrina e nella prassi italiana, l'approccio Equity side ha rappresentato, fino alla fine degli anni '90, il metodo di riferimento prevalente. Solo negli ultimi 15–20 anni, l'approccio Asset side ha acquisito progressiva diffusione, fino a divenire il modello largamente preferito soprattutto nei contesti delle banche d'affari e del private equity, ambiti nei quali la leva finanziaria rappresenta uno strumento centrale per sostenere la crescita aziendale.

Tuttavia, l'efficacia dell'approccio Asset side dipende in modo critico dalla struttura e dalla qualità dell'indebitamento aziendale. Qualora quest'ultimo non risulti adeguatamente pianificato e sostenibile, può rappresentare un fattore di vulnerabilità che compromette la redditività futura dell'impresa, rendendo l'applicazione del metodo meno attendibile rispetto all'approccio Equity side.

In ultima analisi, il metodo Asset side risulta appropriato solo a condizione che valga l'assunto fondamentale secondo cui il valore dell'impresa dipende esclusivamente dalla capacità degli asset di generare flussi di cassa, indipendentemente dalla modalità di ripartizione di tali flussi tra capitale proprio e capitale di terzi.

Indipendentemente dalla prospettiva da cui si sceglie di effettuare la valutazione aziendale, gli input del Discounted Cash Flow Method sono:

- 1) Free Cash Flow
- 2) Il tasso di Attualizzazione
- 3) La stima della distribuzione temporale
- 4) Il tasso di crescita dei Flussi

I Flussi di cassa vengono calcolati diversamente a seconda della valutazione che si sceglie di effettuare, I Free Cash Flows from Operations (FCFO) vengono determinati al lordo degli oneri finanziari e non subiscono gli effetti di variazioni dell'indebitamento; al contrario, Free Cash Flows to Equity (FCFE) sono stimati al netto di emissioni e rimborso dei debiti esistenti e, di conseguenza, sarà necessario ipotizzare come varierà l'indice di indebitamento nel tempo. I flussi di cassa stimati possono essere attualizzati impiegando due differenti tassi di sconto: il costo medio ponderato del capitale (WACC) oppure il costo del capitale proprio (K_e). Tra i due, il K_e risulta spesso preferito nelle applicazioni pratiche per via della sua maggiore aderenza alle caratteristiche economico-finanziarie specifiche della società oggetto di valutazione.

La scelta del tasso di attualizzazione dipende dalla natura dei flussi considerati: nel caso in cui si utilizzino i Free Cash Flows from Operations (FCFO), ovvero i flussi disponibili per tutti i finanziatori (equity e debito), il tasso di sconto più appropriato è il WACC, in quanto tiene conto del costo opportunità medio dei capitali investiti nell'impresa al contrario, qualora la valutazione si basi sui dividendi o sui Free Cash Flows to Equity (FCFE), ossia i flussi destinati esclusivamente agli azionisti, il tasso di sconto corretto sarà il K_e , rappresentativo del rendimento atteso dal capitale proprio.

In merito alla dimensione temporale, le metodologie fondate su flussi, siano essi finanziari o reddituali, richiedono la definizione di un orizzonte di previsione analitica, ossia un periodo durante il quale vengono stimati in dettaglio i flussi futuri. Quando si assume che l'impresa abbia una durata indefinita (going concern), è necessario identificare anche il momento in cui essa entrerà in una fase di crescita stabile (stable growth). A partire da tale momento, sarà possibile stimare il Terminal Value, ovvero il valore residuo dell'impresa oltre l'arco temporale esplicito, il quale verrà sommato alla sommatoria dei flussi attualizzati relativi al periodo di previsione, contribuendo in modo significativo al valore complessivo dell'azienda. In merito alla determinazione del tasso di crescita g , la sua definizione dipende dalla tipologia di flussi di cassa utilizzati nel processo valutativo. Nel caso dei Free Cash Flows from Operations (FCFO), il tasso di crescita sarà riferito all'andamento atteso del reddito operativo, in quanto tale grandezza rappresenta il rendimento generato per l'insieme dei finanziatori, ossia sia per i portatori di capitale proprio che per quelli di capitale di debito.

Al contrario, qualora la valutazione si fondi sui Free Cash Flows to Equity (FCFE), si farà riferimento alla crescita dell'utile netto o degli utili per azione (EPS), che costituiscono indicatori specifici del rendimento atteso per gli azionisti.

Con riferimento al tasso di crescita stabile (stable growth rate), utilizzato per la determinazione del Terminal Value, si assume convenzionalmente che tutte le variabili economico-finanziarie rilevanti, quali ricavi, utili, reinvestimenti e dividendi, crescano a un ritmo costante pari a tale tasso, poiché esso rappresenta la crescita sostenibile di lungo periodo, destinata a proseguire in perpetuo.

Nella prassi valutativa, al fine di mantenere un livello di coerenza con le dinamiche macroeconomiche, viene spesso adottata una regola cautelativa che prevede che il tasso di crescita stabile non debba superare il tasso privo di rischio (risk-free rate) utilizzato nel processo di attualizzazione. Il tasso risk-free, infatti, può essere scomposto in due componenti: un tasso di inflazione attesa e un tasso reale di interesse.

Nel lungo periodo, assumendo che il tasso di crescita reale dell'economia coincida con il tasso reale di interesse, ne deriva che il tasso privo di rischio costituisce una stima attendibile del tasso di crescita nominale dell'economia, e pertanto un valido parametro di riferimento per la determinazione del tasso di crescita perpetuo da applicare al Terminal Value.

2.3.1 Approccio Asset Side

Come anticipato nel paragrafo precedente l'approccio Asset Side permette di calcolare l'Equity Value in modo indiretto, ovvero tramite il calcolo dell'Enterprise Value, che corrisponde al valore del capitale operativo dell'azienda. Il valore del capitale proprio verrà ottenuto successivamente, sottraendo all'EV la Posizione Finanziaria Netta (PFN) e sommando il valore degli eventuali surplus assets. In formula:

$$E = EV - PFN + SA$$

Dove

E = Valore dell'Equity

EV = Enterprise Value

PFN = Posizione Finanziaria Netta

SA = Surplus Asset eventuali

L' Enterprise Value viene calcolato come somma del valore attuale dei flussi di cassa Unlevered e del valore attuale del Terminal Value. Questa misura riflette il valore complessivo dell'azienda, indipendentemente dalla sua struttura finanziaria.

La PFN (Posizione Finanziaria Netta) è un indicatore che riflette l'equilibrio tra l'indebitamento netto e la liquidità disponibile dell'azienda. Viene calcolata secondo la formula:

$$PFN = \text{Debiti finanziari totali} - (\text{Cassa} + \text{attività finanziarie liquide})$$

Dove:

Debiti finanziari totali = tutti i debiti a breve e lungo termine, come prestiti bancari, obbligazioni, leasing finanziari e altre passività finanziarie;

Cassa + attività finanziarie liquide = liquidità disponibile, i depositi bancari e altri investimenti a breve termine facilmente convertibili in denaro.

Se $PFN > 0$, l'azienda presenta una posizione finanziaria netta debitoria, ossia il valore dei debiti supera la liquidità disponibile. In questo caso, l'indebitamento riduce il valore residuo disponibile per gli azionisti.

Se $PFN < 0$, l'azienda presenta una posizione finanziaria netta positiva (cassa netta), ovvero la liquidità eccede i debiti. In tal caso, la cassa netta aumenta il valore disponibile per gli azionisti.

Attualizzando i flussi di cassa unlevered al WACC (Weighted Average Cost of Capital), il metodo consente una valutazione completa dell'impresa nel suo complesso, separando l'analisi dagli effetti della leva finanziaria. Come già diverse volte detto, Mentre l'Enterprise Value esprime il valore complessivo dell'impresa, comprensivo sia delle componenti di capitale proprio sia dell'indebitamento finanziario netto, l'Equity Value rappresenta la stima del patrimonio netto attribuibile agli azionisti. In altri termini, quest'ultimo riflette il valore residuo dell'impresa disponibile per i soci, una volta soddisfatti tutti gli obblighi finanziari nei confronti dei creditori.

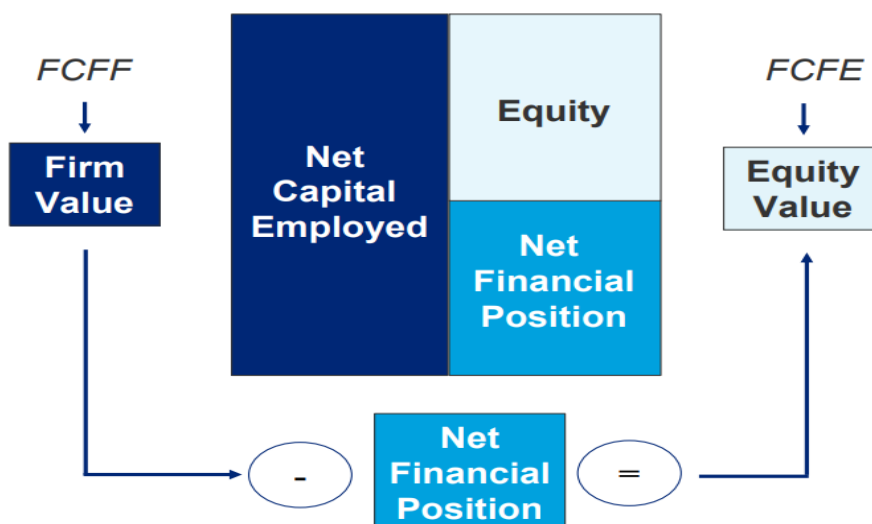


Figura 7 Vulpiani, M. (2014). *Special Cases of Business Valuation*. McGraw Hill.

In formula, l'Enterprise Value si calcola:

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCFO_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{TV_n}{(1 + WACC)^n}$$

Dove:

EV = Enterprise Value;

TV_n = Terminal Value, riferito all'anno n (fine della fase di previsione esplicita);

$FCFO_t$ = flusso di cassa operativo nell'anno t di previsione esplicita;

$WACC$ = costo medio ponderato del capitale

In sostanza, il valore del capitale operativo dell'azienda (Enterprise Value) si ottiene come somma tra: i flussi di cassa operativi attesi (Free Cash Flows from Operations, FCFO) generati nel periodo esplicito di previsione, attualizzati al WACC (Weighted Average Cost of Capital), che rappresenta il costo medio ponderato del capitale investito e il Terminal Value, ovvero il valore attuale dei flussi generati oltre il periodo esplicito, anch'esso attualizzato al WACC. Questa somma rappresenta il valore complessivo dell'impresa indipendentemente dalla sua struttura finanziaria.

Elemento particolarmente importante è il TV, Il Terminal Value infatti rappresenta una parte significativa del valore complessivo di un'azienda, in quanto riflette la capacità dell'impresa di generare flussi di cassa oltre il periodo di previsione esplicita. Esso costituisce una componente essenziale del metodo di valutazione basato sul Discounted Cash Flow (DCF), poiché tiene conto della creazione di valore nel lungo periodo.

Il valore terminale può essere calcolato in due modi, a seconda che si ipotizzi o meno una crescita.

Uno dei metodi più comuni è rappresentato dalla **formula di Gordon**, che presuppone una **crescita stabile** dei flussi di cassa.³⁹

$$TV = FCF \times \frac{1 + g}{r - g}$$

Se invece si ipotizza un tasso di crescita perpetua (g) pari a 0, la formula diventerà:

$$TV = \frac{FCF_n}{r}$$

È opportuno ora analizzare tutte le componenti dell'equazione, in modo da mostrare come si giunge alla determinazione del EV.

2.3.1.1 Determinazione dei Free Cash Flow from Operation (FCFO)

Per determinare i flussi di cassa unlevered, comunemente noti come Free Cash Flow to the Firm (FCFF), si parte dall'EBIT (Earnings Before Interests and Taxes), il quale rappresenta la capacità dell'impresa di autofinanziarsi attraverso la propria attività operativa, indipendentemente dalla struttura finanziaria adottata. Dal valore dell'EBIT si sottraggono le imposte calcolate su di esso, ottenendo così il NOPAT (Net Operating Profit After Taxes), indicatore del risultato operativo al netto delle imposte. Successivamente, al NOPAT si aggiungono: gli ammortamenti, le svalutazioni, e altre componenti non monetarie. Si sottraggono, invece: gli impieghi netti di capitale circolante netto commerciale (CCNC), gli utilizzi dei fondi accantonati, e le spese in conto capitale (CAPEX – Capital Expenditures). Infine, si considerano eventuali componenti accessorie o straordinarie per ottenere una stima puntuale dei Free Cash Flow from Operations (FCFO), ovvero i flussi di cassa operativi unlevered.

Risultato operativo (EBIT)

– imposte sul risultato operativo

= **Risultato operativo al netto delle imposte specifiche (NOPAT)**

+ ammortamenti

+ svalutazioni, accantonamenti e altre poste non monetarie

³⁹ Berk, J., & DeMarzo, P. (2023). Corporate Finance. Pearson.

= Flusso di cassa operativo

+/- decrementi/incrementi di capitale circolante netto commerciale (CCNC)
– variazioni fondi

= Flusso di cassa operativo corrente

+/- disinvestimenti/investimenti strutturali in immobilizzazioni materiali
+/- disinvestimenti/investimenti strutturali in immobilizzazioni immateriali
+/- disinvestimenti/investimenti strutturali in immobilizzazioni finanziarie

= Flusso di cassa dopo gli investimenti

+/- altre poste di natura accessoria o straordinaria

= Free Cash Flow from Operations (FCFO)

Per la determinazione del NOPAT (Net Operating Profit After Taxes), è possibile adottare due approcci alternativi per stimare le imposte sul risultato operativo: calcolare l'incidenza media degli oneri fiscali sostenuti negli ultimi 2-3 esercizi, rapportando la voce *“Imposte sul reddito”* all' *“Utile ante imposte”*. Tale approccio consente di determinare un'aliquota fiscale effettiva, che riflette il reale carico tributario sostenuto dall'impresa, oppure applicare un'aliquota standard, determinata dalla somma delle imposte vigenti (in Italia, tipicamente IRES + IRAP).

Inoltre, gli ammortamenti, gli accantonamenti e le svalutazioni vengono classificati come costi non monetari, in quanto non comportano un'effettiva uscita di cassa nel periodo in esame. Questi costi riflettono operazioni finanziarie già avvenute nel passato o previste per il futuro. Pertanto, ai fini del calcolo del flusso di cassa operativo, tali componenti devono essere riaggiunti al risultato operativo, poiché non influenzano direttamente la liquidità corrente dell'impresa.

Per quanto riguarda il Capitale Circolante netto commerciale è espresso dalla seguente formula:

$$CCNC = Crediti Commerciali + Rimanenze - Debiti Commerciali$$

Il Capitale Circolante Netto Commerciale (CCNC), o working capital operativo, rappresenta la differenza tra le attività correnti operative (come crediti verso clienti e rimanenze) e le passività correnti operative (come debiti commerciali). Nella costruzione dei flussi di cassa operativi (FCFF), ogni

variazione di queste componenti incide sulla liquidità generata o assorbita dall'impresa. Infatti, un aumento dei crediti commerciali o delle rimanenze implica che l'azienda sta impiegando risorse, ad esempio perché ha venduto ma non ha ancora incassato (crediti) o ha acquistato merci che non ha ancora venduto (rimanenze). In entrambi i casi, si verifica un assorbimento di cassa, poiché il denaro è "bloccato" nell'attivo circolante. Questo valore va sottratto dall'EBIT nel calcolo del flusso di cassa. Un aumento dei debiti operativi, invece, significa che l'impresa ha ottenuto beni o servizi ma non li ha ancora pagati. Questo comporta un mantenimento della liquidità, poiché l'impresa ritarda l'uscita di cassa. In tal caso, il valore va sommato all'EBIT, in quanto rappresenta una fonte di finanziamento operativo a breve termine.

Per quanto riguarda i fondi rischi e oneri, ai fini del calcolo dei flussi di cassa, è necessario considerare la quota effettivamente utilizzata nel periodo di riferimento. In particolare, si deve evidenziare la parte dell'accantonamento che si è concretamente trasformata in un'uscita finanziaria. Ad esempio, se la variazione del fondo risulta inferiore all'accantonamento dell'esercizio, ciò indica un utilizzo effettivo del fondo, che rappresenta un deflusso di cassa e deve pertanto essere sottratto nel calcolo del Free Cash Flow.

Inoltre, anche le operazioni di investimento o disinvestimento in immobilizzazioni materiali o immateriali incidono sulla determinazione dei flussi: l'acquisizione di asset strutturali comporta un impiego di risorse finanziarie e quindi una riduzione della liquidità disponibile, al contrario, la dismissione di asset genera un afflusso di cassa, incrementando la disponibilità finanziaria.

Infine, occorre considerare anche le componenti straordinarie o accessorie della gestione, le quali possono contribuire alla generazione di flussi finanziari. Tuttavia, trattandosi di eventi non ricorrenti e non strettamente legati al core business aziendale, tali poste devono essere gestite con particolare cautela soprattutto in sede previsionale, poiché la loro natura aleatoria rende complessa una stima attendibile nel lungo termine.

2.3.1.2 WACC (Weighted Average Cost of Capital)

Il Weighted average cost of capital, o costo medio ponderato del capitale, è un concetto molto importante nel metodo DCF, in quanto è il tasso a cui vengono attualizzati i flussi di cassa con l'approccio Asset Side ⁴⁰. Il WACC esprime la media ponderata tra il costo del capitale proprio e il costo del debito al netto dell'effetto fiscale, pesata in base alla proporzione che ciascuna fonte di finanziamento

⁴⁰ Damodaran A., 2010, Valutazione delle aziende. Maggioli Editore

(equity e debito) rappresenta rispetto al valore complessivo dell'impresa (Enterprise Value)⁴¹. Parliamo quindi di un aggregato che riflette il costo totale del capitale di un'azienda ponderato per i rispettivi pesi nella struttura finanziaria.

Esso è espresso dalla seguente formula:

$$WACC = K_e \cdot \frac{EQUITY}{(DEBITO + EQUITY)} + k_d \cdot (1 - \tau) \cdot \frac{DEBITO}{(DEBITO + EQUITY)}$$

Dove:

K_e = Costo dell'Equity

$k_d \cdot (1 - \tau)$ = Costo del Debito al netto dell'imposizione Fiscale

$\frac{EQUITY}{(DEBITO + EQUITY)}$ = Percentuale di Capitale Proprio sul totale del capitale investito

$\frac{DEBITO}{(DEBITO + EQUITY)}$ = Percentuale di Debito sul totale del capitale investito

Nei paragrafi successivi verranno approfonditi il costo dell'Equity e del Debito.

2.3.1.3 Costo del Debito

Il costo del debito (K_d) rappresenta il costo effettivo sostenuto dall'impresa per finanziare le proprie attività tramite capitale di debito, tenendo conto del beneficio fiscale derivante dalla deducibilità degli interessi passivi.

Viene generalmente stimato come rapporto tra oneri finanziari sostenuti e ammontare complessivo del debito. Tuttavia, tale stima presenta alcune criticità nell'ambito della valutazione prospettica, poiché non riflette necessariamente la struttura finanziaria attesa nel futuro.

In termini teorici, il costo del debito può essere approssimato dalla seguente formula:

$$K_D = R_f + \text{Default Spread}$$

Dove:

R_f è il tasso privo di rischio, solitamente desunto dal rendimento di titoli di Stato con scadenza equivalente all'orizzonte temporale dell'analisi;

⁴¹ Berk, J., & DeMarzo, P. (2023). Corporate Finance. Pearson.

Default Spread è un premio per il rischio aggiuntivo, che riflette il grado di affidabilità creditizia dell'impresa e varia in base al settore di appartenenza e al merito creditizio della stessa.

Per stimare tale spread, è possibile utilizzare come proxy il rapporto di copertura degli interessi (Interest Coverage Ratio, ICR), calcolato come:

$$ICR = \frac{EBIT}{\text{Oneri Finanziari}}$$

Questo indice rappresenta la capacità dell'impresa di coprire gli interessi passivi attraverso i profitti operativi e, di conseguenza, la sua solvibilità nei confronti dei finanziatori.

ICR		Bond Rating		Default Spread
> 8.50	→	AAA	→	0.40%
6.50 – 8.50	→	AA	→	0.70%
5.50 – 6.50	→	A+	→	0.85%
4.25 – 5.50	→	A	→	1.00%
3.00 – 4.25	→	A -	→	1.30%
2.50 – 3.00	→	BBB	→	2.00%
2.50 – 2.25	→	BB+	→	3.00%
2.25 – 2.00	→	BB	→	4.00%
1.75 – 2.00	→	B+	→	5.50%
1.50 – 1.75	→	B	→	6.50%
1.25 – 1.50	→	B-	→	7.25%
0.80 – 1.25	→	CCC	→	8.75%
0.65 – 0.80	→	CC	→	9.50%
0.20 – 0.65	→	C	→	10.50%
< 0.20	→	D	→	12.00%

Figura 8 Damodaran, A (2014): Ratings. Interest Coverage Ratios and Default Spread

2.3.1.4 Il Costo dell'Equity

Il Costo del Capitale Proprio (Cost of Equity Capital) rappresenta il tasso di rendimento atteso dagli azionisti sull'investimento effettuato nel capitale proprio dell'impresa, tenuto conto del livello di rischio associabile alla stessa. In linea generale, investimenti caratterizzati da un rischio più elevato devono offrire rendimenti attesi maggiori rispetto a quelli con un profilo di rischio inferiore.

Il modello più comunemente utilizzato per stimare il Costo del Capitale Proprio (K_e) è il Capital Asset Pricing Model (CAPM), il quale si basa sulla seguente formula:

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

Dove:

R_f = Tasso privo di rischio, ovvero il tasso di rendimento disponibile su un'attività priva di rischio alla data di valutazione. Generalmente, gli analisti utilizzano il rendimento a scadenza dei titoli di Stato come proxy del tasso risk-free, in quanto considerati privi di rischio di insolvenza.

La scelta della scadenza dipende dall'obiettivo della valutazione, ma i riferimenti più comuni sono i titoli di Stato a 5, 10 o 30 anni.

Nella prassi professionale, la selezione del titolo governativo da utilizzare non è arbitraria: si tende a scegliere titoli di Stato a lungo termine del Paese in cui opera l'impresa, in modo da includere nel tasso risk-free anche il rischio Paese.

Le componenti del tasso privo di rischio includono:

- Tasso di rendimento reale (*Rental Rate*): rappresenta il rendimento effettivo per la concessione in prestito dei fondi per usi produttivi;
- Aspettative di inflazione (*Inflation Expectations*): indicano l'inflazione prevista fino alla scadenza del titolo risk-free;
- Rischio di scadenza o di reinvestimento (*Maturity Risk o Investment Rate*): è il rischio che il valore dell'investimento possa variare a causa delle oscillazioni dei tassi d'interesse nel tempo.

β = Beta Levered rappresenta una misura del rischio sistematico, ovvero del rischio non diversificabile associato ai movimenti generali del mercato. Esso quantifica la sensibilità del rendimento in eccesso di un titolo o di un portafoglio (cioè il rendimento al netto del tasso privo di rischio) rispetto al rendimento in eccesso del mercato di riferimento. In altri termini, il beta levered esprime in quale misura e direzione la performance di un'attività finanziaria tende a variare al variare del mercato nel suo complesso. Il Beta può assumere valori compresi tra -1 ed 1 ed i base al valore del Beta, diverse sono le conclusioni a cui si può giungere:

- $\beta > 1$: il titolo si muove nella stessa direzione del mercato, ma presenta una volatilità superiore rispetto a quest'ultimo;
- $\beta = 1$: il titolo presenta un rischio di mercato pari a quello dell'indice di riferimento;
- $0 < \beta < 1$: il titolo si muove nella stessa direzione del mercato, ma con una volatilità inferiore;
- $\beta = 0$: non vi è alcuna correlazione tra l'andamento del titolo e quello del mercato;
- $-1 < \beta < 0$: il titolo è inversamente correlato al mercato, ma con un'intensità ridotta;
- $\beta = -1$: il titolo è perfettamente inversamente correlato al mercato;
- $\beta < -1$: il titolo si muove in direzione opposta rispetto al mercato e presenta una volatilità superiore.

Le imprese con un beta elevato sono considerate più rischiose: si tratta generalmente di start-up caratterizzate da un alto rischio finanziario e da utili e flussi di cassa estremamente volatili. Al contrario, le imprese con beta basso sono ritenute moderatamente rischiose.

R_m = Il rendimento atteso del mercato, stimato in base a dati storici o previsioni prospettiche (spesso considerando indici di mercato come l'S&P 500),

$(R_m - R_f)$ = Anche Definito Market Risk Premium, (Premio per il rischio di mercato) rappresenta il rendimento aggiuntivo che un investitore si attende di ottenere, rispetto al tasso privo di rischio, investendo in un portafoglio diversificato di azioni ordinarie. Questo premio compensa l'investitore per l'assunzione del rischio maggiore associato agli investimenti azionari, rispetto ai titoli privi di rischio.

Il Market Risk Premium (MRP) è un concetto previsionale, in quanto riflette le aspettative degli investitori in merito ai rendimenti futuri del mercato. Tuttavia, poiché tali aspettative non sono direttamente osservabili, gli analisti si avvalgono di diverse metodologie per stimarne il valore. Questi approcci rientrano nel quadro forward-looking o ex-ante ⁴²e includono:

- Approccio bottom-up: è una metodologia basata su dati dettagliati e specifici raccolti da diverse fonti autorevoli, come le pubblicazioni di *Merrill Lynch*, le proiezioni di *Value Line* e il *Cost of Capital Yearbook*.
- Approccio top-down: questo metodo analizza le relazioni storiche tra variabili di mercato, come la crescita degli utili, i rapporti prezzo/utili (*price-to-earnings ratio*), i rendimenti da dividendo, le variazioni dei tassi d'interesse e i rendimenti reali delle azioni.

2.3.2 Approccio Equity Side

Dopo aver illustrato l'approccio Asset Side, che porta al calcolo indiretto dell'Equity Value mediante il calcolo dell'Enterprise Value, ed è basato sui Flussi cassa disponibili per tutti i finanziatori dell'impresa opportunamente attualizzati al WACC, passiamo alla descrizione dell'Equity Approach. Come già anticipato nei paragrafi precedenti questo approccio porta al calcolo diretto dell'Equity Value, tramite la seguente formula:

$$Equity Value = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1 + k_e)^t} + \frac{TV_n}{(1 + k_e)^n}$$

Il calcolo dell'Equity diretto necessita del calcolo dei Free Cash Flow to Equity, o Flussi Levered, ovvero i flussi finanziari spettanti ai soli azionisti. Essi vengono definiti al netto dei costi operativi,

⁴² Pratt S. P. & Grabowski R. J., 2010

del rimborso dei debiti, degli oneri finanziari, degli investimenti nelle immobilizzazioni e degli altri investimenti effettuati per garantire la crescita della società⁴³.

Per il calcolo dei FCFE, basterà partire dai FCFF, il cui processo di costruzione è stato illustrato nei paragrafi precedenti:

Flusso di cassa disponibile per gli azionisti e i finanziatori (*Free Cash Flow to the Firm*, FCFF)

– Interessi

+ Scudo fiscale sugli interessi

+ / – Variazione debito finanziario

= Flusso di cassa disponibile per gli azionisti (*Free Cash Flow to Equity*, FCFE)

I flussi di cassa spettanti ai soli azionisti, così come il Terminal Value, non devono essere attualizzati al costo medio ponderato del capitale, ma al K_e , ovvero al costo del capitale proprio (Cost of Equity Capital) che, come detto, rappresenta il tasso di rendimento atteso dagli azionisti sull'investimento effettuato nel capitale proprio dell'impresa.

Come già illustrato nei paragrafi precedenti in formula:

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

Avendo già illustrato e descritto gli elementi alla base del calcolo del Cost of Equity è opportuno ora parlare del Beta e delle diverse metodologie di calcolo.

Il coefficiente beta, misura il rischio sistematico della società, in relazione alla volatilità del suo rendimento rispetto al rendimento del mercato. Il beta è definito come il rapporto tra la covarianza tra il rendimento del mercato di riferimento e il rendimento del titolo, e la varianza del rendimento del mercato di riferimento, secondo la seguente formula:

$$\beta_i = \frac{Cov_{m,i}}{\sigma_m^2}$$

Dove:

⁴³ Franceschi L. F., Comi L., 2015, Modelli finanziari per la valutazione d'azienda. EDUCatt

β_i = Beta dell'attività i

$Cov_{m,i}$ = Covarianza tra i ed m, ovvero quanto i due titoli tendono a muoversi nella stessa direzione

σ_m^2 = Varianza del mercato

Come già detto, le attività con maggior rischio avranno un Coefficiente Beta maggiore di 1, quelle meno rischiose avranno un Beta minore di 1.

Il β può essere stimato attraverso le seguenti metodologie⁴⁴

- 1) Metodo della regressione, secondo il quale il beta viene calcolato confrontando il rendimento in eccesso di un singolo titolo con il rendimento in eccesso dell'indice di mercato. L'assunzione implicita di questo approccio è che il futuro rifletta il passato. La formula utilizzata è:

$$(R - R_f) = \alpha + \beta \cdot (R_m - R_f) + \varepsilon$$

Dove:

R = rendimento storico di un titolo quotato

R_f = tasso privo di rischio (risk-free rate)

α = costante della regressione (intercetta)

β = beta stimato sulla base dei dati storici

R_m = rendimento storico del portafoglio di mercato

ε = termine di errore della regressione

Il metodo della regressione richiede l'applicazione del metodo OLS (Ordinary Least Squares, Minimi Quadrati Ordinari) e la pendenza della retta di regressione rappresenta il beta stimato.

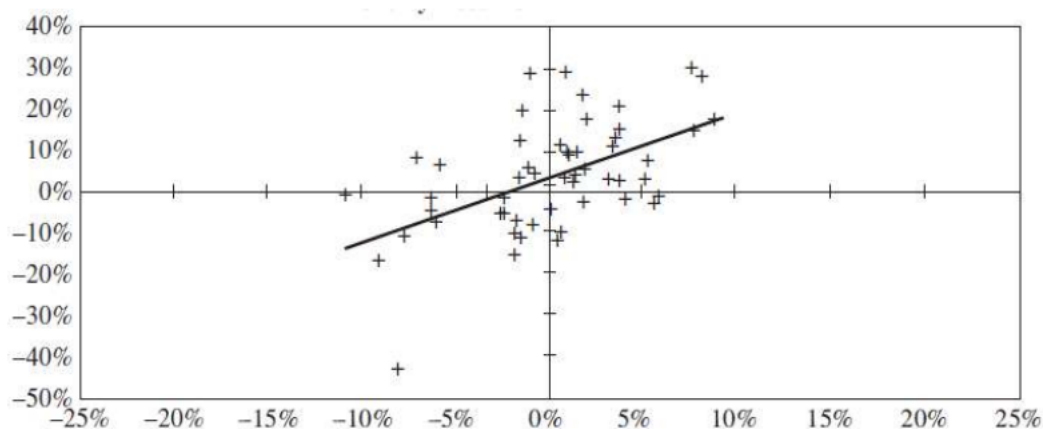


Figura 9 Vulpiani, M. (2014). *Special Cases of Business Valuation*. McGraw Hill.

⁴⁴ Damodaran A., 2013, Finanza aziendale. Apogeo Editore

- 2) Il beta bottom-up è una misura del rischio sistematico calcolata attraverso un approccio che si fonda sull'analisi dei fondamentali dell'impresa. In particolare, si basa sull'assunto che il beta di una società rappresenti una media ponderata dei beta delle diverse attività operative in cui essa è coinvolta. Trattandosi di una grandezza influenzata dalle scelte gestionali e strutturali dell'impresa, il beta bottom-up è determinato da tre principali fattori, ovvero il settore di attività: il beta risente della natura del settore in cui l'impresa opera. I settori maggiormente esposti alla ciclicità economica, ad esempio, l'industria automobilistica o quella del lusso, tendono a presentare beta più elevati, a causa della maggiore sensibilità dei ricavi alle variazioni del ciclo economico; il grado di leva operativa: un'elevata incidenza dei costi fissi rispetto ai costi variabili comporta un'accentuata variabilità del risultato operativo al variare dei ricavi. Tale effetto amplificatore della leva operativa contribuisce ad aumentare il beta, in quanto accentua la rischiosità operativa dell'impresa; infine, dell'Intensità della leva finanziaria (Debt/Equity): un maggior ricorso al debito comporta un incremento della variabilità dell'utile netto e, conseguentemente, degli utili per azione (EPS). Questo effetto leva finanziaria accresce il rischio percepito dagli azionisti, determinando un aumento del beta levered, ossia del beta comprensivo del rischio finanziario.
- 3) accounting beta: il beta viene derivato dai dati contabili, stimando il beta attraverso una regressione delle variazioni degli utili dell'impresa rispetto alle variazioni degli utili del mercato nello stesso periodo considerato.

2.4 Vantaggi e Svantaggi del metodo DCF

Il metodo del Discounted Cash Flow (DCF) presenta una serie di punti di forza e di criticità che devono essere analizzati con attenzione in sede valutativa.⁴⁵ Tra i principali vantaggi si evidenziano:

- Elevata flessibilità applicativa: il DCF rappresenta uno strumento estremamente adattabile, in quanto può essere impiegato in una molteplicità di contesti aziendali, a prescindere dalla dimensione dell'impresa, dal settore di appartenenza o dallo stadio di sviluppo del ciclo di vita

⁴⁵ <https://fastercapital.com/it/domande-dell-imprenditore/come-valutare-i-punti-di-forza-e-i-limiti-del-dcf-come-tecnica-di-capital-budgeting.html>

aziendale. Tale versatilità lo rende idoneo tanto alla valutazione di start-up caratterizzate da prospettive di crescita, quanto di imprese consolidate operanti in mercati maturi.

- **Approccio prospettico alla valutazione:** la metodologia si fonda su una logica forward-looking, in quanto il valore dell'impresa è determinato sulla base della capacità attesa di generare flussi di cassa futuri. Ciò consente di cogliere le potenzialità di creazione di valore nel lungo periodo, rendendo il metodo particolarmente adatto all'analisi di imprese in fase di espansione o trasformazione.
- **Rigore analitico e fondamento quantitativo:** il DCF si configura come una metodologia fondata su assunti quantitativi, integrando variabili finanziarie e operative quali i flussi di cassa previsti, il costo medio ponderato del capitale (WACC) e il tasso di crescita perpetuo (g). Tale struttura consente di incorporare nel processo valutativo elementi rilevanti quali il profilo di rischio dell'impresa, la struttura finanziaria e l'evoluzione dei tassi di interesse. Inoltre, la natura parametrica del modello ne consente l'adattamento mediante l'introduzione di scenari alternativi o stress test, ampliandone l'efficacia nella gestione dell'incertezza.

Per quanto riguarda le criticità:

- **Elevata sensibilità alle assunzioni:** il metodo DCF risulta fortemente dipendente dalle ipotesi formulate per la stima dei parametri chiave. Anche lievi variazioni nei valori stimati possono determinare risultati significativamente diversi. Ad esempio, una sovrastima del tasso di crescita o una previsione eccessivamente ottimistica dei ricavi futuri può condurre a una sopravvalutazione dell'impresa, compromettendo l'affidabilità complessiva della valutazione.
- **Complessità del modello:** la costruzione di un modello DCF accurato richiede una profonda conoscenza sia del settore di riferimento sia delle specifiche caratteristiche dell'impresa oggetto di analisi. L'analista è chiamato a considerare una molteplicità di fattori, tra cui le dinamiche competitive, i cambiamenti normativi, le fluttuazioni macroeconomiche e le peculiarità della struttura dei costi aziendali.
- **Forte dipendenza da proiezioni future:** il metodo è inevitabilmente esposto al rischio di errore derivante da previsioni imprecise o da mutamenti nelle condizioni di mercato. Eventi imprevedibili, come una crisi economica, cambiamenti nelle preferenze dei consumatori o modifiche legislative, possono rendere non più valide le ipotesi iniziali, riducendo così l'affidabilità dei risultati ottenuti. Inoltre, la difficoltà nel prevedere con precisione fenomeni di lungo periodo incrementa il rischio di errore nel calcolo del Terminal Value, che frequentemente rappresenta la componente prevalente del valore determinato dal modello.

2.5 Metodo Dei Multipli

Il metodo dei multipli di mercato fa parte dei cosiddetti “metodi relativi”, o indiretti, e sono così definiti poiché determinano il valore economico dell’azienda tramite il confronto con imprese simili operanti sul mercato, facendo ricorso all’applicazione di specifici multipli di mercato. Nello Specifico questa metodologia di valutazione è la seconda più utilizzata dopo il Discounted Cash Flow, avendo conquistato una propria autonomia e non venendo più vista esclusivamente come una metodologia di “controllo” o di “supporto”.⁴⁶ L’approccio alla valutazione aziendale mediante i multipli è sicuramente più rapido, e per certi versi più facile rispetto a quello finanziario, non è necessario di fatti calcolare i flussi di cassa futuri ed attualizzarli; il fulcro di questa metodologia è un quoziente, detto multiplo, estratto da un campione di società quotate comparabili da applicare a precise variabili della società oggetto di stima. Non sarebbe saggio, tuttavia, sottostimare la complessità di questo metodo, che, per quanto apparentemente facile, nasconde delle difficoltà che possono riscontrarsi nell’individuazione di adeguate società comparabili da cui estrarre il multiplo. L’approccio alla base del criterio è quello secondo cui il mercato, nel complesso e quindi nella media dei prezzi, è efficiente.⁴⁷

Analizzando ora le modalità applicative del metodo dei multipli, il punto di partenza è l’identificazione società comparabili, che vengono selezionate in base a criteri quali il settore di appartenenza, la dimensione, la redditività o le condizioni competitive. Il processo di selezione delle aziende comparabili può risultare fortemente soggettivo e dipendere dal giudizio individuale. Di conseguenza, i risultati ottenuti attraverso il metodo dei multipli possono, in alcuni casi, risultare meno affidabili rispetto a quelli derivanti da approcci di tipo più analitico o finanziario.

La selezione del campione di società comparabili avviene attraverso l’utilizzo di principali banche dati internazionali, poiché queste contengono molte informazioni di interesse: tipo di attività svolta, settori di appartenenza, caratteristiche economiche e finanziarie.

Una volta effettuata un’accurata selezione del campione, escludendo le imprese non ritenute adeguatamente comparabili ai fini valutativi, è possibile procedere con l’individuazione dei multipli da adottare nel processo di valutazione. Tale scelta è fortemente influenzata dal settore di appartenenza della società target e dalle sue specifiche caratteristiche economico-finanziarie. In linea generale, i multipli utilizzabili si suddividono in due principali categorie:

- Multipli di tipo Equity Side, basati sull’Equity Value, che consentono una stima diretta del valore del capitale proprio della società;
- Multipli di tipo Asset Side, fondati sull’Enterprise Value, che permettono una valutazione complessiva dell’impresa indipendentemente dalla sua struttura finanziaria.

⁴⁶ Sodini, M. (2015). Il valore di un’azienda in base ai multipli. Fondazione Nazionale dei Commercialisti.

⁴⁷ Damodaran A., “Valutazione delle aziende”. Maggiolini Editore



Figura 10 Stato patrimoniale "a valore di mercato" e multipli di riferimento. Fonte: Massari M., Zanetti L. 2008

I multipli fondamentali sono:

- P/E (Price/Earnings) = Prezzo per azione / Utile per azione, esso esprime la convenienza di un'azione, fornendoci l'indicazione di quante volte il mercato moltiplica gli utili della società;
- P/B (Price/Book value) = rapporto tra valore di mercato del capitale netto e il suo valore contabile (Book Value), dato sottraendo al valore netto contabile dell'attivo patrimoniale il valore netto contabile del passivo. Questo multiplo rappresenta una misura del rendimento degli investitori.
- EV/EBIT= rapporta l'Enterprise Value all'EBIT. Esso indica la capacità dell'azienda di ottenere un risultato economico positivo dall'area caratteristica, antecedentemente l'imposizione fiscale. Dato tiene che conto degli ammortamenti suscettibili di valutazioni soggettive, questo multiplo risente di eventuali politiche di bilancio;
- EV/Sales = rapporta l'Enterprise Value al fatturato aziendale. Viene utilizzato maggiormente nei casi di aziende in fasi di turnaround o società con margini negativi.

Oltre ai multipli fondamentali, esistono anche multipli "derivati", utilizzati dagli analisti al fine di mitigare l'impatto derivante dalle differenti politiche di ammortamento e accantonamento adottate dalle imprese considerate nel campione.

Tra questi, i principali esempi sono:

- PE/G (Price Earnings / Growth ratio): rapporta il multiplo P/E al tasso di crescita atteso degli utili per azione (g). Viene adoperato per l'individuazione di titoli sottovalutati o sopravvalutati;
- EV/EBITDA= rapporta l'Enterprise Value all'EBITDA. Differentemente dal multiplo EV/EBIT, essendo la componente reddituale di riferimento considerata al lordo di ammortamenti e svalutazioni, questo multiplo riesce a neutralizzare eventuali politiche contabili di bilancio;

I multipli possono inoltre essere classificati in base alla natura del parametro prestazionale utilizzato: Multipli basati su parametri economico-finanziari, come l'Utile Netto, il Reddito ante imposte, il Cash Flow destinato agli azionisti, l'EBIT, l'EBITDA, i Flussi di cassa operativi, ecc.

Multipli basati su parametri non economico-finanziari, come il numero di filiali (per le banche), il numero di clienti (per le società di distribuzione del gas), il numero di pagine visitate (per le imprese operanti su Internet), ecc.

Una volta ottenuti i multipli scelti per ogni azienda che fa parte del campione selezionato, occorre calcolarne il valore atteso, moltiplicando i risultati ottenuti alle grandezze individuate della società target, così da determinare un intervallo di valori, nel quale verrà scelto il valore finale dell'azienda, applicando le seguenti formule (in base alla tipologia di multiplo):

$$Equity Value = (Multiplo Asset side \times grandezza della società target) - PFN$$

$$Equity Value = Multiplo Equity Value \times grandezza della società target$$

2.6 Valutazione delle sinergie

Le sinergie rappresentano uno degli elementi centrali nella valutazione delle operazioni di fusione e acquisizione (M&A), in quanto esprimono il valore aggiuntivo generato dalla combinazione di due imprese rispetto alla semplice somma del loro valore autonomo. Una corretta stima delle sinergie è cruciale per determinare se l'operazione sarà in grado di generare benefici economici per gli stakeholder e giustificare il prezzo corrisposto per l'acquisizione.

Tra i metodi di valutazione maggiormente utilizzati, il Discounted Cash Flow (DCF) risulta particolarmente adatto per quantificare il valore delle sinergie, in quanto queste ultime possono essere considerate come flussi di cassa incrementali futuri generati dall'entità combinata. Il processo di valutazione delle sinergie mediante il metodo DCF si articola in quattro principali fasi:

1. Identificazione delle sinergie attese:
In questa fase vengono individuate le fonti di valore derivanti dalla combinazione, generalmente classificate in sinergie di ricavo e sinergie di costo. Le prime si concretizzano nell'aumento dei ricavi grazie, ad esempio, all'ampliamento della base clienti o al miglioramento della capacità distributiva. Le seconde, invece, derivano dalla riduzione dei costi operativi attraverso l'eliminazione di duplicazioni o l'ottimizzazione delle risorse. Dal punto di vista del DCF, le sinergie di ricavo agiscono sulla parte alta del conto economico (top line), mentre quelle di costo incidono direttamente sull'EBIT, migliorando la redditività operativa.
2. Temporalizzazione delle sinergie:
Le sinergie non si realizzano in modo immediato, ma richiedono tempo per essere attuate. Per questo motivo, è necessario modellare la progressiva realizzazione dei benefici attesi lungo l'orizzonte temporale del piano industriale. In genere, si considera che le sinergie raggiungano la piena operatività (definite "recurring run-rate pre-tax synergies") entro il terzo anno dall'esecuzione dell'operazione.
3. Considerazione dei costi di implementazione:
Il raggiungimento delle sinergie comporta spesso la necessità di sostenere investimenti iniziali, noti come costi di ristrutturazione o di integrazione. Tali costi, che possono comprendere spese per la riorganizzazione aziendale, la formazione del personale o l'adeguamento dei sistemi informativi, devono essere incorporati nel calcolo dei Free Cash Flow all'interno del modello DCF, per garantire una stima netta e realistica dei benefici attesi.
4. Valutazione finale tramite DCF:
Una volta definiti i flussi di cassa incrementali derivanti dalle sinergie, si procede alla loro attualizzazione, utilizzando un tasso di sconto coerente con il profilo di rischio associato. Il risultato fornisce una stima autonoma del valore delle sinergie, che può poi essere confrontata con il premio pagato per l'acquisizione, al fine di valutare la convenienza economica dell'operazione.

È opportuno sottolineare che i flussi di cassa sinergici si distinguono da quelli generati dall'attività ordinaria dell'impresa, sia per natura che per tempistiche di realizzazione. Di conseguenza, la loro modellizzazione richiede un'analisi approfondita e prudentiale, al fine di evitare sopravvalutazioni che potrebbero compromettere la validità dell'intera operazione di M&A.

Capitolo 3:” Il settore delle telecomunicazioni e le operazioni di M&A”

3.1 Introduzione

Il settore delle telecomunicazioni è costituito da un insieme di imprese che rendono possibile la comunicazione su scala globale attraverso diversi canali, tra cui la telefonia, Internet, le onde radio e le reti via cavo. Tali imprese sviluppano e gestiscono le infrastrutture necessarie per la trasmissione di dati – sotto forma di testo, voce, immagini o contenuti multimediali – permettendo la connettività tra individui, imprese e istituzioni, indipendentemente dalla loro collocazione geografica.

I principali attori del settore includono operatori telefonici (sia fissi che mobili), fornitori di servizi via cavo e satellitari, e provider di accesso a Internet. Storicamente dominato da pochi grandi operatori nazionali e regionali, il comparto ha subito, a partire dalla seconda metà degli anni Novanta, un processo di profonda trasformazione, guidato da fenomeni di deregolamentazione e innovazione tecnologica.

Negli Stati Uniti, un punto di svolta fu rappresentato dal Telecommunications Act del 1996, volto a liberalizzare il mercato per favorire la concorrenza e permettere l'ingresso di nuovi operatori anche da settori adiacenti come la televisione via cavo e Internet. Parallelamente, anche l'Unione Europea ha avviato un processo di apertura alla concorrenza, culminato nel 1998 con la completa liberalizzazione del mercato delle telecomunicazioni nei Paesi membri. A regolamentare tale nuova configurazione, nel 2002 è stato introdotto il Pacchetto Telecom, una serie di cinque direttive comunitarie finalizzate ad armonizzare il quadro normativo tra gli Stati dell'UE.

Il settore può essere suddiviso in tre grandi sottosettori:

- Apparecchiature per telecomunicazioni (il comparto più ampio),
- Servizi di telecomunicazione,
- Comunicazioni wireless.

All'interno di questi sottosettori si articolano vari segmenti industriali, tra cui: comunicazioni senza fili, apparecchiature e sistemi di comunicazione, servizi di rete a lunga distanza, servizi nazionali e internazionali, nonché soluzioni di comunicazione integrate.

Il presente capitolo si propone di fornire una panoramica esaustiva del settore delle telecomunicazioni, funzionale all'analisi del caso studio oggetto di questa tesi: l'acquisizione di Vodafone Italia da parte di Swisscom tramite la controllata Fastweb. Dopo un inquadramento generale sull'evoluzione storica del settore e un approfondimento delle attuali dinamiche che caratterizzano il comparto TMT, l'analisi si focalizzerà sulle tendenze delle operazioni di Mergers and Acquisitions (M&A) che ne influenzano lo sviluppo.

3.2 Evoluzione Storica del settore

L'industria delle telecomunicazioni ha rappresentato, sin dalle sue origini, una componente fondamentale dello sviluppo economico e sociale. La sua nascita può essere fatta risalire agli anni Ottanta del XIX secolo, con l'invenzione del primo telefono da parte di Alexander Graham Bell nel 1884. Tale innovazione segnò una svolta epocale nel campo della comunicazione, introducendo modalità completamente nuove per trasmettere informazioni, in modo più efficiente e rapido rispetto alle tecnologie precedenti.

Nella fase iniziale, il settore si caratterizzava per una notevole eterogeneità nelle forme organizzative e nei modelli di business, con la presenza simultanea di attori privati e pubblici. Tuttavia, con il passare del tempo, l'industria si avviò progressivamente verso una configurazione centralizzata, dominata da imprese a controllo statale e priva di reali meccanismi concorrenziali. Questo passaggio fu dettato principalmente dalla tendenza degli operatori privati a concentrare gli investimenti nelle aree geografiche più densamente popolate e redditizie, trascurando invece le zone periferiche e rurali. Di conseguenza, si generò un crescente divario infrastrutturale tra le diverse regioni, con ripercussioni significative sullo sviluppo equilibrato del territorio⁴⁸.

Alla luce di tali criticità, i governi nazionali iniziarono a percepire la necessità di garantire un accesso equo e universale ai servizi di comunicazione. In questo contesto, l'intervento pubblico divenne centrale: nella seconda metà della rivoluzione industriale, il settore delle telecomunicazioni fu progressivamente assorbito nell'alveo delle utilities statali, seguendo una tendenza globale alla monopolizzazione pubblica dei servizi essenziali⁴⁹. Il monopolista pubblico si assunse la responsabilità dello sviluppo tecnologico, dell'ammodernamento delle reti e dell'adattamento alle dinamiche di mercato. Tale configurazione, sebbene garantisse una certa stabilità, rimase in vigore fino alla metà del XX secolo, periodo in cui si iniziò a mettere in discussione l'efficacia del monopolio pubblico, soprattutto in termini di efficienza, innovazione e qualità del servizio.

Un punto di svolta si registrò a partire dagli anni Cinquanta, quando negli Stati Uniti si avviò un dibattito sulla necessità di introdurre forme di concorrenza nel settore. A quell'epoca, l'American Telephone and Telegraph (AT&T), attraverso il sistema Bell, deteneva una posizione di monopolio consolidato. Tuttavia, proprio gli Stati Uniti furono il primo Paese a intraprendere un processo di deregolamentazione, aprendo il mercato a nuovi operatori. Questo approccio, inizialmente sperimentale, fu in seguito adottato anche da numerosi altri Paesi, segnando l'inizio di una nuova era per le telecomunicazioni.

⁴⁸ Thimm, A. L. (1992). *America's Stake in European Telecommunication Policies*. Westport, CT: Quorum Books.

⁴⁹ Chandler, A. D. Jr. (2001). *Inventing the electronic century: The epic story of the consumer electronics and computer industries*. Harvard University Press.

Negli ultimi trent'anni, l'industria è stata profondamente trasformata da successive ondate di liberalizzazione e privatizzazione, che l'hanno resa uno dei settori più dinamici e in costante evoluzione.⁵⁰ L'apertura alla concorrenza ha favorito non solo un abbassamento delle tariffe e un ampliamento dell'offerta, ma anche un'accelerazione dell'innovazione tecnologica e una maggiore attenzione alla qualità dei servizi

Un ulteriore elemento di discontinuità è rappresentato dall'emergere, negli anni Novanta, della cosiddetta New Economy, accompagnata dall'introduzione di nuove tecnologie digitali. Le imprese del settore si sono trovate a fronteggiare scenari inediti, caratterizzati da una crescente convergenza tra comparti precedentemente distinti, come le telecomunicazioni, l'information technology, i media, l'intrattenimento e l'elettronica di consumo. Questo processo ha dato origine a un ecosistema integrato, oggi comunemente identificato con l'acronimo TMT (Technology, Media & Telecommunications), e ha reso sempre più frequente il ricorso a strategie di alleanza, fusione e acquisizione per accedere a nuove risorse, competenze e mercati.

3.2.1 Il settore TMT Oggi

La significativa espansione del settore globale della tecnologia, dei media e delle telecomunicazioni (TMT) ha rappresentato una delle principali forze propulsive della trasformazione digitale ed economica del XXI secolo. La natura eterogenea e dinamica delle imprese operanti in questo ambito ha contribuito in maniera determinante a generare un incremento senza precedenti in termini di ricchezza, produttività e benessere socio-economico a livello mondiale.

Tuttavia, mentre le imprese TMT con sede negli Stati Uniti, in Asia e in altre aree del mondo hanno registrato una crescita sostenuta sia nei ricavi sia nelle valutazioni di mercato, le controparti europee hanno evidenziato una performance sostanzialmente stagnante. Tale andamento ha determinato un marcato ridimensionamento della quota europea nella capitalizzazione di mercato globale del settore. I dati disponibili mettono in luce, in modo inequivocabile, le difficoltà incontrate dal TMT europeo negli ultimi venticinque anni⁵¹. La quota del settore TMT tra le cinquanta maggiori imprese mondiali per capitalizzazione di mercato è passata, nello stesso arco temporale, dal 40% al 60%, mentre la capitalizzazione complessiva del settore a livello globale è cresciuta da circa 7.000 miliardi di dollari nel 2000 a 34.000 miliardi di dollari nel 2024. Il comparto tecnologico, in particolare, ha aumentato la propria rappresentanza dal 20% al 50% delle prime cinquanta aziende, quintuplicando la propria capitalizzazione di mercato fino a raggiungere i 25 trilioni di dollari.

⁵⁰ Pennings, J. S. J., van Kranenburg, H., & Hagedoorn, J. (2005). *Past, Present and Future of the Telecommunications Industry*.

⁵¹ McKinsey & Company (maggio 2025). Technology, media, and telecom in Europe: The new growth engine or another decade of missing out? (A. Sehdev, B. Vanderspar, D. Schiavotto, R. Schaubroeck, E. Caliskan, J. Vickers, L. Jesson & M. Pavlovic, autori). McKinsey's Technology, Media & Telecommunications Practice.

Parallelamente, l'Europa ha progressivamente perso rilevanza competitiva: la sua presenza nella graduatoria delle cinquanta aziende a maggiore capitalizzazione è diminuita di circa l'80% (da 22 a 4 unità), mentre, come osservabile dal grafico sottostante, la quota europea della capitalizzazione cumulativa globale del TMT è crollata dal 30% al 7%. Tale contrazione si traduce in un'opportunità mancata stimata in circa 8.000 miliardi di dollari, valore che sarebbe stato generato entro il 2024 se la quota di mercato detenuta nel 2000 fosse stata mantenuta.

Even as TMT's global market cap has soared, Europe's share has plunged, representing a multi-trillion-dollar missed opportunity.

Cumulative market cap of top 10,000 tech, media, and telecommunications (TMT) companies globally, \$ trillion

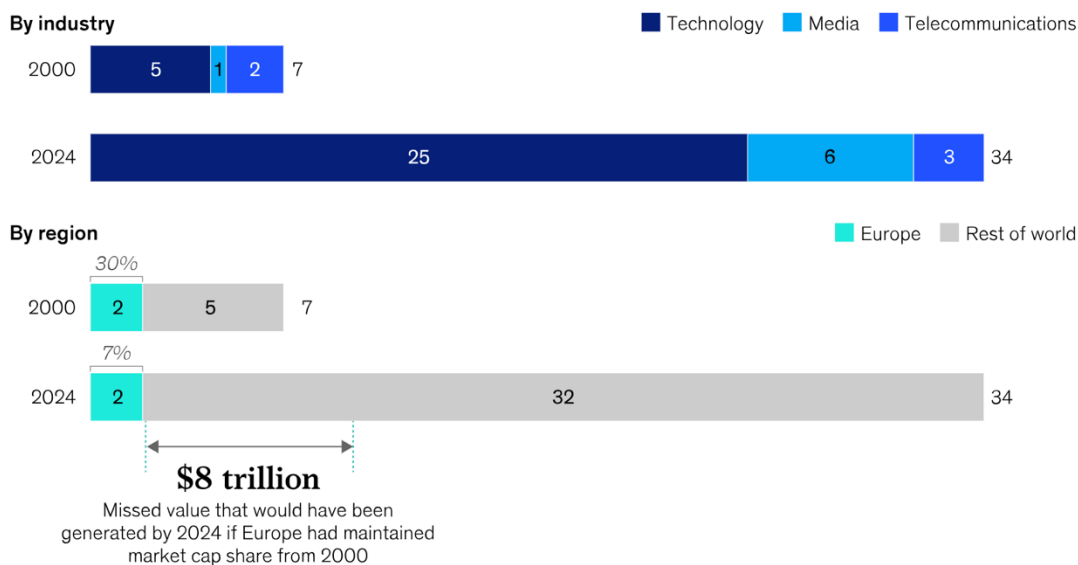


Figura 11 McKinsey & Company (maggio 2025). *Technology, media, and telecom in Europe: The new growth engine or another decade of missing out?* (A. Sehdev, B. Vanderspar, D. Schiavotto, R. Schaubroeck, E. Caliskan, J. Vickers, L. Jesson & M. Pavlovic, autori). McKi

Le aziende americane del settore, al contrario di quelle europee, hanno registrato una crescita esponenziale, di fatti nonostante il numero di aziende TMT europee tra le 50 aziende più quotate sia diminuito di oltre il 60% (da otto a tre), la quota di aziende TMT statunitensi è più che raddoppiata (da nove a 22). Come osservabile dal grafico di Mckinsey, questa disparità regionale, si traduce in disparità di fatturato, tassi di crescita, numero di IPO e quota globale di unicorni.

European TMT companies are older, earning less, growing slower, and investing less in R&D than their US peers.

Tech, media, and telecommunications (TMT) key metrics, Europe vs US

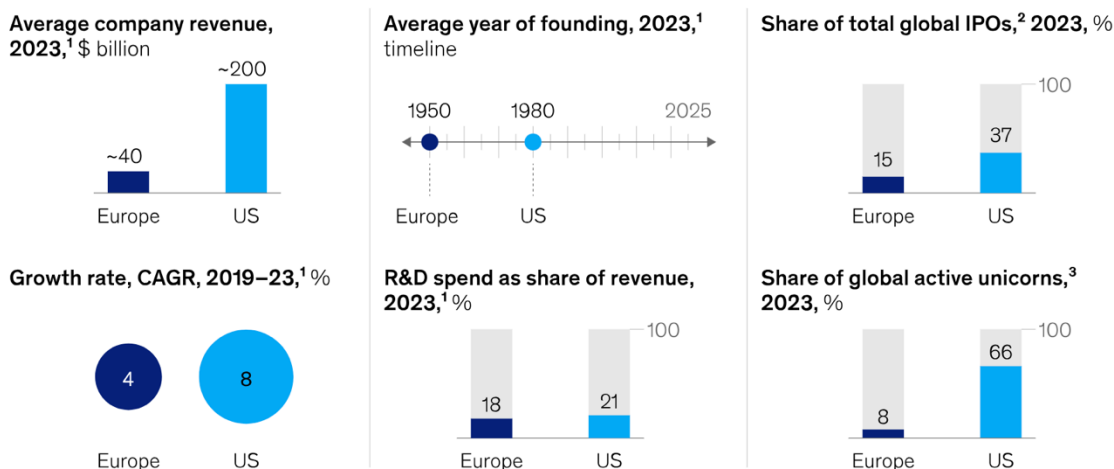


Figura 12 McKinsey & Company (maggio 2025). *Technology, media, and telecom in Europe: The new growth engine or another decade of missing out?* (A. Sehdev, B. Vanderspar, D. Schiavotto, R. Schaubroeck, E. Caliskan, J. Vickers, L. Jesson & M. Pavlovic, autori). McKi

Il grafico mostra chiaramente come le aziende TMT europee siano più vecchie di quelle statunitensi, più piccole in termini di ricavi, con tassi di crescita e investimenti in R&D nettamente inferiori.

In un'ottica globale, il fatturato del settore TMT in Europa è quasi triplicato negli ultimi vent'anni, mentre a livello internazionale la crescita è stata di circa cinque volte. Ciò implica che, nello stesso arco temporale, l'incremento del fatturato TMT europeo abbia contribuito per appena il 10% alla crescita complessiva del settore a livello mondiale, evidenziando un significativo divario di performance rispetto alle altre aree geografiche.

TMT is growing slower in Europe than in other parts of the world.

Evolution of technology, media, and telecommunications revenue, \$ trillion

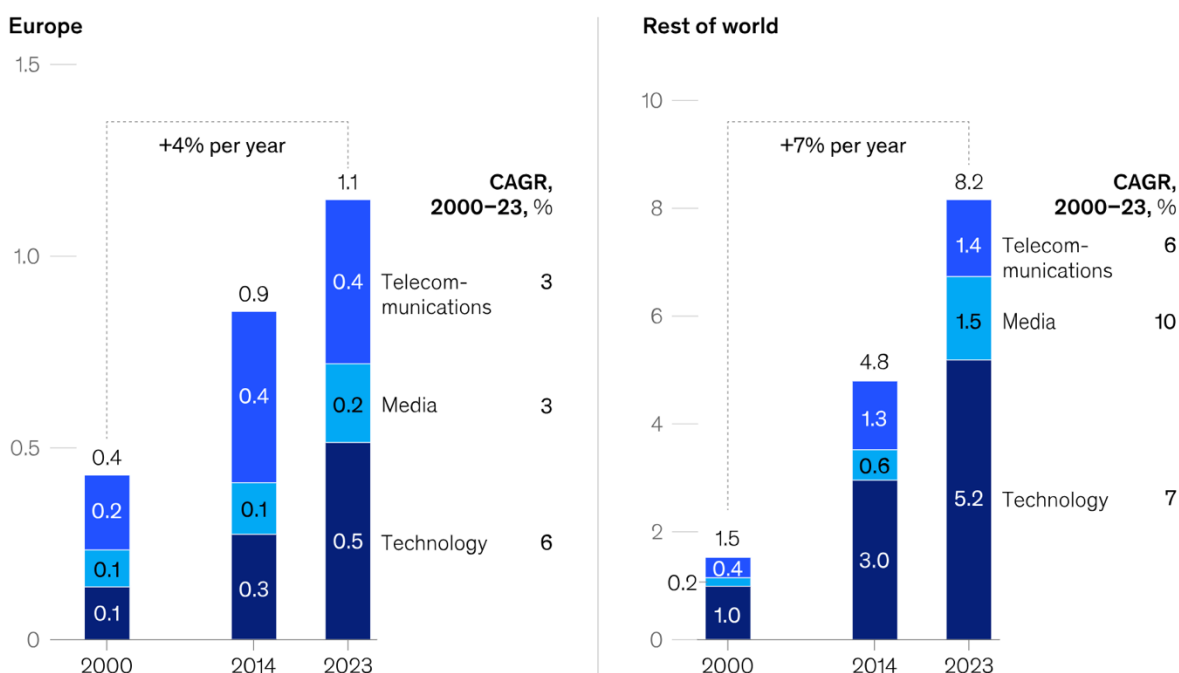


Figura 13 McKinsey & Company (maggio 2025). Technology, media, and telecom in Europe: The new growth engine or another decade of missing out? (A. Sehdev, B. Vanderspar, D. Schiavotto, R. Schaubroeck, E. Caliskan, J. Vickers, L. Jesson & M. Pavlovic, autori). McK

Il futuro sviluppo del settore TMT europeo, non dipenderà esclusivamente dalla tecnologia, uno studio condotto da Mckinsey evidenzia 4 variabili fondamentali che determineranno il successo o l'insuccesso del settore in Europa.

Infrastruttura di importanza critica

Nel contesto attuale, caratterizzato da una crescente attenzione alla sicurezza dei dati e alla resilienza economica, le infrastrutture mission-critical europee rivestono un ruolo strategico. L'iniziativa *Digital Compass 2030* della Commissione Europea definisce un'agenda ambiziosa, volta alla realizzazione di un'infrastruttura paneuropea di elaborazione dati interconnessa, allo sviluppo di corridoi 5G, all'acquisizione di supercomputer e sistemi di calcolo quantistico, nonché alla creazione di un'infrastruttura di comunicazione quantistica sicura. Secondo le stime della Commissione, il conseguimento di tali obiettivi richiederà oltre 130 miliardi di dollari di investimenti annui, necessari per colmare il divario infrastrutturale e di competenze con i principali competitor internazionali, rafforzando al contempo resilienza, competitività e capacità innovativa dell'Europa.⁵² Nel marzo 2024, la Commissione

⁵² "2030 Digital Compass: The European way for the digital decade," European Commission, March 9, 2021

ha destinato 1,4 miliardi di dollari al finanziamento di tecnologie critiche, nell'ambito del programma *Europa Digitale (DIGITAL) 2025-2027*. Le priorità di intervento comprendono la promozione e l'adozione dell'intelligenza artificiale, il potenziamento della resilienza informatica, lo sviluppo delle competenze digitali e la realizzazione di servizi pubblici interoperabili.⁵³ Anche le dinamiche geopolitiche stanno influenzando le strategie industriali. In questo quadro, aziende come Infineon Technologies e STMicroelectronics hanno beneficiato di aiuti di Stato da Germania e Italia, in linea con il *Chips Act* europeo, per espandere la capacità produttiva interna e ridurre la dipendenza da fornitori esteri. Parallelamente, diversi operatori del settore stanno istituendo funzioni dedicate alle relazioni istituzionali e alla gestione del rischio geopolitico, come dimostrano i casi di Merck e Nokia, che hanno introdotto ruoli dirigenziali specifici per le politiche pubbliche e le relazioni governative.⁵⁴

Cloud Sovrano ed AI

L'espansione del cloud pubblico e dell'intelligenza artificiale (IA) offre al settore TMT europeo una rilevante opportunità di rilancio, incentrata sulla salvaguardia della sovranità dei dati e sull'utilizzo dell'IA quale leva per l'innovazione. Le previsioni indicano che, entro il 2027, il mercato europeo dei servizi di cloud pubblico raggiungerà un valore di circa 300 miliardi di dollari, con un tasso di crescita annuo composto del 20%. Tuttavia, la sentenza *Schrems II* e l'esposizione al *Cloud Act* statunitense⁵⁵ hanno evidenziato i rischi connessi alla giurisdizione straniera sui dati europei, soprattutto alla luce del fatto che gli hyperscaler statunitensi detengono circa il 70% del mercato cloud in Europa⁵⁶.

Le soluzioni di cloud sovrano e di "IA sovrana" si propongono di garantire la conformità al GDPR, proteggendo i dati sensibili da accessi extraterritoriali e mitigando i rischi di interruzione dei servizi per cause esterne al controllo degli attori regionali. Queste soluzioni risultano particolarmente strategiche nei settori ad alta criticità, quali difesa, sanità e infrastrutture essenziali, poiché assicurano continuità operativa e controllo sui sistemi.

Parallelamente, l'Unione Europea sta promuovendo lo sviluppo di un ecosistema di IA affidabile e conforme agli standard europei di sicurezza e privacy, come dimostrano iniziative quali *Gaia-X* e la *Sovereign European Cloud API*. Tali progetti mirano a realizzare infrastrutture interoperabili, capaci di coniugare innovazione e tutela normativa. Sul piano regolatorio, l'*AI Act* introduce requisiti

⁵³ "Commission to invest €1.3 billion in artificial intelligence, cybersecurity, and digital skills," European Commission, March 27, 2025.

⁵⁴ Cindy Levy, Shubham Singhal, and Matt Watters, "A proactive approach to navigating geopolitics is essential to thrive," McKinsey, November 12, 2024; Maike Asmussen, LinkedIn, April 1, 2024; "Nokia announces changes to its Group Leadership Team," Nokia, Oct. 18, 2024.

⁵⁵ Daniel Mikkelsen, Sebastian Scheurle, Henning Soller, and Malin Strandell-Jansson, "The EU digital strategy: The impact of data privacy on global business,"

⁵⁶ "Cloud computing in Europe—statistics & facts," Statista, March 27, 2024

stringenti che la maggior parte delle organizzazioni europee non ha ancora pienamente implementato, con quasi la metà delle imprese che non ha stanziato budget dedicati.

In un contesto di progressivo inasprimento normativo, le imprese dovranno adeguare processi e infrastrutture per garantire la conformità legale, trasformando tali vincoli in opportunità competitive attraverso soluzioni tecnologiche innovative.

Modelli di tassazione e di entrate digitali: rafforzare la resilienza economica

La definizione di modelli fiscali e di generazione di ricavi nel settore digitale rappresenta un pilastro della strategia economica europea nell'attuale contesto tecnologico. La proposta dell'Unione Europea di istituire un sistema comune di tassazione dei servizi digitali potrebbe generare annualmente tra i 5 e i 6 miliardi di dollari, affiancandosi alle iniziative già intraprese da singoli Stati membri e agli sforzi dell'OCSE per sviluppare un quadro fiscale alternativo con finalità analoghe.

L'obiettivo di tali misure è assicurare una più equa contribuzione da parte delle multinazionali tecnologiche alle economie nei territori in cui generano valore e intrattengono rapporti con clienti o utenti, colmando le lacune degli attuali sistemi fiscali. Parallelamente, il mercato europeo della pubblicità digitale, stimato tra 115 e 125 miliardi di dollari nel 2024 e in crescita con un tasso annuo composto del 7–8%, costituirà una fonte aggiuntiva di ricavi⁵⁷.

L'adozione di una fiscalità digitale armonizzata si inserisce in una strategia più ampia volta a rafforzare la resilienza economica dell'UE, mitigando gli effetti delle incertezze geopolitiche e delle pressioni inflazionistiche. L'incremento delle entrate fiscali potrà, infatti, sostenere investimenti in infrastrutture digitali strategiche, incentivare l'innovazione tecnologica e ridurre la dipendenza da fornitori extraeuropei.

Risposte strategiche alle sfide tariffarie

Nel contesto di crescente complessità delle politiche tariffarie internazionali, le imprese del settore TMT devono adottare strategie proattive per valutare e mitigare gli impatti dei dazi su catene di fornitura, domanda di mercato e decisioni di investimento. Un approccio efficace prevede la mappatura delle supply chain oltre il primo livello di fornitura, la misurazione dei costi totali di sbarco e l'utilizzo di strumenti di pianificazione per scenari, al fine di anticipare possibili interruzioni, variazioni di costo e misure tariffarie di ritorsione.

La diversificazione delle fonti di approvvigionamento, con particolare attenzione ai mercati che offrono incentivi o sussidi, può contribuire a ridurre il rischio operativo e i costi di transizione verso

⁵⁷ "Digital ad spend in Europe rose by 11.1% in 2023," IAB Europe, June 17, 2024;

nuovi fornitori. Parallelamente, un'analisi sistematica dell'impatto dei dazi sulla domanda e sull'accesso ai mercati consente di ottimizzare strategie di prezzo e allocazione delle risorse.

Indagini di mercato periodiche possono, inoltre, evidenziare il grado di esposizione dei concorrenti, offrendo opportunità per rafforzare la propria posizione competitiva. Tuttavia, qualsiasi revisione strategica deve poggiare su un'analisi rigorosa, volta a garantire la creazione di valore sostenibile nel lungo periodo, pur in un contesto caratterizzato da elevata incertezza delle politiche commerciali.

Un recente sondaggio condotto da McKinsey evidenzia come i Chief Executive Officer (CEO) e gli altri dirigenti di vertice delle imprese europee operanti nel settore Technology, Media & Telecommunications (TMT) manifestino un cauto ottimismo circa le prospettive complessive di ripresa del comparto. La quasi totalità degli intervistati (92%) riconosce che, nel corso dell'ultimo decennio, l'Europa non abbia ricoperto un ruolo di avanguardia nel settore TMT ⁵⁸. Inoltre, circa il 60% ammette di non aver sfruttato in modo strategico le potenzialità offerte dalle tecnologie digitali emergenti quali intelligenza artificiale (IA), machine learning (ML) e automazione – come leve di crescita negli ultimi tre-cinque anni. Tuttavia, una larga maggioranza (85%) ritiene che l'Europa possa assumere, nel prossimo decennio, una posizione di leadership a livello globale nel comparto TMT.

Tale prospettiva appare supportata da elementi oggettivi. Secondo l'analisi condotta da McKinsey, la prossima ondata di trasformazione digitale e di innovazione tecnologica è in grado di generare significative opportunità di creazione di valore per le imprese TMT europee. In linea con le conclusioni del rapporto dell'Unione Europea redatto da Mario Draghi, *Il futuro della competitività europea*, e con recenti studi del McKinsey Global Institute, emergono otto trasformazioni di rilievo, di natura sia globale sia regionale, in grado di generare complessivamente fino a 1,85 trilioni di dollari di spesa incrementale intersettoriale in Europa entro il 2030. Tra queste, tre risultano particolarmente strategiche per il rilancio del settore: l'intelligenza artificiale e i software di nuova generazione, la sovranità dei dati e l'elaborazione e la connettività. L'IA e il software emergono, in particolare, come la più rilevante opportunità di crescita tra le trasformazioni individuate.

Nondimeno, il raggiungimento di tali obiettivi non può essere considerato scontato. Una quota significativa dei dirigenti intervistati manifesta una fiducia limitata nella capacità della regione di capitalizzare appieno tali trasformazioni. Meno di un quarto ritiene che l'Europa sia attualmente ben posizionata per superare le altre aree geografiche nel campo dell'elaborazione e della connettività. Alcuni di questi processi di cambiamento sono inoltre percepiti come portatori di rischi considerevoli qualora non gestiti in maniera adeguata. Ad esempio, il 40% degli intervistati identifica l'intelligenza

⁵⁸ McKinsey & Company (maggio 2025). Technology, media, and telecom in Europe: The new growth engine or another decade of missing out?

artificiale e i software di nuova generazione come la principale fonte di rischio per il prossimo decennio, percentuale superiore a quella di chi ritiene che il settore europeo sia in grado di eccellere in tale ambito (32%). Allo stesso modo, il 50% considera la sovranità dei dati, la tutela della privacy e la sicurezza informatica come la minaccia più rilevante per il futuro. Tuttavia, quest'area rappresenta anche quella in cui si registra la valutazione più ottimistica circa le potenzialità europee: il 55% dei dirigenti ritiene infatti che l'Europa possa in questo ambito superare altre regioni del mondo.

3.3 Le M&A nel settore TMT

Nel corso del 2024, il comparto della tecnologia, dei media e delle telecomunicazioni (TMT) ha evidenziato un livello rilevante di attività di M&A. Complessivamente, le imprese hanno allocato risorse pari a 698 miliardi di dollari, distribuite in oltre 1.460 operazioni, con una concentrazione geografica marcata nelle Americhe (Nord e Sud), che hanno assorbito circa il 60% del valore complessivo⁵⁹. Le operazioni di dimensioni rilevanti, definite come quelle con un controvalore superiore a 10 miliardi di dollari, hanno inciso per circa un terzo sul totale delle transazioni registrate nel settore TMT. In un contesto caratterizzato da un'elevata volatilità geopolitica, la componente domestica ha avuto un peso predominante, rappresentando l'80% del valore complessivo delle operazioni.

Sotto il profilo settoriale, la tecnologia ha costituito l'area prevalente di attività, raccogliendo il 75% delle operazioni in termini di volume e il 59% in termini di valore. Tuttavia, il valore medio delle transazioni tecnologiche si è attestato a 377 milioni di dollari, risultando inferiore a quello registrato nei comparti dei media (626 milioni di dollari) e delle telecomunicazioni (1 miliardo di dollari).

All'interno del segmento tecnologico, il software ha rappresentato il fulcro principale delle operazioni, con particolare incidenza delle transazioni di entità superiore al miliardo di dollari che hanno visto un coinvolgimento rilevante degli operatori di private equity. Per quanto concerne il sottosettore delle telecomunicazioni, le acquisizioni si sono concentrate prevalentemente sulle infrastrutture, mentre nel comparto media il 75% delle operazioni di valore superiore ai 500 milioni di dollari ha riguardato contenuti visivi, diritti sportivi e gaming.

⁵⁹ McKinsey & Company, *Technology, media, and telecommunications: Software deals and creative partnerships will carry the day* (19 febbraio 2025), McKinsey M&A Practice, disponibile su [McKinsey.com](https://www.mckinsey.com).

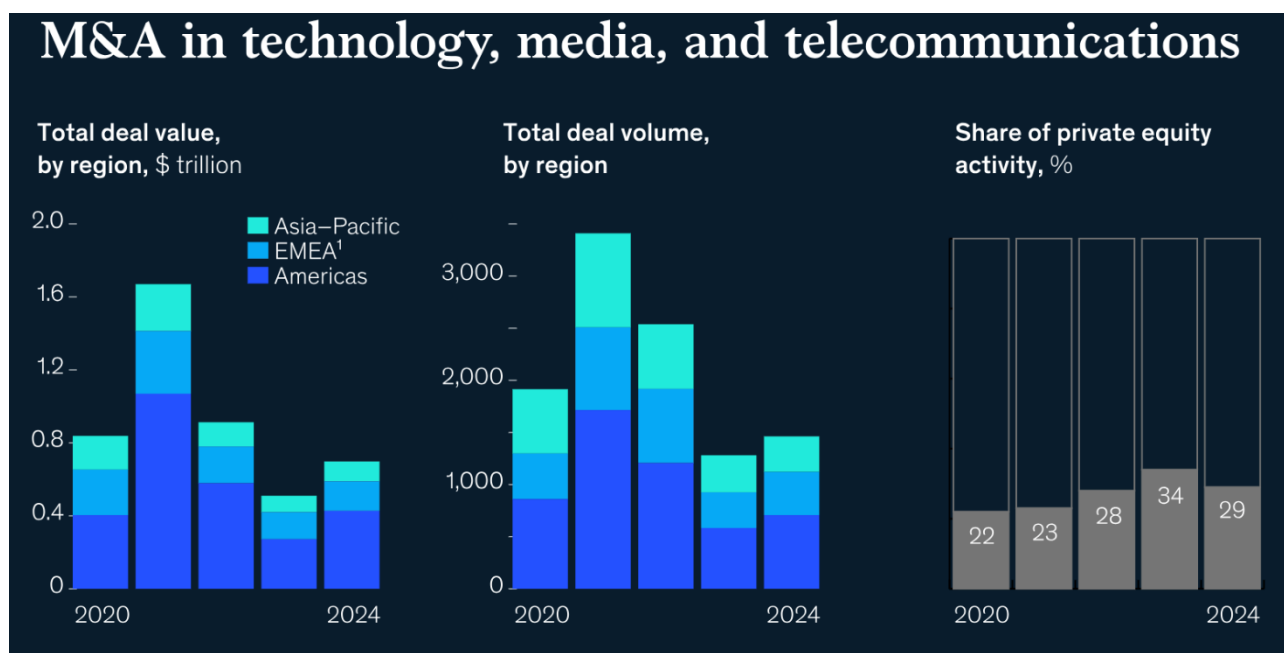


Figura 14 McKinsey & Company, Technology, media, and telecommunications: Software deals and creative partnerships will carry the day (19 febbraio 2025), McKinsey M&A Practice, disponibile su McKinsey.com.

Il grafico sovrastante, che illustra l'andamento globale delle operazioni di M&A nel settore technology, media & telecommunications (TMT) nel periodo 2020–2024, distinguendo per area geografica il valore complessivo delle transazioni, il volume dei deal e la quota di operazioni con coinvolgimento di private equity, è adeguato a comprendere la dinamica delle operazioni di M&A nel settore negli ultimi 4 anni.

Per quanto riguarda il valore totale delle operazioni, espresso in trilioni di dollari, si osserva un picco significativo nel 2021, quando il mercato ha raggiunto circa 1,7 trilioni di dollari, trainato in larga misura dalle Americhe e, in misura minore, dall'Asia-Pacifico. Negli anni successivi si registra un calo, con il minimo nel 2023 (circa 0,5 trilioni di dollari), seguito da una moderata ripresa nel 2024, sostenuta principalmente dalla regione americana.

Il volume complessivo delle operazioni mostra un andamento analogo: il 2021 segna il massimo del periodo, con oltre 3.000 transazioni a livello globale, mentre il biennio successivo evidenzia una contrazione fino a circa 1.300 deal nel 2023. Nel 2024 il numero di operazioni si stabilizza attorno a quota 1.500, con le Americhe costantemente in posizione di leadership per numero di transazioni.

La quota di operazioni attribuibili al private equity evidenzia una crescita progressiva dal 22% del 2020 fino al picco del 34% nel 2023, per poi ridursi leggermente al 29% nel 2024. Questo andamento suggerisce un crescente ruolo degli investitori finanziari nel mercato TMT, nonostante la contrazione osservata nell'ultimo anno del periodo analizzato.

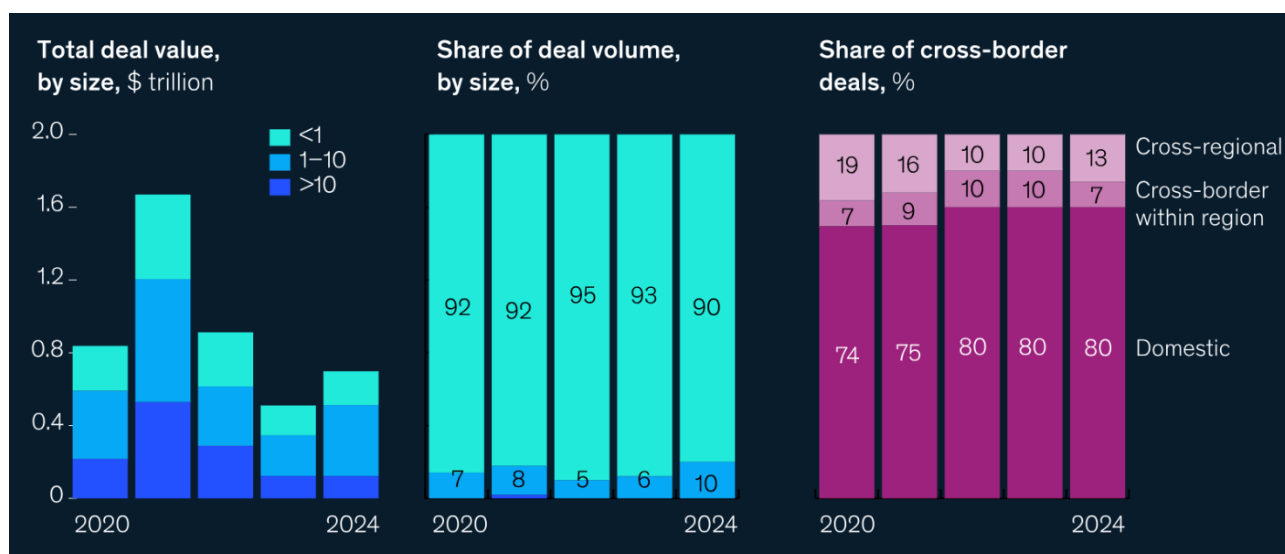


Figura 15 McKinsey & Company, *Technology, media, and telecommunications: Software deals and creative partnerships will carry the day* (19 febbraio 2025), McKinsey M&A Practice, disponibile su McKinsey.com.

Il seguente grafico analizza l'andamento delle operazioni di M&A nel settore technology, media & Telecommunication (TMT) tra il 2020 e il 2024, considerando il valore delle transazioni per fascia dimensionale, la distribuzione percentuale del volume dei deal e la quota di operazioni transfrontaliere.

Per quanto riguarda il valore complessivo delle operazioni, espresso in trilioni di dollari, il picco si registra nel 2021 con un totale superiore a 1,6 trilioni di dollari, caratterizzato da una forte incidenza di operazioni di valore compreso tra 1 e 10 miliardi e da un numero significativo di transazioni superiori a 10 miliardi. Negli anni successivi il valore cala sensibilmente, raggiungendo il minimo nel 2023 (circa 0,45 trilioni di dollari) e risalendo moderatamente nel 2024 (circa 0,65–0,7 trilioni), trainato in prevalenza da operazioni di fascia 1–10 miliardi.

Osservando la ripartizione del volume delle operazioni per dimensione, emerge che la stragrande maggioranza dei deal rientra nella fascia inferiore al miliardo di dollari, con valori percentuali compresi tra il 90% e il 95% nel periodo considerato. Le operazioni di media entità (1–10 miliardi) rappresentano una quota ridotta, oscillante tra il 5% e il 10%, mentre i deal di dimensioni maggiori (>10 miliardi) hanno un peso marginale e solo in alcuni anni raggiungono l'1%.

Infine, la quota di operazioni cross-border mostra un trend di prevalenza netta delle transazioni domestiche, pari al 74–80% del totale a seconda dell'anno. Le operazioni transfrontaliere all'interno della stessa macro-regione (cross-border within region) rappresentano generalmente tra il 7% e il 10% del totale, mentre quelle interregionali (cross-regional) oscillano tra il 10% e il 19%, con un minimo nel 2022 e 2023 e una leggera ripresa nel 2024.

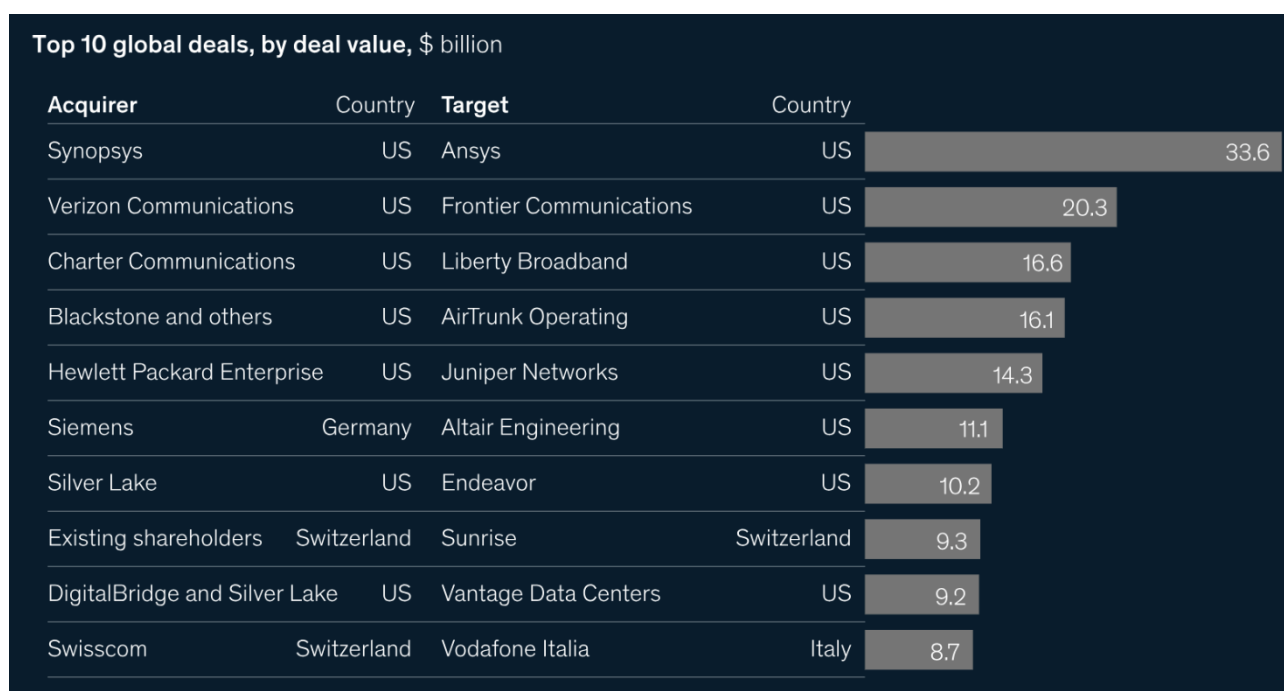


Figura 16 McKinsey & Company, *Technology, media, and telecommunications: Software deals and creative partnerships will carry the day (19 febbraio 2025)*, McKinsey M&A Practice, disponibile su McKinsey.com.

Le operazioni di maggior valore nel 2024 si sono concentrate prevalentemente negli Stati Uniti, che dominano la classifica globale dei principali deal nel settore TMT. Tuttavia, anche l'Italia ha avuto un ruolo di rilievo grazie all'acquisizione di Vodafone Italia da parte di Swisscom, operazione che rappresenta il caso studio oggetto del presente elaborato.

Nel 2024, il mercato italiano delle fusioni e acquisizioni nel settore Technology, Media & Telecommunications (TMT) ha registrato una contrazione del 28%, con 241 operazioni rispetto alle 337 dell'anno precedente. La flessione più marcata si è osservata nel comparto Technology (-32%), che rappresenta oltre il 75% del totale delle operazioni TMT a livello nazionale.

Nel segmento delle telecomunicazioni, l'operazione di maggior rilievo è stata l'acquisizione di Vodafone Italia da parte di Swisscom per un valore di 8 miliardi di euro, che ha consentito a Fastweb di consolidare ulteriormente la propria leadership di mercato. Guardando al 2025, le operazioni di M&A si confermano una leva strategica fondamentale per gli operatori, in particolare nel segmento B2B, al fine di rafforzare competenze chiave in ambiti quali cloud, cybersecurity e Internet of Things (IoT). Tra le operazioni di rilievo già avviate nel 2025, spicca l'accettazione da parte di TIM dell'offerta congiunta del Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF) e di Retelit (controllata dal fondo Asterion) per l'acquisizione di TIM Sparkle, operatore wholesale internazionale. L'operazione segue di meno di un anno la cessione della rete fissa a un consorzio di investitori guidato da KKR. Il nuovo

riassetto societario pone TIM al centro dell'interesse di investitori finanziari e di altri operatori del settore.

Nel comparto Technology, tra le operazioni più significative del 2024 figurano l'acquisizione di DGS Group da parte di Intermediate Capital Group (ICG) e quella di Iteris Inc da parte di Almaviva. Bending Spoons si è distinta per una strategia di acquisizioni mirate e di alto profilo. Secondo PwC ⁶⁰, il 2025 sarà caratterizzato da una ripresa delle operazioni M&A, con un focus crescente su intelligenza artificiale, sicurezza informatica e servizi cloud.

Nel settore Media & Entertainment, l'acquisizione di una quota di minoranza qualificata in Rainbow da parte di The Equity Club rappresenta una delle principali operazioni del 2024. Gli operatori del settore dovranno sempre più rivedere e ottimizzare il proprio portafoglio di offerta, facendo leva sulla tecnologia e sull'analisi dei dati per attrarre, fidelizzare e monetizzare la propria base clienti sulle piattaforme digitali.

Alla luce di tali considerazioni, il capitolo successivo sarà interamente dedicato all'analisi dell'acquisizione di Vodafone Italia da parte di Swisscom, realizzata attraverso la controllata Fastweb. Si tratta di un caso emblematico, dal valore di circa 8 miliardi di euro, che verrà esaminato sotto il profilo delle motivazioni strategiche, delle modalità di esecuzione e delle implicazioni economico-finanziarie, con un focus finale sulla redazione di un business plan a supporto dell'operazione.

Capitolo 4 “Operazione Swisscom- Vodafone: Un’analisi Preliminare”

4.1 Overview

⁶⁰ https://www.pwc.com/gx/en/services/deals/trends/2025/telecommunications-media-technology.html?utm_source

Il caso studio scelto per fornire un'evidenza empirica in relazione all'oggetto di questo elaborato è rappresentato dall'acquisizione di Vodafone Italia da parte della società svizzera Swisscom. Si tratta di un'operazione recente, che offre la disponibilità di un'ampia base di dati pubblici utili sia alla redazione di un Business Plan, sia alla valutazione della società acquisita, nonché all'analisi delle potenziali sinergie operative e finanziarie derivanti dall'integrazione, considerando la comune appartenenza delle due società al medesimo settore.

Dopo aver analizzato nel capitolo precedente il settore TMT (Technology, Media & Telecommunications), macrosettore di riferimento delle due imprese, in questo capitolo si procederà con una breve presentazione dei principali players, la descrizione del deal, approfondendo il contesto di mercato, le motivazioni strategiche sottostanti e la presentazione del bidder e del target, accompagnata da un'analisi economico-finanziaria storica della società acquisita.

Infine, il quinto capitolo, conclusivo dell'elaborato, sarà dedicato alla costruzione di un Business Plan, attraverso il quale verranno applicati i due metodi di valutazione illustrati nel secondo capitolo, con l'obiettivo di stimare l'Enterprise Value di Vodafone Italia e di valutare l'aspettativa di creazione di valore per Swisscom, derivante anche dall'analisi delle sinergie attese.

4.2 Inquadramento dell'operazione

Per comprendere appieno i razionali strategici che hanno guidato l'acquisizione di Vodafone Italia, risulta essenziale analizzare preliminarmente l'andamento del mercato delle telecomunicazioni in Italia nel periodo antecedente all'operazione, con particolare attenzione alla struttura competitiva e ai principali player attivi.

Il mercato delle telecomunicazioni in Italia negli ultimi anni si è contraddistinto per un'elevata competizione e per un continuo processo di innovazione tecnologica. Secondo una ricerca dell'Istituto per la Competitività (I-Com), gli operatori attivi nella fornitura di servizi di telefonia fissa e mobile a livello nazionale ammontano a 54. Una parte rilevante di questi non proviene dal settore delle telecomunicazioni in senso stretto, ma vi è entrata grazie al processo di liberalizzazione che ha favorito l'ingresso di nuovi attori. In particolare, diverse multiutilities hanno deciso di ampliare il proprio portafoglio sfruttando la base clienti fidelizzata in altri comparti, soprattutto quello energetico, per estendere la propria attività anche alle telecomunicazioni.

Per comprendere appieno lo stato del settore, è utile osservare l'evoluzione sia dal lato dell'offerta sia da quello della domanda. Sul versante delle reti fisse, i dati pubblicati dall'Osservatorio Trimestrale sulle Telecomunicazioni di AGCOM (n. 4/2024) evidenziano come il numero di accessi diretti alla rete in Italia abbia seguito un andamento altalenante negli ultimi anni. Dopo la crescita registrata nella fase post-pandemica, nel corso del 2023 le linee attive hanno subito una contrazione, scendendo fino a 20,18 milioni a settembre, per poi tornare a crescere lievemente e raggiungere quota 20,25 milioni a settembre 2024 ⁶¹.

Al di là della stabilità del numero complessivo di accessi, è interessante analizzare il progresso dal punto di vista tecnologico. Tra settembre 2020 e settembre 2024 si è assistito a una significativa riduzione delle connessioni in rame (-23,6%), che rappresentano ormai soltanto il 15,1% del totale. Parallelamente, si è registrata una forte crescita delle connessioni FTTH (Fiber to the Home) una tecnologia di connessione a banda ultra larga in cui la fibra ottica arriva direttamente fino all'abitazione o all'ufficio dell'utente, senza interruzioni o tratti finali in rame, passate dall'8,4% al 23,7%; la crescita si è osservata anche per quanto riguarda le connessioni FWA (Fixed Wireless Access), una tecnologia di connessione a banda larga che permette di portare Internet nelle case o nelle aziende senza usare i cavi tradizionali (rame o fibra), ma tramite collegamenti wireless, aumentate dal 7,7% all'11,4%. Inoltre, nello stesso periodo, la quota delle connessioni FTTC (Fiber to the Cabinet) è diminuita del 4,9%, segnalando un lento ma progressivo spostamento degli utenti verso le soluzioni completamente in fibra ottica.

⁶¹ D. Salerno, Telecomunicazioni, ora il mercato va verso un consolidamento, I-Com – Istituto per la Competitività, 6 giugno 2025

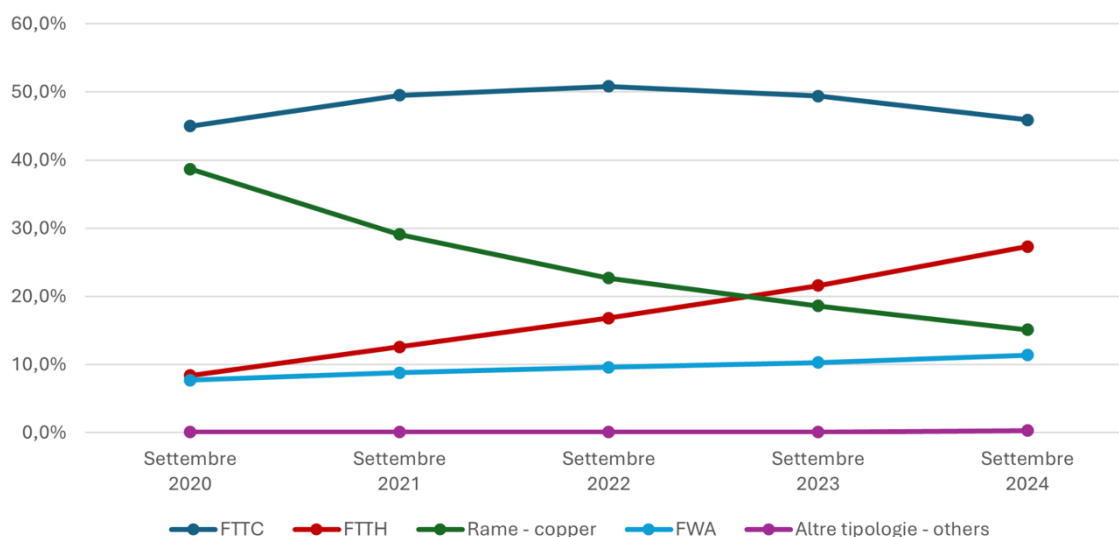


Figura 17: Mix Tecnologico degli accessi alla rete fissa in Italia. Fonte: AgCom- Osservatorio sulle comunicazioni n. 4/2024

Sul versante dell'offerta, i dati Agcom sulla percentuale di accessi sulla rete fissa per operatore mostrano una prevalenza marcata di TIM, che mantiene una quota di mercato pari al 38%, attestandosi come il maggior player per quanto riguarda la rete fissa. Il 33% delle quote di mercato sono detenute invece dalle aziende che si posizionano direttamente alle spalle dell'ex azienda di Stato, in particolare Vodafone (15,5%), WindTre (14,4%) e Fastweb (13,1%).

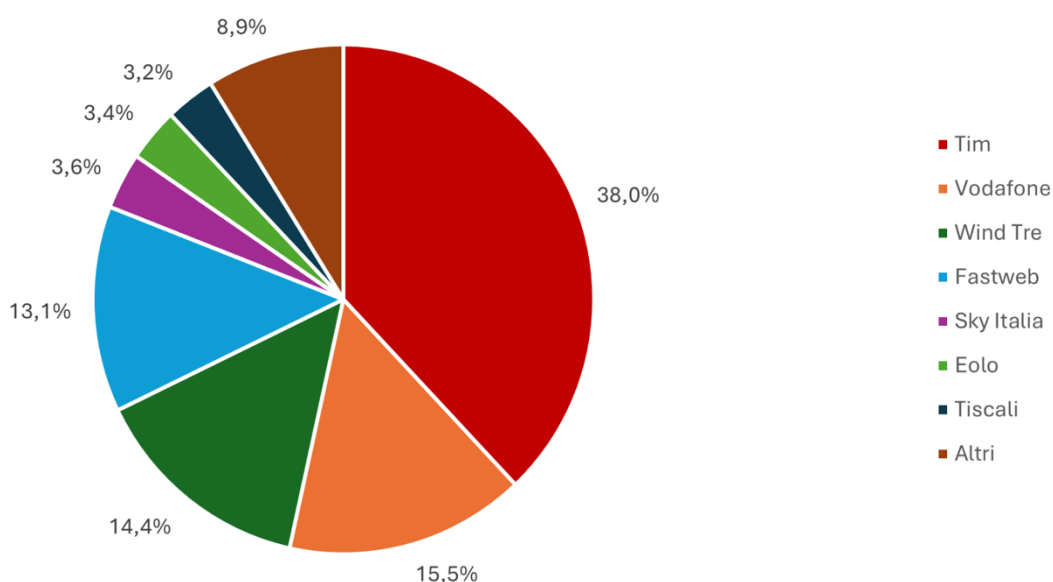


Figura 18: Quote di mercato linee fisse. Fonte: AgCom- Osservatorio sulle comunicazioni n 4/2024

Se lo scenario complessivo del mercato offre una visione di forte concentrazione, l'analisi disaggregata per tecnologia evidenzia dinamiche differenti.

Per quanto riguarda le connessioni FTTH (Fiber to the Home), il mercato appare più frammentato e competitivo. Pur mantenendo la quota più elevata, TIM non registra una posizione di predominio assoluto, poiché le imprese che la seguono si collocano in un intervallo molto ristretto, compreso tra il 15,4% e il 17,2%. È particolarmente significativo osservare come siano ben sei gli operatori di rete fissa a detenere almeno il 5% degli accessi FTTH, segnale di una distribuzione più equilibrata tra i player.

Diverso è il quadro relativo alle reti FTTC (Fiber to the Cabinet), dove la leadership di TIM torna a essere marcata: l'azienda possiede infatti una quota pari al 40,2%, ossia oltre il doppio rispetto al secondo operatore in graduatoria. Anche in questo segmento, tuttavia, le altre tre società principali si collocano su livelli molto vicini tra loro, riflettendo un equilibrio competitivo nella fascia intermedia. La situazione cambia nuovamente se si considera il comparto FWA (Fixed Wireless Access). In questo caso, la leadership spetta a Eolo, con una quota del 28,9%, seguita da TIM (19,3%), Tiscali (15,4%) e Vodafone (11,8%). Qui il mercato mostra dunque una maggiore apertura alla competizione, con operatori diversi rispetto a quelli tradizionalmente dominanti nei segmenti FTTH e FTTC ⁶².

Sul versante mobile, il mercato si presenta decisamente più equilibrato rispetto a quello delle reti fisse. Sono infatti tre gli operatori che detengono una quota superiore al 20%, delineando uno scenario competitivo più bilanciato: TIM con il 27,1%, Vodafone con il 26,4% e WindTre con il 23,7%. Subito dopo si colloca Iliad, che in pochi anni dalla sua entrata sul mercato è riuscita a raggiungere una quota del 10,5%, consolidandosi come quarto player di riferimento.

Un aspetto degno di nota riguarda la presenza di operatori provenienti da settori diversi dalle telecomunicazioni: PosteMobile, con il 4%, e CoopVoce, con il 2%, che occupano rispettivamente la quinta e la sesta posizione. La loro crescita testimonia come il processo di liberalizzazione e l'affermarsi dei modelli MVNO (Mobile Virtual Network Operator) abbiano reso possibile l'ingresso di nuovi attori non tradizionali, capaci di ritagliarsi spazi significativi in un mercato fortemente competitivo.

⁶² D. Salerno, Telecomunicazioni, ora il mercato va verso un consolidamento, I-Com – Istituto per la Competitività, 6 giugno 2025

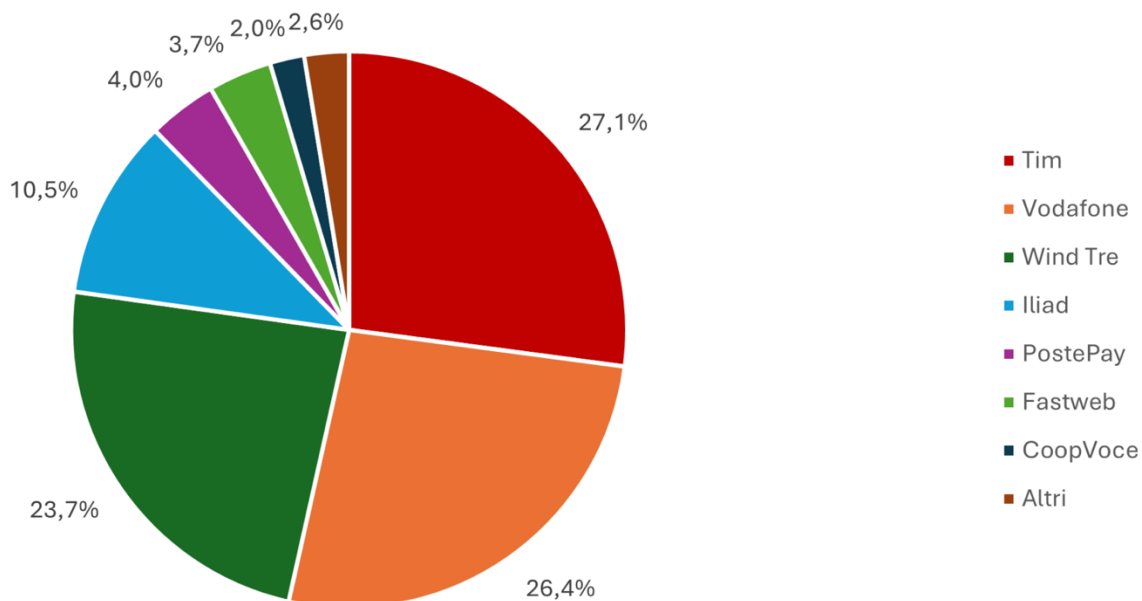


Figura 19 : Quote di mercato linee mobili. Fonte: AgCom- Osservatorio sulle comunicazioni n 4/2024

Il livello di competizione si alza ulteriormente se consideriamo le sole linee human, quelle utilizzate da persone fisiche. In questo caso, vediamo come la forbice tra le quattro aziende che guidano il mercato scende al di sotto del 10%, mentre i soggetti che presentano una quota di mercato superiore al 5% sono ben 6.

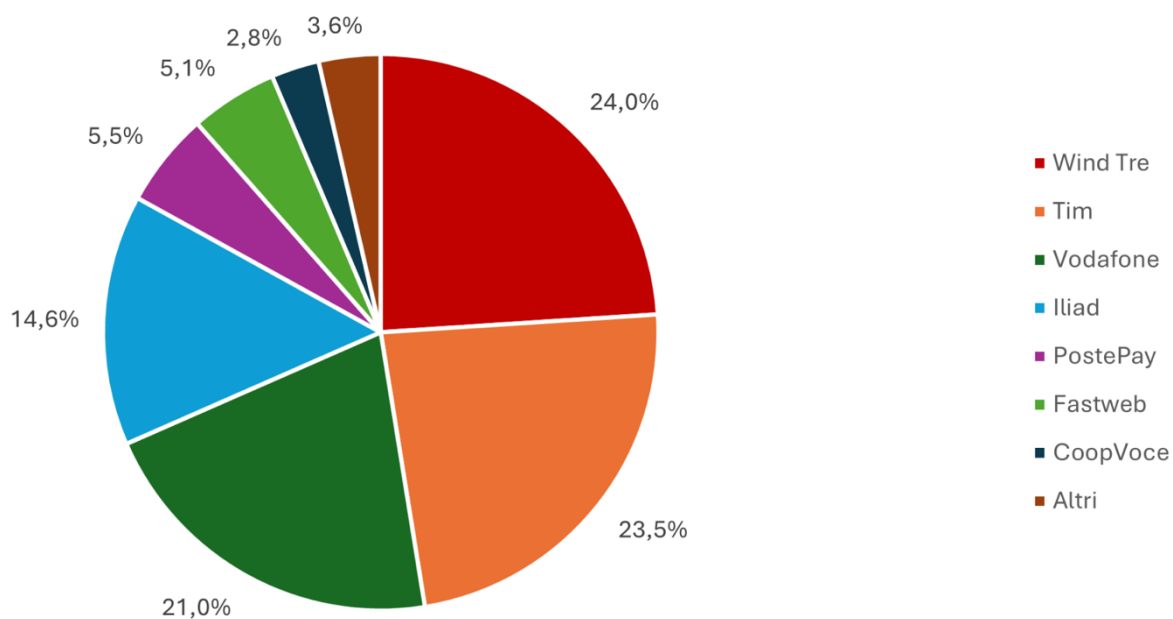


Figura 20 Quote di mercato linee mobili Human. Fonte: AgCom- Osservatorio sulle comunicazioni n 4/2024

Dall'analisi dei grafici emerge chiaramente come, prima dell'acquisizione di Vodafone e della successiva fusione con Fastweb, il mercato delle telecomunicazioni italiano presentasse un elevato grado di concentrazione, caratterizzato dalla presenza di quattro principali operatori che detenevano, sia nel comparto fisso sia in quello mobile, la quota predominante del mercato. Per comprendere appieno il significato strategico di un'operazione dal valore di 8 miliardi di euro, è tuttavia necessario inquadrare il contesto più ampio delle fusioni e acquisizioni che, negli ultimi anni, hanno interessato il settore. L'acquisizione di Vodafone e la successiva integrazione con Fastweb, con la creazione di un player dominante nelle comunicazioni fisse e mobili, non rappresentano infatti un evento isolato, ma si inseriscono in una dinamica consolidata di concentrazione del mercato Telco italiano. Il prossimo paragrafo sarà quindi dedicato alla presentazione dei principali attori del settore, con un'analisi delle operazioni più rilevanti avvenute in tempi recenti.

4.2.1 Le dinamiche delle M&A nel settore telco italiano ed i principali Player

Il paragrafo precedente ha illustrato le quote di mercato detenute, sia nella linea fissa sia nella linea mobile, dai principali operatori del settore Telco italiano, prima dell'esecuzione del Deal oggetto dell'elaborato. Il mercato della linea fissa appare particolarmente concentrato, con TIM, Vodafone, WindTre e Fastweb che complessivamente detengono l'80% del mercato. Situazione simile si registra nel comparto mobile, dove TIM, Vodafone, WindTre e Iliad raggiungono insieme l'87,7% delle quote.

Il settore delle telecomunicazioni italiano non è estraneo a operazioni di fusione o acquisizione volte alla creazione di player dominanti. Emblematico, in questo senso, è il caso di WindTre. Nell'agosto del 2015 CK Hutchison Holdings Limited, una delle più grandi multinazionali conglomerate di Hong Kong, attiva a livello globale e presente anche nel settore delle telecomunicazioni italiano tramite "3 Italia", e Vimpelcom, una delle più grandi società di telecomunicazioni al mondo, fondata in Russia e operante in Italia tramite Wind, annunciarono la creazione di una joint venture paritetica per unire le rispettive attività mobili in Italia. L'operazione aveva un valore indicativo di 21,8 miliardi di euro e sinergie stimate superiori ai 5 miliardi.

La Commissione europea, tuttavia, manifestò forti perplessità: l'operazione avrebbe eliminato la concorrenza tra due player rilevanti (Wind e 3 Italia) e dato vita al più grande operatore di rete mobile nel mercato italiano della telefonia mobile al dettaglio. Nel 2015, infatti, secondo i dati AGCOM, Wind e 3 Italia detenevano rispettivamente il 22% e il 13% della quota di mercato mobile. H3G era stato l'ultimo operatore di rete mobile ad entrare nel mercato italiano e rappresentava un importante motore della concorrenza, mentre Wind aveva anch'essa svolto un ruolo competitivo significativo.

L'operazione avrebbe lasciato soltanto due operatori di rete mobile, TIM e Vodafone, a confrontarsi con la joint venture.

Secondo l'analisi della Commissione, l'operazione avrebbe probabilmente comportato un peggioramento della qualità dei servizi per i consumatori, oltre che un aumento dei prezzi al dettaglio della telefonia mobile per tutti gli operatori rispetto a uno scenario senza fusione. Inoltre, la concentrazione non solo avrebbe ridotto il numero di concorrenti, determinando la scomparsa di H3G come motore competitivo, ma avrebbe anche creato un mercato con tre operatori dalle quote di mercato simili. Ciò avrebbe reso più facile e probabile una coordinazione stabile dei comportamenti competitivi tra la joint venture, TIM e Vodafone, con conseguente ulteriore incremento dei prezzi al dettaglio per i consumatori italiani.

Un'ulteriore criticità riguardava gli operatori virtuali (MVNO). Questi offrono servizi mobili appoggiandosi all'accesso alle reti fisiche degli operatori infrastrutturati: a seguito della fusione, il numero di reti disponibili per ospitarli si sarebbe ridotto, ridimensionando la loro posizione negoziale e rendendo più difficile ottenere condizioni di accesso all'ingrosso favorevoli.

Per affrontare pienamente queste preoccupazioni, le parti proposero una serie di rimedi consistenti nella cessione di un pacchetto di asset sufficiente a consentire l'ingresso nel mercato di un nuovo operatore infrastrutturato, capace di sostituire la concorrenza persa e garantire che i consumatori italiani non venissero penalizzati dall'operazione. Fu individuato come acquirente l'operatore francese Iliad, già quarto entrante di successo nel mercato mobile francese, dotato delle competenze e dell'esperienza necessarie per investire e innovare sul mercato italiano.

Più nello specifico, i rimedi prevedevano:

- la cessione al nuovo operatore di una parte dello spettro radio della joint venture, in diverse bande di frequenza (900 MHz, 1800 MHz, 2100 MHz e 2600 MHz);
- il trasferimento o la condivisione (colocation) di diverse migliaia di siti di stazioni radio base;
- un accordo transitorio per l'accesso alle tecnologie 2G, 3G, 4G e future, che consentisse al nuovo operatore di utilizzare la rete della joint venture per offrire servizi mobili a livello nazionale, fino al completamento della propria rete.

Il trasferimento dei blocchi di spettro e dei siti di stazioni radio base permise così al nuovo operatore di sviluppare la propria infrastruttura in Italia, operando come quarto player mobile, offrendo servizi al dettaglio ai consumatori e servizi di accesso all'ingrosso agli operatori virtuali.

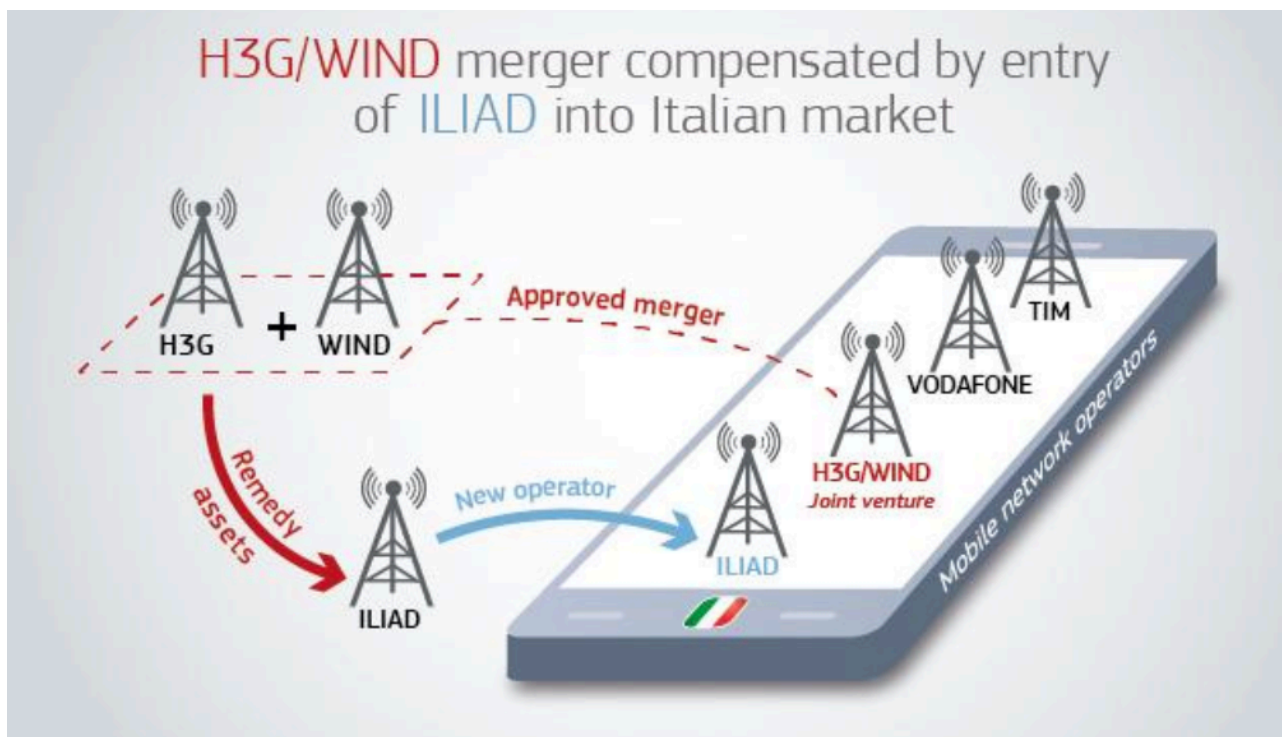


Figura 21: Fusione Condizionata Wind Tre. Fontw: Sito web Commissione europea

Il 1° settembre 2016 per tanto la Commissione Europea approvò la fusione condizionata, il 25 settembre successivo il Ministero dello sviluppo economico diede il via libera all'operazione al quale seguì, il 7 novembre, il completamento della transizione per la joint venture, quindi Wind Telecomunicazioni e H3G passarono sotto il controllo della stessa holding; il 31 dicembre nacque ufficialmente Wind Tre S.p.A. Successivamente nel settembre 2018 la commissione europea autorizzò il passaggio del restante 50% a CK Hutchison, che diventò azionista al 100% di Wind Tre. Il 1° agosto 2024, WindTre ha acquisito Opnet, tale azione ha permesso a WindTre di potenziare la propria offerta di servizi 5G e FWA.

È opportuno ora presentare il principale player nel settore delle telecomunicazioni italiano, TIM. TIM rappresenta uno degli attori storici e più rilevanti del settore delle telecomunicazioni in Italia. La società nasce nel 1995 dalla fusione di SIP con altre realtà del comparto (Iritel, Italcable, Telespazio e SIRM), assumendo così il ruolo di principale operatore nazionale di telefonia fissa. Negli anni successivi, TIM ha progressivamente ampliato la propria offerta nel mobile e nei servizi digitali, fino a diventare il primo operatore integrato di telecomunicazioni in Italia.

Per lungo tempo TIM ha operato sia nella telefonia fissa sia nella telefonia mobile, mantenendo una posizione dominante nel mercato interno. A partire dagli anni Duemila, ha perseguito strategie di espansione internazionale, acquisendo partecipazioni in Europa e in America Latina; tuttavia, tali attività sono state progressivamente dismesse per concentrare il business sul mercato domestico e sulla controllata brasiliana TIM Brasil, tuttora un asset strategico per il gruppo.

Negli ultimi anni TIM è stata protagonista di operazioni societarie e infrastrutturali di grande rilievo, che hanno inciso profondamente sulla sua struttura industriale. In particolare, nel 2016 ha costituito Flash Fiber, joint venture con Fastweb finalizzata allo sviluppo della rete FTTH in diverse città italiane. Successivamente, tale iniziativa è confluita in FiberCop (2020–2021), società dedicata alla rete secondaria (dal cabinet alle abitazioni), partecipata da TIM, KKR e Fastweb.

Nel 2023–2024 è avvenuto il passo decisivo: TIM ha ceduto la propria rete fissa (NetCo, comprensiva di FiberCop e della rete primaria) al fondo statunitense KKR. L'operazione, dal valore complessivo di circa 18,8 miliardi di euro, è stata approvata dalla Commissione europea nel maggio 2024 e si è conclusa il 1° luglio 2024. Grazie a questa cessione, TIM ha ridotto significativamente il proprio debito e si è trasformata in un operatore di telecomunicazioni “asset light”, focalizzato sui servizi ai clienti e non più proprietario della rete infrastrutturale.

Parallelamente, è in corso la cessione di Sparkle, la controllata che gestisce i cavi sottomarini internazionali, a un consorzio guidato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF) e da Retelit. L'accordo, siglato nel 2025, prevede il completamento dell'operazione entro il 2026, confermando il processo di razionalizzazione e concentrazione del gruppo sulle attività core.

Sul piano della governance, il 2025 ha segnato un cambiamento significativo nella compagine azionaria. Storicamente controllata da Vivendi, TIM ha visto la progressiva uscita del gruppo francese a favore di Poste Italiane, che è divenuta il primo azionista con una quota pari a circa il 24,8% del capitale. La presenza di Poste, insieme al ruolo del MEF nelle operazioni infrastrutturali, testimonia una crescente influenza dello Stato italiano nel futuro strategico dell'operatore.

In sintesi, TIM si presenta oggi come un player ancora centrale nel panorama Telco italiano, con un fatturato preliminare del 2024 di 14,4 miliardi di euro e un tasso di crescita dei ricavi previsto nel triennio dal nuovo piano strategico 2024-2026 pari a 3%.

Altro player importante nel mercato italiano della telefonia mobile è Iliad. Iliad S.A. è un gruppo francese delle telecomunicazioni fondato nel 1999 da Xavier Niel, presente con i marchi Free (in Francia), Play (in Polonia) e Iliad (in Italia). Come detto precedentemente entra in Italia nel 2018 come quarto operatore mobile con rete propria, grazie ai rimedi antitrust imposti dalla Commissione europea in occasione della fusione Wind–3.

A soli due mesi dal lancio, Iliad aveva già superato i 2 milioni di utenti. Ciò che contraddistingue questa società dai competitors è una strategia di prezzo aggressiva, con offerte semplici, trasparenti, senza costi nascosti né vincoli di permanenza, caratteristica che l'ha resa il quarto player nel mercato della telefonia mobile con una quota di mercato pari al 10,5%. Nel 2024 Iliad Italia ha presentato un fatturato di 1,14 miliardi, in crescita dell'8% rispetto al 2023.

Avendo presentato i principali attori del settore Telco Italia, nel paragrafo successivo si presenterà il deal oggetto del presente elaborato, con una successiva analisi dei protagonisti dell'operazione, Fastweb e Vodafone Italia.

4.2.2 L'acquisizione di Vodafone ed i razionali Strategici sottostanti

Il 15 marzo 2024 Swisscom ha stipulato accordi vincolanti con il Gruppo Vodafone Plc, a conclusione di trattative avviate nel mese di febbraio, per l'acquisizione del 100% di Vodafone Italia per un corrispettivo di 8 miliardi di euro su base cash e debt free (ossia un calcolo del prezzo effettuato escludendo liquidità e debito), con l'obiettivo di integrarla con Fastweb, controllata di Swisscom in Italia. Il prezzo della transazione è stato interamente corrisposto in contanti e totalmente finanziato tramite debito.

Si è trattato dell'operazione di acquisizione più rilevante a livello mondiale nel settore delle telecomunicazioni, motivata da precise logiche strategiche. Dai grafici presentati nei paragrafi precedenti emerge infatti che, nel 2024, Vodafone deteneva il 15,1% della quota di mercato nella rete fissa, contro il 13,1% di Fastweb, mentre nel comparto mobile Vodafone possedeva il 26,4% e Fastweb solo il 3,7%. Risulta quindi evidente come il razionale dell'operazione sia stato quello di creare un operatore leader nel segmento mobile e capace di competere ad armi pari, nel comparto fisso, con il leader di mercato TIM.

Nel comunicato stampa tramite cui ha annunciato l'operazione Swisscom ha dichiarato che la combinazione delle infrastrutture mobili e fisse complementari di alta qualità, unitamente alle competenze e agli asset di Fastweb e Vodafone Italia, avrebbe dato vita a un operatore convergente leader nel mercato italiano. Le economie di scala, la maggiore efficienza della struttura dei costi e le significative sinergie operative, stimate in circa 600 milioni di euro annui a regime, avrebbero consentito alla nuova entità di generare elevato valore per tutti gli stakeholder, di sostenere gli investimenti e di offrire servizi convergenti innovativi a prezzi competitivi, migliorando al contempo le prestazioni e l'esperienza dei clienti in tutti i segmenti di mercato.

La transazione ha rappresentato un passaggio fondamentale per Swisscom nel perseguimento del proprio obiettivo strategico di crescita redditizia in Italia. L'azienda ha dichiarato l'intenzione di incrementare il dividendo e di mantenere l'elevato rating di credito aziendale.

Con questa operazione Swisscom ha rafforzato in modo significativo la propria presenza nel mercato italiano, dove ha operato con successo sin dal 2007 attraverso Fastweb. Negli ultimi dieci anni Fastweb ha registrato una crescita superiore al 50% in termini di clienti, ricavi ed EBITDA rettificato, consolidandosi come uno dei principali operatori nel quarto mercato europeo della banda larga. Vodafone Italia, a sua volta, ha rappresentato un operatore di rete mobile di qualità, con una vasta base

clienti. L'integrazione dei punti di forza di Fastweb nella connettività fissa con la leadership di Vodafone Italia nei servizi mobili avrebbe permesso alla nuova compagnia di generare benefici rilevanti per i consumatori, per le imprese e per il Paese nel suo complesso.

Swisscom ha infatti dichiarato che per quanto riguarda la rete mobile, i clienti avrebbero beneficiato di una migliore connettività e di una qualità del servizio più elevata, grazie a una rete proprietaria completamente gestita end-to-end. Anche i clienti della banda larga avrebbero potuto usufruire di un servizio più performante, in virtù della combinazione tra la rete proprietaria di Fastweb e il Fixed Wireless Access (FWA) 5G di Vodafone. I clienti privati in Italia avrebbero quindi avuto accesso a una combinazione di soluzioni ad alte prestazioni basate su fibra e telefonia mobile. Di conseguenza, la base clienti della nuova compagnia avrebbe beneficiato di servizi convergenti, di performance superiori e di un'esperienza migliorata a prezzi competitivi.

Per quanto concerne i benefici per la pubblica amministrazione e per le aziende, l'accesso ad asset e competenze complementari, quali l'infrastruttura cloud all'avanguardia, le soluzioni avanzate di cybersecurity e di intelligenza artificiale sviluppate da Fastweb, insieme agli asset mobili di Vodafone Italia, avrebbe messo a disposizione dei clienti business un portafoglio più ampio di servizi di connettività e ICT di alta qualità attraverso un unico punto di accesso. Portando ad un'accelerazione della digitalizzazione delle imprese e della pubblica amministrazione in Italia.

Swisscom ha dichiarato inoltre che l'operazione avrebbe portato benefici anche al Paese e alla concorrenza in generale, la nuova compagnia, infatti, sarebbe risultata commercialmente più resiliente, potendo così garantire livelli sostenuti di investimento a lungo termine nelle migliori infrastrutture di rete fissa e mobile, nonché in innovazione, contribuendo a ridurre il divario digitale e ad accelerare la trasformazione digitale dell'Italia. Dalla transazione sarebbe emerso un operatore competitivo, dotato di asset convergenti e delle economie di scala necessarie per competere in modo efficace nel mercato e per incrementare il livello di concorrenza nel Paese. Inoltre, la nuova compagnia avrebbe continuato a mettere a disposizione di terzi le proprie infrastrutture di alta qualità, sia fisse sia mobili, per i servizi di accesso all'ingrosso.

Per quanto invece riguarda il valore creato per gli azionisti il valore d'impresa di 8 miliardi di euro attribuito a Vodafone Italia ha implicato multipli di transazione pari a 5,4x l'EBITDA registrato nel bilancio al 31 marzo 2024, calcolato sulla base delle sinergie a regime, stimate in circa 600 milioni di euro annui. Prima di considerare tali sinergie, i multipli sarebbero stati significativamente più elevati, pari a 8,5x l'EBITDA. Ciò evidenzia come l'integrazione tra le due società abbia reso il prezzo di acquisizione più vantaggioso, grazie al potenziale di efficienza e ottimizzazione dei costi generato dall'operazione.

L'acquisizione, secondo le previsioni della società bidder, avrebbe quindi creato un valore sostanziale per gli azionisti. Dal punto di vista finanziario, secondo le previsioni di Swisscom, l'impatto sul free cash flow (FCF) sarebbe risultato neutro nel primo anno, per poi diventare positivo e accrescitivo a partire dal secondo anno successivo al perfezionamento della transazione, al netto dei costi di integrazione. Nei periodi successivi, l'operazione avrebbe contribuito in maniera significativa alla crescita del FCF, confermando la solidità del rationale economico-finanziario dell'operazione.

Tali benefici sono stati pienamente supportati da sinergie tangibili e concretamente realizzabili, sia in termini di riduzione dei costi sia di razionalizzazione degli investimenti. Il rischio di esecuzione è apparso limitato, in quanto una parte rilevante delle sinergie è stata determinata dal trasferimento del traffico di rete sull'infrastruttura proprietaria della nuova compagnia, con conseguente eliminazione di costi precedentemente sostenuti per l'utilizzo di reti terze.

L'operazione è stata interamente finanziata attraverso il ricorso al debito, con conseguente incremento della leva finanziaria di Swisscom, che secondo le previsioni si sarebbe attestata a 2,6x (rapporto indebitamento netto/EBITDA) alla fine del 2025, pur in presenza di una struttura patrimoniale rimasta solida.

La società, secondo le previsioni avrebbe mantenuto un rating creditizio di livello «A», tra i più elevati nel panorama europeo delle telecomunicazioni, sostenuto da un percorso definito di riduzione della leva. In coerenza con la chiusura dell'operazione all'inizio del 2025, Swisscom ha annunciato l'intenzione di aumentare il dividendo annuale a 26 franchi per azione, corrisposto nel 2026 sull'esercizio 2025, esprimendo inoltre l'intenzione di una crescita ulteriore della remunerazione agli azionisti, sostenuta dal progressivo conseguimento delle sinergie e dall'evoluzione dei flussi di cassa disponibili.

Un'operazione di tale rilevanza ha inevitabilmente richiesto il coinvolgimento di un ampio numero di consulenti finanziari, istituti di credito e studi legali di primo piano. In particolare, Evercore Partners International LLP ha ricoperto il ruolo di principale advisor finanziario di Swisscom, affiancata da Deutsche Bank SA e J.P. Morgan Securities plc, quest'ultima incaricata anche di redigere una Fairness Opinion a supporto dell'operazione. Il finanziamento a debito è stato sottoscritto principalmente da Deutsche Bank SA, ING Wholesale Banking – Svizzera e UniCredit.

Sul fronte legale, Swisscom si è avvalsa dell'assistenza di Legance – Avvocati Associati come consulente principale, mentre White & Case LLP ha seguito gli aspetti regolamentari, Travers Smith LLP le questioni di diritto britannico e Sullivan & Cromwell LLP le tematiche legate al finanziamento. McDermott, Will & Emery – Studio Legale Associato ha fornito la consulenza fiscale. Infine, per la revisione finanziaria e contabile, Swisscom si è affidata a PwC Svizzera e PwC Italia.

L'operazione di acquisizione di Vodafone Italia da parte di Swisscom, annunciata il 15 marzo 2024 per un controvalore di 8 miliardi di euro, ha richiesto la predisposizione di un articolato piano di finanziamento. Sebbene il closing fosse originariamente previsto per il primo trimestre del 2025 (in realtà è poi avvenuto il 31 dicembre 2024), Swisscom ha deciso di anticipare significativamente le attività di raccolta di capitale, completando l'operazione di funding già nel corso del 2024 e a condizioni particolarmente favorevoli.

Il piano di finanziamento si è articolato su più strumenti. In primo luogo, nella settimana del 6 maggio 2024, Swisscom ha collocato obbligazioni domestiche sul mercato svizzero per un ammontare complessivo pari a 1,145 miliardi di franchi svizzeri. Tale emissione ha rappresentato il primo tassello del programma volto a garantire la copertura integrale del prezzo di acquisto.

Successivamente, attraverso la propria controllata olandese Swisscom Finance B.V., la società ha realizzato una significativa emissione di euro-obbligazioni multitranche per un totale di 4 miliardi di euro. L'operazione si è sviluppata all'interno del Euro Medium Term Note Programme da 10 miliardi di euro, garantito da Swisscom SA, e ha previsto cinque tranche distinte, differenziate per scadenza e tasso cedolare:

- 500 milioni di euro, durata 2 anni, cedola 3,50%;
- 500 milioni di euro, durata 4,25 anni, cedola 3,50%;
- 1,25 miliardi di euro, durata 7,5 anni, cedola 3,50%;
- 1 miliardo di euro, durata 12,5 anni, cedola 3,625%;
- 750 milioni di euro, durata 20 anni, cedola 3,875%.

La risposta del mercato è stata particolarmente positiva: le richieste complessive hanno superato di quasi tre volte l'ammontare offerto, a conferma della solidità percepita dell'emittente e della fiducia degli investitori nella riuscita dell'operazione. Le notes sono state ammesse a quotazione sul listino ufficiale e alla negoziazione sul mercato regolamentato della Borsa del Lussemburgo, uno dei principali hub europei per il collocamento di strumenti obbligazionari internazionali.

Accanto a tali emissioni, Swisscom ha inoltre perfezionato un term loan bancario suddiviso in due tranche, per un ammontare complessivo pari a 3 miliardi di euro, destinato a coprire la parte residua del prezzo di acquisto. In questo modo, l'intero fabbisogno finanziario connesso all'acquisizione è stato assicurato attraverso un mix equilibrato di obbligazioni domestiche, euro-obbligazioni e prestiti bancari a termine.

La complessità del collocamento ha reso necessario il coinvolgimento di un ampio consorzio bancario. Deutsche Bank, ING e UniCredit hanno operato in qualità di Global Coordinators, mentre BBVA, BofA Securities e Société Générale hanno ricoperto il ruolo di Active Bookrunners. Il consorzio è

stato ulteriormente rafforzato dalla partecipazione di BNP Paribas, IMI Intesa Sanpaolo, LBBW, Mediobanca e UBS in qualità di Passive Bookrunners.

A seguito dell'ottenimento di tutte le autorizzazioni regolamentari necessarie, Swisscom ha perfezionato l'acquisizione di Vodafone Italia, in data 31 dicembre 2024, dando vita a Fastweb + Vodafone. A seguito della conclusione anticipata rispetto al calendario inizialmente previsto, il gruppo ha proceduto ad adeguare le proprie prospettive di EBITDA per l'esercizio 2024.

In occasione del closing, Walter Renna, CEO di Fastweb + Vodafone, ha sottolineato come la fusione apra una nuova fase per le telecomunicazioni italiane, creando un'organizzazione più solida e innovativa, capace di accompagnare il Paese nel percorso verso una digitalizzazione sostenibile. A sua volta, Christoph Aeschlimann, CEO di Swisscom, ha rimarcato come l'operazione contribuisca a rafforzare il Gruppo nel suo complesso, generando valore di lungo periodo attraverso l'aumento dei flussi di cassa e la crescita dei dividendi.



Figura 22 fonte: <https://www.swisscom.ch/it/about/news/2025/01/02-vodafone-italia.html>

Una volta delineato il contesto in cui si è sviluppata l'operazione e illustrate le relative modalità di esecuzione, risulta opportuno presentare le società protagoniste della transazione, Vodafone Italia e Fastweb, al fine di comprenderne appieno il ruolo e le caratteristiche distintive.

4.3 Vodafone Italia

Vodafone Italia S.p.A rappresenta uno dei principali operatori di telecomunicazioni presenti sul mercato nazionale. La società era interamente controllata da Vodafone Group Plc, multinazionale operante nel settore delle telecomunicazioni, con sede a Londra, fino al 31 dicembre 2023. Le sue origini risalgono al 1995, quando fu fondata con la denominazione Omnitel Pronto Italia S.p.A. Negli anni successivi l'azienda ha modificato più volte la propria denominazione sociale: dapprima come

Omnitel Vodafone nel 2001, fino ad assumere nel 2002 l'attuale nome di Vodafone Italia S.p.A.⁶³

La sede legale è situata a Milano, mentre la sede operativa principale si trova a Ivrea.

L'operatore si è posizionato come secondo player in Italia, sia nel comparto della telefonia fissa sia in quello mobile, detenendo nel 2023 una quota di mercato pari al 15% nel fisso e al 26,4% nel mobile. Tale rilevanza è stata supportata da un'infrastruttura tecnologica solida, soprattutto nel segmento mobile. Vodafone ha infatti potuto contare su un ampio portafoglio di frequenze radio (700 MHz, 800 MHz, 900 MHz, 1800 MHz, 2100 MHz, 2600 MHz e 3700 MHz per il 5G), oltre che su una rete capillare di torri e stazioni radio base distribuite sul territorio nazionale. Grazie a tali asset, l'azienda ha sviluppato progressivamente le tecnologie 2G, 3G, 4G e, più recentemente, ha avviato un'estensione significativa della copertura 5G, consolidando la propria presenza nel mercato della connettività mobile.

Diversa si è rivelata la posizione nel comparto fisso: Vodafone non disponeva infatti di una rete di accesso nazionale capillare paragonabile a quella di TIM. Per colmare tale limite, ha adottato un modello basato su accordi wholesale con operatori terzi, in particolare con Open Fiber e FiberCop, che le hanno consentito di offrire servizi FTTH e FTTC nelle principali aree urbane e semiurbane del Paese. A completamento di questa offerta, l'operatore ha sviluppato una propria soluzione di Fixed Wireless Access (FWA) 5G, sfruttando la rete mobile per garantire copertura anche nelle zone meno raggiunte dalla fibra ottica.

Dal punto di vista infrastrutturale, un passaggio rilevante è avvenuto nel 2020, quando Vodafone ha conferito le proprie torri alla società INWIT, nata dalla fusione con quelle di TIM, diventandone cliente strategico. Tale operazione ha consentito a Vodafone di ridurre i costi di gestione e, al contempo, di mantenere l'accesso a infrastrutture di elevata qualità.

Infine, è importante sottolineare che, prima dell'acquisizione da parte di Swisscom, l'Italia costituiva uno dei quattro mercati europei principali del gruppo Vodafone, insieme a Regno Unito, Spagna e Germania, contribuendo per circa il 10% al fatturato totale al 31 marzo 2023.

⁶³ <https://www.vodafone.it/nw/vodafone-italia/chi-siamo/la-storia.html>

Vodafone S.p.A. FY23 Revenue Breakdown by Business Segment

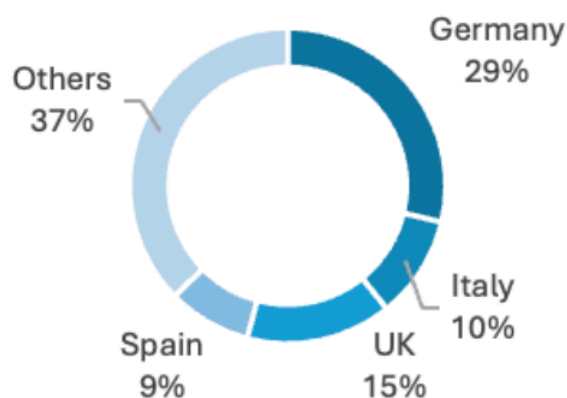


Figura 23 Fonte: Relazione annuale di Vodafone Group plc, Orbis, Capital IQ

Vodafone opera con una vision orientata a un futuro digitale inclusivo e sostenibile. La Vision “We connect for a better future” sintetizza l’impegno dell’azienda nel promuovere la connettività come strumento capace di migliorare la vita delle persone e delle comunità. In linea con la strategia globale, Vodafone aspira a diventare un provider di servizi di connettività e digitali di nuova generazione in Europa e in Africa, contribuendo alla creazione di una società digitale affidabile, inclusiva e sostenibile.

Un ruolo centrale è stato assunto dal programma globale “everyone.connected”, attraverso il quale l’azienda ha posto l’accento sull’inclusione digitale, con l’obiettivo di garantire che nessuno venga escluso dalle opportunità offerte dalla tecnologia. Tale iniziativa si è concretizzata nello sviluppo di reti anche nelle aree più remote, nel sostegno all’accesso universale all’istruzione digitale e nella promozione di una maggiore equità nell’utilizzo delle tecnologie.

Nel suo percorso di crescita, Vodafone ha perseguito una visione che coniuga innovazione tecnologica, responsabilità sociale ed empatia, investendo nello sviluppo di infrastrutture avanzate, come le reti 5G, e promuovendo al contempo l’ecosostenibilità e la fiducia nelle tecnologie digitali. Attraverso queste direttrici strategiche, l’azienda ha inteso rafforzare il proprio ruolo di attore chiave nella trasformazione digitale, coniugando competitività industriale e valore sociale.

Il modello di business di Vodafone si caratterizza per un approccio unico che la colloca come attore di riferimento nel panorama globale delle telecomunicazioni. L’azienda sfrutta tecnologie all’avanguardia per offrire soluzioni di comunicazione integrate e senza interruzioni, distinguendosi per la solidità della propria infrastruttura e per l’ampiezza della rete, elementi che le consentono di garantire servizi di elevata qualità sia ai consumatori privati sia alle grandi imprese. Un ruolo centrale è svolto

dagli investimenti significativi in ricerca e sviluppo, volti a favorire un'innovazione costante e a sostenere l'introduzione di servizi avanzati, quali la tecnologia 5G e le applicazioni di Internet of Things (IoT). Questo approccio progressivo ha permesso a Vodafone di rispondere in modo efficace alla crescente domanda di connettività in un contesto economico e sociale sempre più digitale.

Il modello di ricavi è strutturato in maniera diversificata, al fine di garantire stabilità finanziaria e resilienza competitiva. La principale fonte di fatturato deriva dai servizi di abbonamento di telefonia mobile e fissa, che comprendono voce, dati e banda larga e che raggiungono milioni di clienti a livello globale. Parallelamente, una quota crescente dei ricavi è generata dai servizi digitali avanzati rivolti alle imprese, come le soluzioni di cloud computing e di IoT, che rispondono alla necessità di infrastrutture digitali innovative e affidabili. A queste si aggiungono i servizi a valore aggiunto, quali i sistemi di pagamento mobile, i contenuti digitali e le soluzioni personalizzate per le aziende, che contribuiscono ad ampliare la base di fatturato, incrementando al contempo la fidelizzazione e il coinvolgimento dei clienti.

In sintesi, la combinazione tra ricavi derivanti da abbonamenti tradizionali e quelli legati a servizi digitali e innovativi ha posizionato Vodafone come un operatore resiliente, dinamico e capace di adattarsi alle trasformazioni del settore delle telecomunicazioni, rafforzando la sua leadership a livello internazionale.

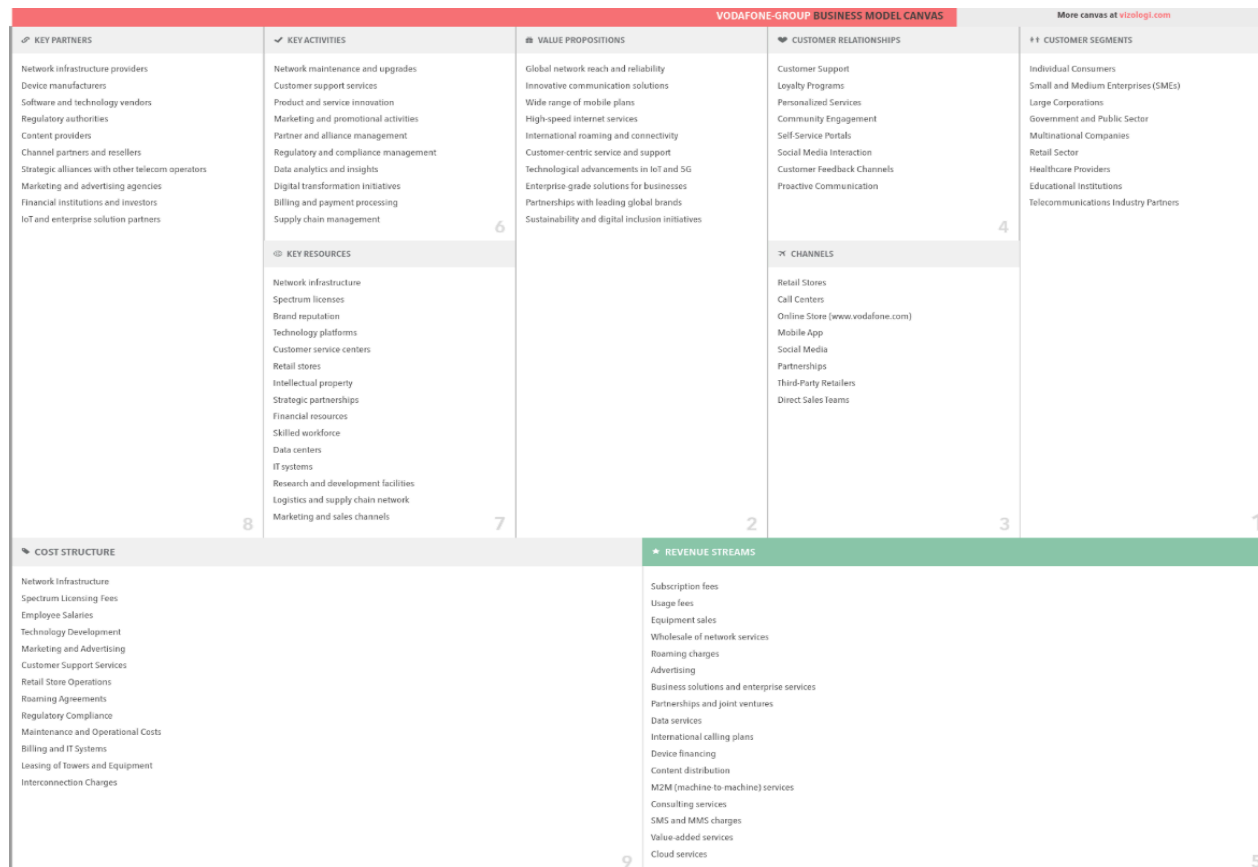


Figura 24 Business Model Canvas di Vodafone Group Plc

Dopo aver illustrato le caratteristiche della società acquisita è opportuno realizzare un'analisi storica fino al momento dell'acquisizione

4.3.1 Analisi storica di Vodafone Italia SPA

È opportuno sviluppare un'analisi economico-finanziaria storica di Vodafone Italia al fine di comprendere l'andamento delle principali grandezze gestionali negli ultimi esercizi e valutare la capacità della società di generare valore in un settore caratterizzato da forte competizione e rapidi cambiamenti tecnologici. Attraverso lo studio delle principali voci di bilancio, come ricavi, marginalità operativa, utile netto, patrimonio netto e posizione finanziaria, è possibile individuare le tendenze evolutive, le criticità strutturali e le potenzialità di sviluppo dell'impresa. Questa ricostruzione storica rappresenta un passaggio fondamentale per interpretare le motivazioni strategiche che hanno spinto Swisscom all'acquisizione, nonché per predisporre un business plan realistico e coerente con le dinamiche del mercato delle telecomunicazioni.

€ in migliaia	2020	2021	2022	2023	2024
Ricavi	5.621.084	5.092.412	4.962.683	4.752.377	4.820.548
Valore della produzione	6.169.215	5.583.327	5.573.964	5.270.167	5.249.782
Ebitda	1.869.254	1.495.636	1.412.877	1.181.037	939.754
Utile Netto	236.708	-1.321	-98.129	-249.621	-443.793
Patrimonio Netto	4.230.011	4.827.873	4.481.076	4.211.825	3.757.917
Posizione Finanziaria netta	-24.284	16.509	26.744	17.178	22.448
Costi operativi	4.299.878	4.087.741	4.161.087	4.089.130	4.310.028

Figura 25 “Andamento delle principali Voci Economico/Finanziarie di Vodafone Italia dal 2020 al 2024”. Fonte: Elaborazione propria su base dei dati contenuti nel bilancio ottico di Vodafone Italia SPA.

Come osservabile dalla tabella, dal 2020 al 2023 i ricavi di Vodafone Italia hanno registrato una contrazione progressiva, passando da 5,62 miliardi di euro a 4,75 miliardi, con una riduzione complessiva pari a circa 15,5%. Tale flessione è imputabile sia a minori volumi che a minori prezzi unitari; la pressione competitiva sui prezzi nel segmento dei servizi mobili, che ha determinato un'intensificazione della concorrenza, specialmente nel mercato consumer ha infatti determinato una progressiva erosione dell'ARPU (Average Revenue Per User) e una riduzione della base clienti prepagata attiva, nonostante l'incremento complessivo nei volumi di traffico e nei servizi offerti. In tale contesto, ha inciso anche l'ingresso di nuovi operatori sul mercato, come ad esempio Iliad e Sky Mobile, che hanno ulteriormente aggravato la dinamica concorrenziale.

Parallelamente, anche la marginalità operativa ha registrato un peggioramento significativo nel periodo considerato. L'EBITDA, infatti, è passato da circa 1,87 miliardi di euro nel 2020 a 940 milioni di euro nel 2024, evidenziando una contrazione complessiva pari a -49,7% in cinque anni.

Particolarmente rilevante è il dato relativo all'ultimo esercizio analizzato: tra il 2023 e il 2024, l'EBITDA è diminuito di -20,43%, passando da 1.181 milioni a 940 milioni di euro. Tale calo si è

verificato nonostante una lieve crescita dei ricavi (+1,43%), che però non si è tradotta in un incremento del valore della produzione, risultato in calo dello 0,39% rispetto all'anno precedente. Questa flessione è attribuibile, in particolare, alla diminuzione della voce “altri ricavi e proventi” in bilancio 2024,⁶⁴ passata da 362 milioni a 322 milioni di euro.

Allo stesso tempo, si è registrato un aumento dei costi operativi tra il 2023 e il 2024 pari al +5,40%, corrispondente a un incremento assoluto di circa 221 milioni di euro. Questo aumento è riconducibile principalmente a:

- l'incremento dei canoni di locazione dei siti di rete, in particolare verso Inwit,
- i maggiori costi energetici,
- e l'aumento dei costi operativi legati allo sviluppo di servizi innovativi per il segmento business.⁶⁵

Tale squilibrio tra ricavi stabili e costi in crescita ha determinato una forte compressione della redditività operativa, giustificando la brusca contrazione dell'EBITDA nel periodo più recente.

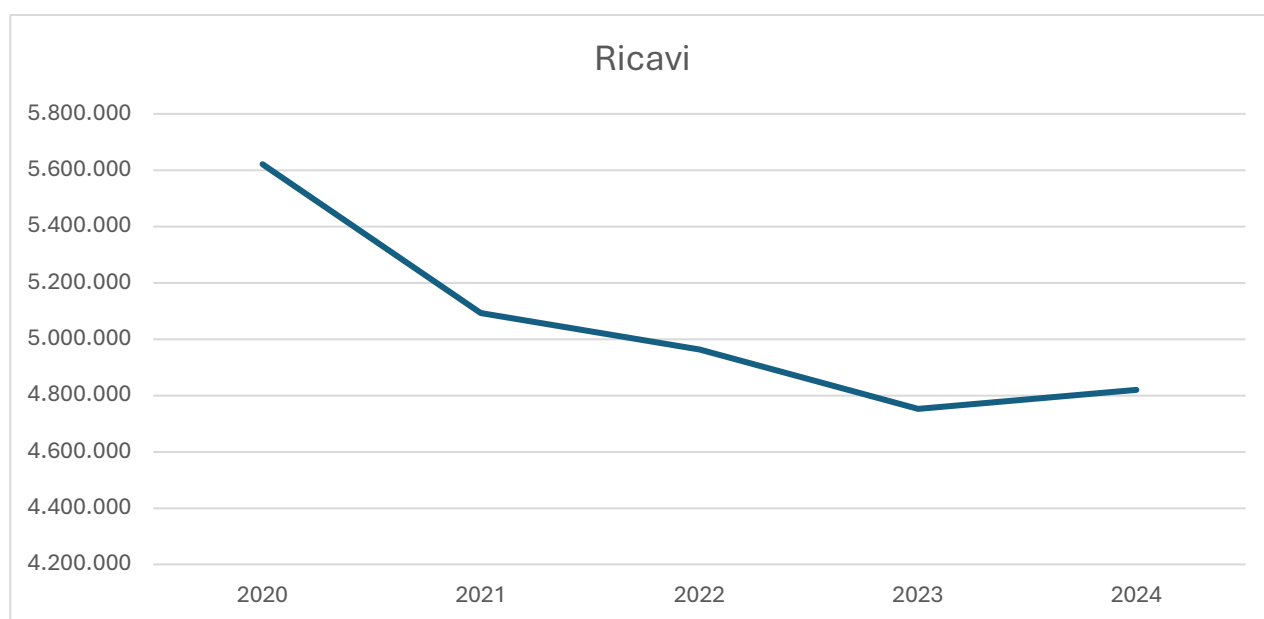


Figura 25 Andamento Storico dei Ricavi di Vodafone Italia SPA. Fonte: Elaborazione propria su base dei dati contenuti nei Bilancio ottico di Vodafone Italia SPA

⁶⁴ Bilancio Ottico Vodafone Italia SPA

⁶⁵ Bilancio Ottico Vodafone Italia SPA

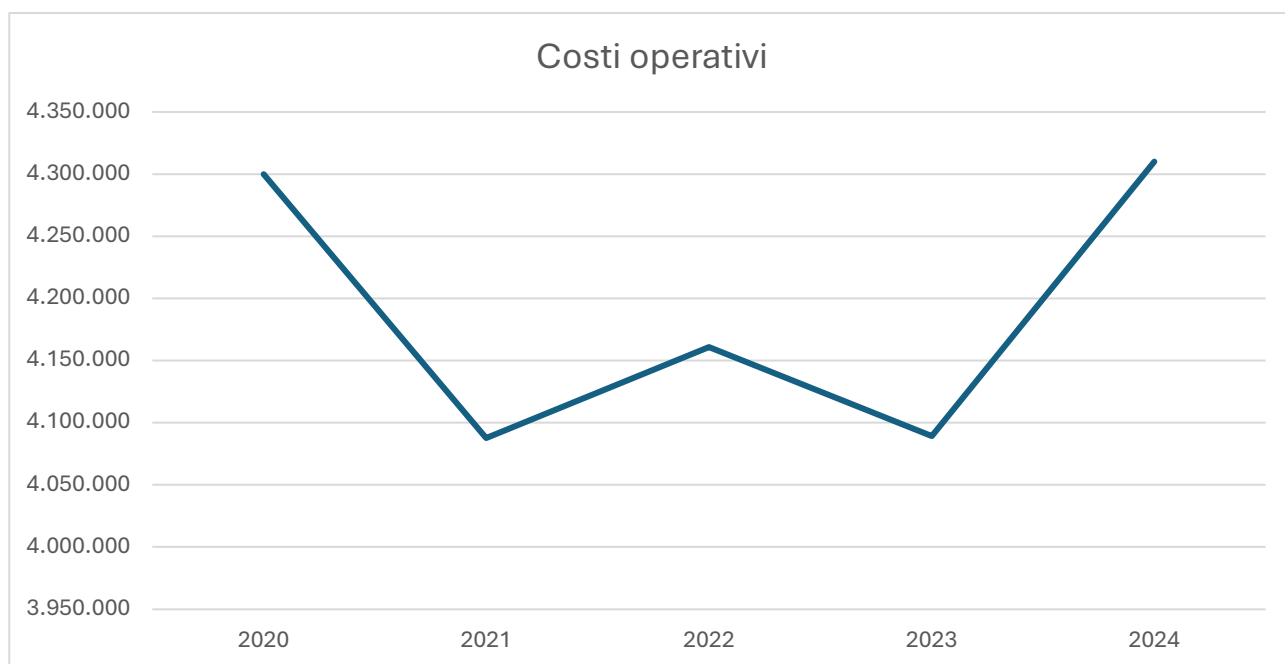


Figura 26 Andamento Storico dei Costi Operativi di Vodafone Italia SPA. Fonte: Elaborazione propria su base dei dati contenuti nei Bilancio ottico di Vodafone Italia SPA

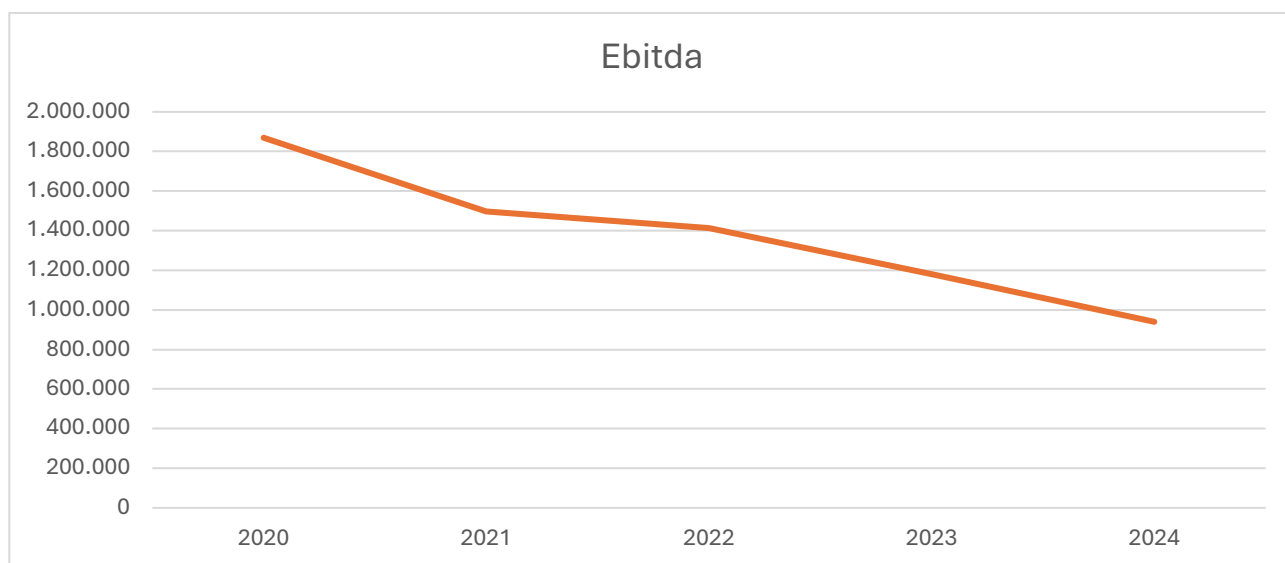


Figura 27 Andamento Storico dell'Ebitda di Vodafone Italia SPA. Fonte: Elaborazione propria su base dei dati contenuti nei Bilancio ottico di Vodafone Italia SPA

Per quanto concerne L'utile netto nel periodo compreso tra il 2020 e il 2024, Vodafone Italia ha registrato un progressivo e significativo peggioramento. Nel 2020, l'azienda chiudeva l'esercizio con un utile di 236,7 milioni di euro. Tuttavia, a partire dal 2021, si osserva un rapido deterioramento della redditività: dapprima con un sostanziale azzeramento del risultato netto (−1,3 milioni di euro), seguito da perdite crescenti negli anni successivi. Nel 2022 l'utile netto è sceso a -98,1 milioni, nel 2023 a -249,6 milioni, fino a raggiungere nel 2024 una perdita pari a -443,8 milioni di euro.

Questa dinamica negativa riflette le difficoltà strutturali che l'impresa ha incontrato nel mantenere un adeguato livello di marginalità, in un contesto di pressione competitiva crescente, aumento dei costi operativi e aggravio degli oneri finanziari. Il progressivo peggioramento dell'EBITDA e l'erosione della capacità operativa hanno inciso direttamente sull'utile netto, rendendo evidente la necessità di un intervento strategico per invertire la tendenza. La situazione economica dell'impresa ha registrato un ulteriore peggioramento tra il 2023 e il 2024, anno in cui l'utile netto ha subito una contrazione del 77% rispetto all'esercizio precedente. Tale andamento evidenzia un quasi raddoppio delle perdite, che sono passate da circa 250 milioni di euro a oltre 443 milioni di euro.

L'analisi del bilancio consolidato 2024 di Vodafone Italia consente di individuare le cause principali di questo peggioramento. Oltre alla già evidenziata riduzione del valore della produzione e all'incremento dei costi operativi, ha inciso negativamente anche il risultato della gestione finanziaria, che ha registrato oneri finanziari netti pari a 68 milioni di euro, in aumento di circa 34 milioni rispetto all'anno precedente. Tali oneri includono principalmente interessi passivi maturati sul debito finanziario nei confronti di Vodafone Investment Luxembourg S.à. r.l., che risultano in forte crescita rispetto al 2023, principalmente a causa dell'aumento dei tassi di interesse. Questo ha comportato un aggravio del carico finanziario complessivo, contribuendo in misura rilevante all'erosione dell'utile netto dell'esercizio.

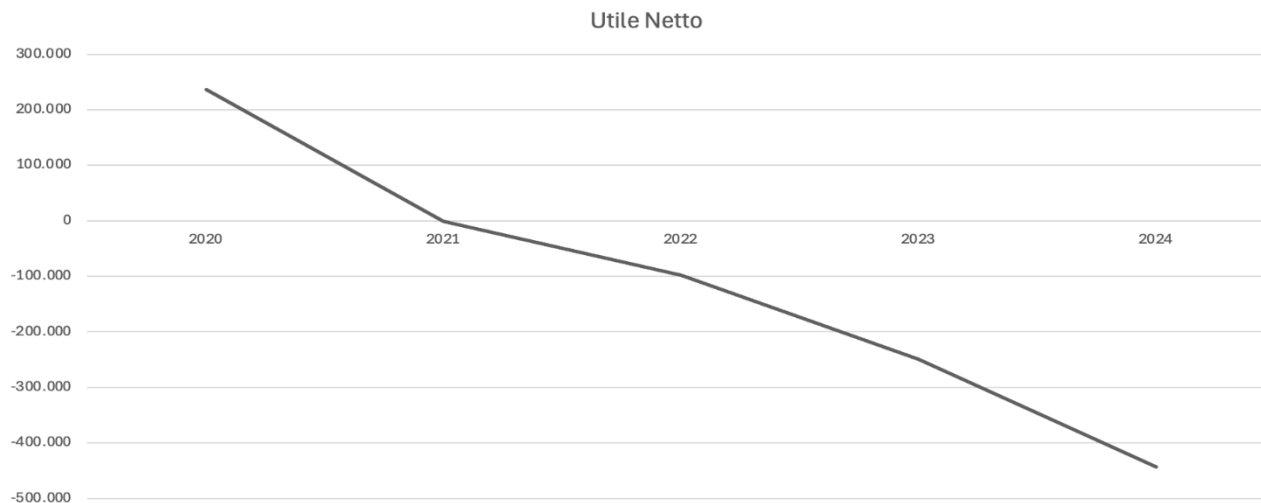


Figura 28 Andamento Storico dell'Utile Netto di Vodafone Italia SPA. Fonte: Elaborazione propria su base dei dati contenuti nei Bilancio ottico di Vodafone Italia SPA

Parallelamente, anche il patrimonio netto ha subito una riduzione costante: dai 4.230 milioni di euro del 2020 si è scesi ai 3.757 milioni del 2024. Tale diminuzione è attribuibile principalmente all'accumulo delle perdite di esercizio che, non essendo state compensate da utili successivi o da operazioni di rafforzamento patrimoniale, hanno progressivamente eroso la solidità dell'impresa.

Questo indebolimento del patrimonio netto non solo rappresenta un segnale della crisi reddituale in atto, ma limita anche la capacità della società di autofinanziarsi, sostenere investimenti e affrontare

con flessibilità il mutato contesto competitivo. Tali evidenze assumono un rilievo particolare in ottica preacquisizione, poiché evidenziano criticità strutturali che Swisscom dovrà affrontare attraverso operazioni di ristrutturazione finanziaria e rilancio industriale.

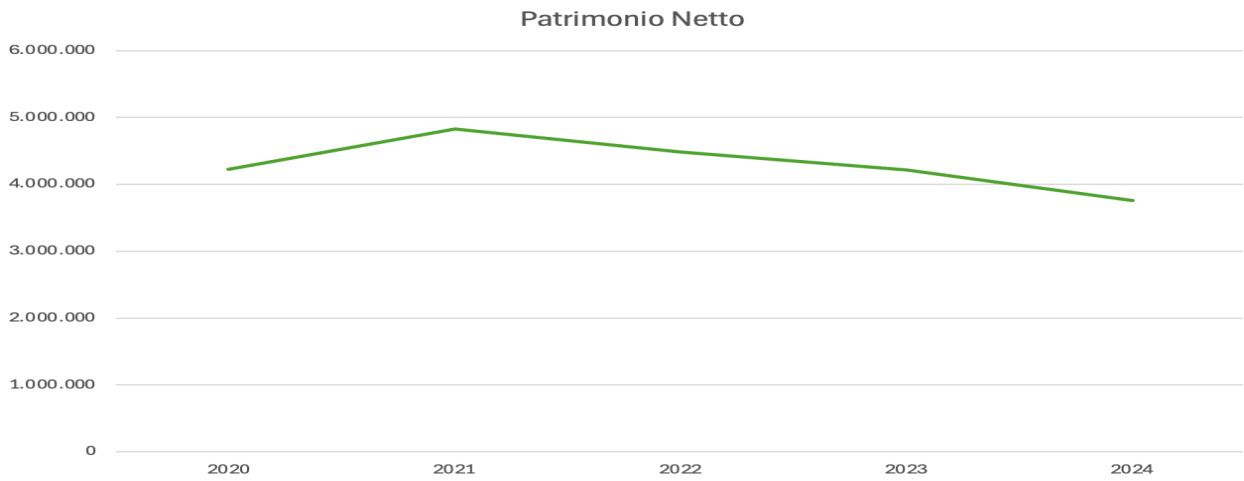


Figura 29 Andamento Storico del Patrimonio Netto di Vodafone Italia SPA. Fonte: Elaborazione propria su base dei dati contenuti nei Bilancio ottico di Vodafone Italia SPA

€ in migliaia	2020	2021	2022	2023	2024
CAPEX	826.703	911.460	1.194.596	965.161	858.584

Figura 30 “Andamento dei CAPEX di Vodafone italia dal 2020 al 2024”. Fonte: Elaborazione propria su base dei dati contenuti nel bilancio ottico di Vodafone Italia SPA.

Nel periodo compreso tra il 2020 e il 2024, gli investimenti in conto capitale (CAPEX) hanno registrato un andamento sostanzialmente stabile, caratterizzato da variazioni contenute tra un esercizio e l’altro. L’unica eccezione significativa si è riscontrata nel 2022, anno in cui si è osservato un picco pari a 1,194 miliardi di dollari.

Questo incremento dei CAPEX è riconducibile a una serie di importanti iniziative strategiche, finalizzate al rafforzamento e all’aggiornamento delle infrastrutture tecnologiche dell’azienda. In particolare, Vodafone Italia ha effettuato investimenti rilevanti in:

- Licenze e frequenze, tra cui il rinnovo della licenza UMTS per il periodo 2022–2029;
- Diritti d’uso per le frequenze 5G, in particolare nella banda 3700 MHz, oltre ad altri progetti collegati (per un valore complessivo di circa 706,9 milioni di euro, contabilizzati tra le immobilizzazioni in corso);
- Software e sistemi informativi, attraverso attività di sviluppo e aggiornamento, inclusi circa 24,9 milioni di euro di costi interni capitalizzati;
- Customer Data Base e know-how commerciale;
- Diritti di utilizzazione di linee in fibra ottica, contabilizzati come contratti assimilabili a leasing finanziario;

- Infrastrutture di rete mobile (apparati LTE per la copertura e la capacità della rete 4G, nonché i primi impianti 5G);
- Estensione della rete fissa, con investimenti volti a migliorare la copertura FTTH, FTTC e FTTC VULA;
- Ponti radio, centrali e impianti elettronici, per ampliamenti e sostituzioni;
- Migliorie su immobili e infrastrutture di rete.⁶⁶

Dal punto di vista finanziario, tali investimenti sono stati finanziati in parte mediante autofinanziamento, ovvero attraverso i flussi di cassa generati dall'attività operativa, e in parte tramite indebitamento infragruppo. Più precisamente, le risorse aggiuntive necessarie per coprire gli investimenti eccedenti la liquidità interna non sono state reperite sul mercato tramite debito bancario o emissioni obbligazionarie, bensì attraverso finanziamenti concessi dalla capogruppo Vodafone Group Plc o da altre società appartenenti al medesimo gruppo.

Questa strategia di finanziamento evidenzia la volontà del gruppo di mantenere un elevato controllo centralizzato della struttura finanziaria, evitando l'esposizione al mercato esterno e garantendo al contempo la copertura di progetti infrastrutturali di lungo termine funzionali al mantenimento della competitività tecnologica. Tra il 2023 e il 2024, anche i CAPEX, così come i Ricavi, l'utile netto e l'Ebitda hanno visto una contrazione, specificatamente sono passati da 965.161 milioni a 858.584, una diminuzione del 11,04%.

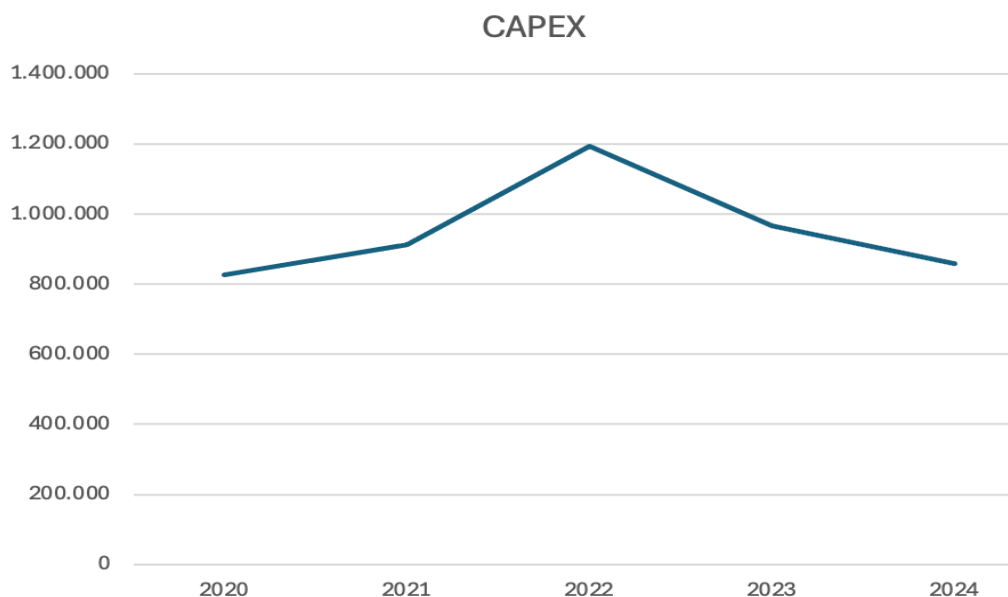


Figura 31 Andamento Storico dei CAPEX di Vodafone Italia SPA. Fonte: Elaborazione propria su base dei dati contenuti nei Bilancio ottico di Vodafone Italia SPA

⁶⁶ Bilancio Ottico Vodafone Italia SPA 2022

La situazione illustrata finora evidenzia come da diversi anni Vodafone Italia stia attraversando una fase di crescente difficoltà finanziaria, questa situazione si riflette logicamente nei principali KPI finanziari.

INDICI %	2020	2021	2022	2023	2024
ROS	6,09	0,68	-1,71	-5,72	-9,59
ROE	5,6	-0,03	-2,19	-5,93	-11,81

Figura 32 “Andamento del ROS e ROE di Vodafone Italia dal 2020 al 2024”. Fonte: Elaborazione propria su base dei dati contenuti nel bilancio ottico di Vodafone Italia SPA.

Osservando l’andamento del ROS e del ROE, rispettivamente Return On Sales e Return on Equity, vediamo come il primo, che misura la redditività operativa in rapporto ai ricavi, è passato da un valore positivo del 6,09% nel 2020 a un preoccupante -9,59% nel 2024. Il progressivo peggioramento del ROS è indicativo di una crescente incapacità dell’azienda di generare utile operativo, anche al netto di componenti straordinarie. Dopo un netto calo già nel 2021 (0,68%), l’indice è passato in territorio negativo nel 2022 (-1,71%), fino a quasi raddoppiare la perdita nel 2023 (-5,72%) e ulteriormente nel 2024. Questa tendenza discendente riflette il combinato effetto di una contrazione dei ricavi, un aumento dei costi operativi, e un utile sempre più negativo.

Il ROE, indicatore chiave della redditività per gli azionisti, ha subito un calo ancora più marcato: dal 5,6% nel 2020 a -11,81% nel 2024. L’indice evidenzia il progressivo deterioramento dell’utile netto, che a partire dal 2022 è risultato sistematicamente negativo, erodendo il capitale proprio. Il ROE negativo è sintomo di una distruzione di valore per i soci: l’impresa non solo non remunera il capitale proprio, ma genera perdite che ne riducono il patrimonio netto, come evidenziato dalla tendenza discendente di quest’ultimo negli stessi anni.

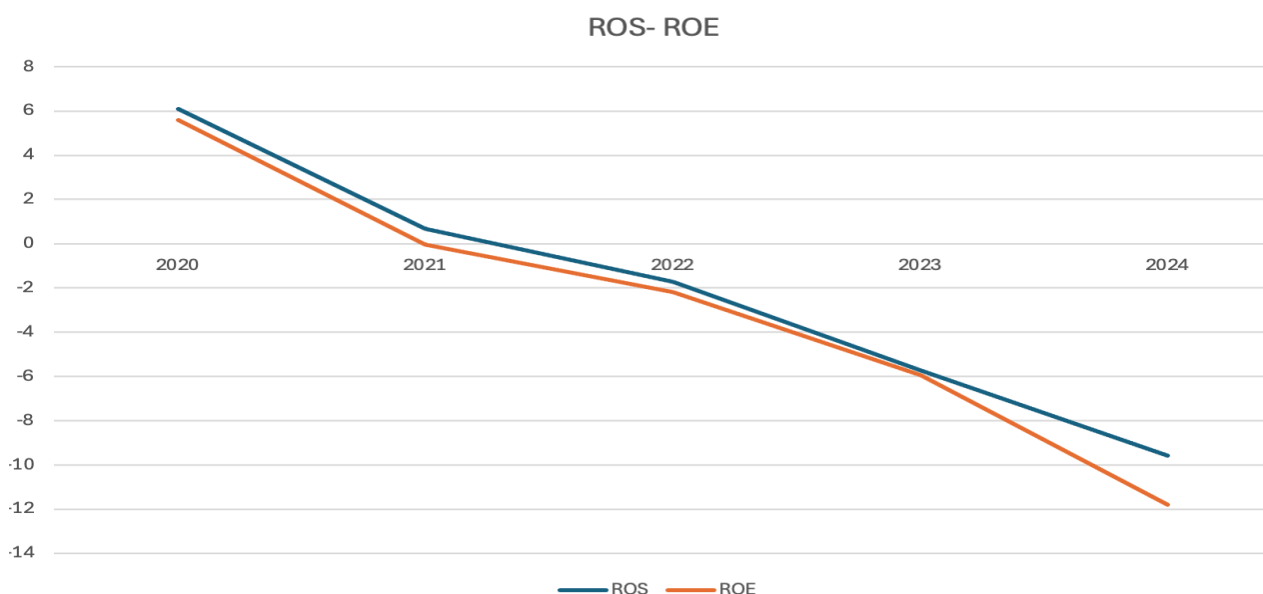


Figura 33 Andamento Storico del ROS E ROE di Vodafone Italia SPA. Fonte: Elaborazione propria su base dei dati contenuti nei Bilancio ottico di Vodafone Italia SPA

Allo stesso modo anche gli altri principali KPI economico finanziari sono diminuiti drasticamente.

€ in migliaia	2020	2021	2022	2023	2024
EBITDA/RICAVI	30,30%	26,79%	25,35%	22,41%	17,90%
UTILE NETTO/RICAVI	4,21%	-0,03%	-1,98%	-5,25%	-9,21%
PFN/EBITDA	-0,01x	0,01x	0,02x	0,01x	0,02x
CAPEX/RICAVI	14,71%	17,90%	24,07%	20,31%	17,81%

Figura 34 “Andamento dei principali KPI di Vodafone italia dal 2020 al 2024”. Fonte: Elaborazione propria su base dei dati contenuti nel bilancio ottico di Vodafone Italia SPA.

L'Ebitda /Ricavi, indice che misura la redditività lorda in rapporto al fatturato, ovvero quanto un'azienda riesce a trasformare in margine operativo per ogni euro di ricavi, è diminuito del 41% dal 2020 al 2024, calo che è il riflesso di un peggioramento costante dell'Ebitda e del Fatturato. Anche l'utile Netto su Ricavi, indice che misura quanto un'azienda riesce a trasformare in utile ogni euro di fatturato, ha subito una contrazione importante, passando da 4,21% al 2020 a - 9,21% al 2024.

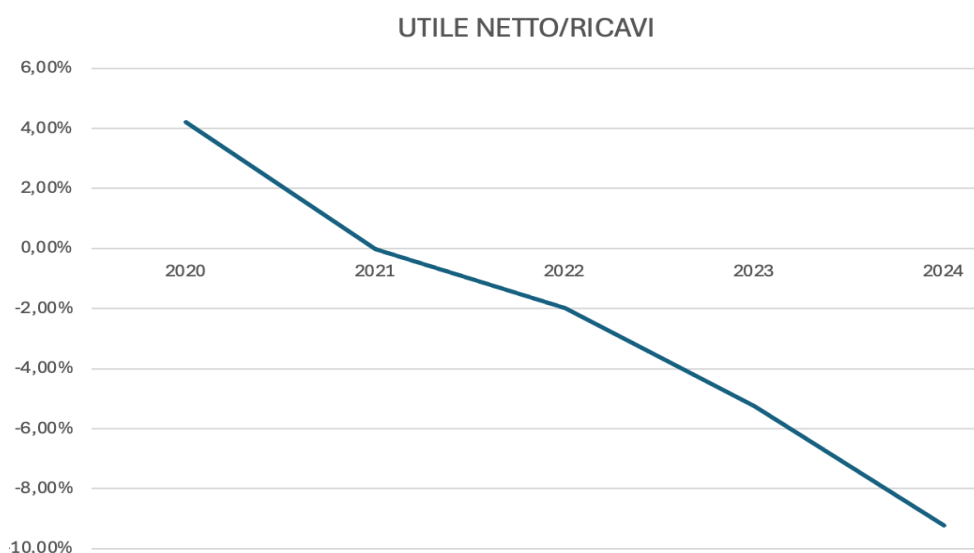


Figura 35 Andamento Storico dell'indice Utile Netto/Ricavi di Vodafone Italia SPA. Fonte: Elaborazione propria su base dei dati contenuti nei Bilancio ottico di Vodafone Italia SPA

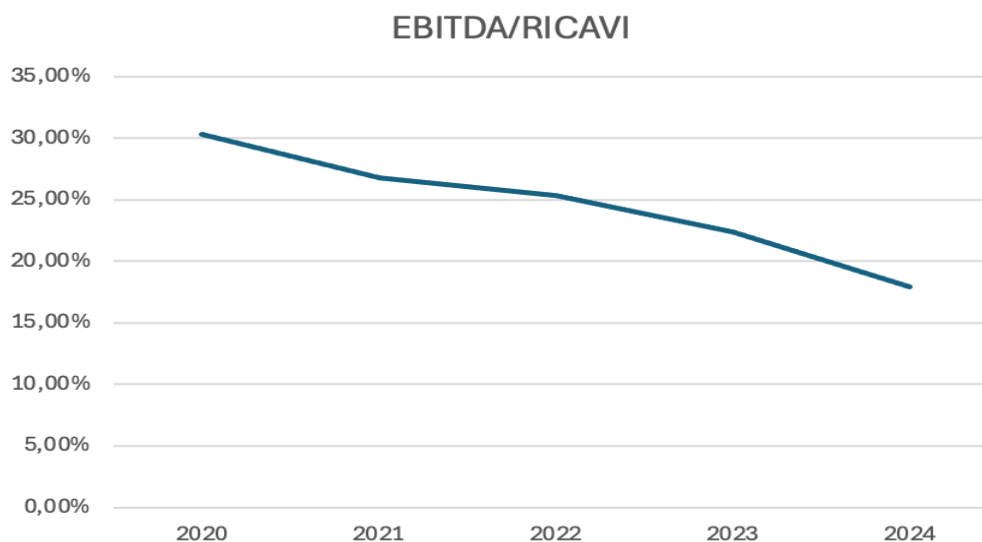


Figura 36 Andamento Storico dell'indice EBITDA/ RICAVI di Vodafone Italia SPA. Fonte: Elaborazione propria su base dei dati contenuti nei Bilancio ottico di Vodafone Italia SPA

Alla luce dell'analisi finanziaria storica condotta su Vodafone Italia nel periodo 2020–2024, emerge chiaramente la crescente difficoltà da parte del management nel conseguire il pareggio di bilancio e nel mantenere un adeguato livello di redditività. Il mercato delle telecomunicazioni in Italia si è rivelato particolarmente competitivo, caratterizzato dalla presenza di incumbent solidi e da una pressione costante sui prezzi, elementi che hanno progressivamente eroso i margini operativi dell'azienda, ulteriormente penalizzati dagli ammortamenti delle diverse licenze che l'operatore ha dovuto acquistare per mantenere il proprio posizionamento competitivo.

In questo contesto, non sorprende la decisione della capogruppo Vodafone Group di dismettere le proprie attività in Italia, proseguendo in una più ampia strategia di **semplificazione e razionalizzazione del portafoglio geografico**. L'obiettivo dichiarato era di concentrare le risorse su mercati più redditizi e caratterizzati da una minore intensità competitiva, al fine di massimizzare la creazione di valore per gli azionisti e rafforzare la posizione finanziaria complessiva del Gruppo.⁶⁷

4.4 Swisscom- Fastweb

Fondata a Milano nel 1999 con il nome e.Biscom, Fastweb nasce con l'obiettivo di sviluppare una rete in fibra ottica alternativa alle infrastrutture tradizionali. Fin dalla sua origine, l'azienda si è distinta per un forte orientamento all'innovazione tecnologica, diventando il primo operatore al mondo a utilizzare una rete completamente IP e a portare la fibra ottica direttamente nelle abitazioni.

Dopo la quotazione in Borsa nel 2000, Fastweb avvia un rapido processo di espansione nelle principali città italiane e introduce servizi innovativi come il Video on Demand e l'offerta "Triple Play"

⁶⁷ Annual Report Vodafone Group Plc 2024

(Internet, telefonia e televisione). Nel 2004, la fusione tra e.Biscom e Fastweb segna un riassetto societario e un rafforzamento del core business nel settore delle telecomunicazioni a banda larga.

Nel 2007 Swisscom acquisisce la maggioranza del capitale sociale di Fastweb, avviando una nuova fase di consolidamento e crescita. L'azienda estende progressivamente la propria rete in fibra ottica e si afferma come uno dei principali operatori di telecomunicazioni italiani, attivo nei segmenti consumer, business e pubblica amministrazione.

Nel corso degli anni, Fastweb ha investito significativamente in infrastrutture di rete fissa e mobile, diventando Full MVNO nel 2015 e protagonista nello sviluppo delle tecnologie ultra-broadband (FTTH, FWA, 5G). L'azienda ha inoltre rafforzato il proprio posizionamento nel mercato business e wholesale, offrendo soluzioni avanzate di cloud computing, sicurezza informatica e comunicazione integrata.

A partire dal 2020, Fastweb ha avviato un ambizioso piano di sostenibilità ambientale e trasformazione digitale, puntando a raggiungere la neutralità climatica entro il 2025. In questa direzione, ha investito in data center all'avanguardia, progetti di rigenerazione ambientale, intelligenza artificiale e promozione delle competenze digitali tramite iniziative formative come la Fastweb Digital Academy.

Nel 2024, Fastweb ha annunciato il lancio di "Fastweb Energia", entrando nel mercato dell'energia rinnovabile, e ha finalizzato l'acquisizione di Vodafone Italia da parte di Swisscom, con l'obiettivo di integrare le due realtà e rafforzare la propria leadership nel mercato italiano delle telecomunicazioni.

Con 3,4 milioni di clienti nella rete fissa e 3,9 milioni di clienti mobili, Fastweb è uno dei principali operatori di telecomunicazioni in Italia. Come osservabile dai grafici presenti nel paragrafo 4.2, infatti, è il quarto operatore per quota di mercato per quanto riguarda la telefonia fissa, e risulta tra i principali player anche nel comparto mobile. L'azienda promuove la trasformazione digitale della società con l'obiettivo di costruire un futuro sempre più connesso, inclusivo ed ecosostenibile.

Fondata nel 1998 e con sede a Worblaufen, Swisscom AG è la principale azienda svizzera attiva nel settore delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione. La società offre una gamma completa di servizi di telefonia mobile, connettività Internet, televisione digitale, nonché soluzioni IT e digitali rivolte sia al mercato privato che a quello aziendale. In Svizzera, Swisscom copre oltre l'81% della popolazione con la tecnologia 5G+ e ha già esteso la propria rete in fibra ottica al 46% del territorio nazionale, con l'obiettivo dichiarato di raggiungere il 57% entro il 2025.

La presenza di Swisscom si estende anche al mercato italiano dal 2007, attraverso Fastweb S.p.A., interamente controllata da Swisscom Italia S.r.l. Nel 2023, Fastweb rappresentava il 22% del fatturato

consolidato del gruppo, servendo più di 3,4 milioni di clienti sul territorio italiano. La strategia del Gruppo evidenzia un forte orientamento verso l'innovazione infrastrutturale e tecnologica, con un'attenzione crescente allo sviluppo di soluzioni basate sull'intelligenza artificiale, settore in cui ambisce a ricoprire un ruolo di leadership a livello europeo.

Dal punto di vista organizzativo, Swisscom AG struttura le proprie attività in tre aree principali: Swisscom Svizzera, che comprende le divisioni dedicate ai clienti privati, ai clienti aziendali, ai servizi wholesale e alle infrastrutture; Fastweb S.p.A., come entità operativa in Italia; e infine altri segmenti complementari che supportano e integrano le attività core del gruppo

Revenues by division

2024E

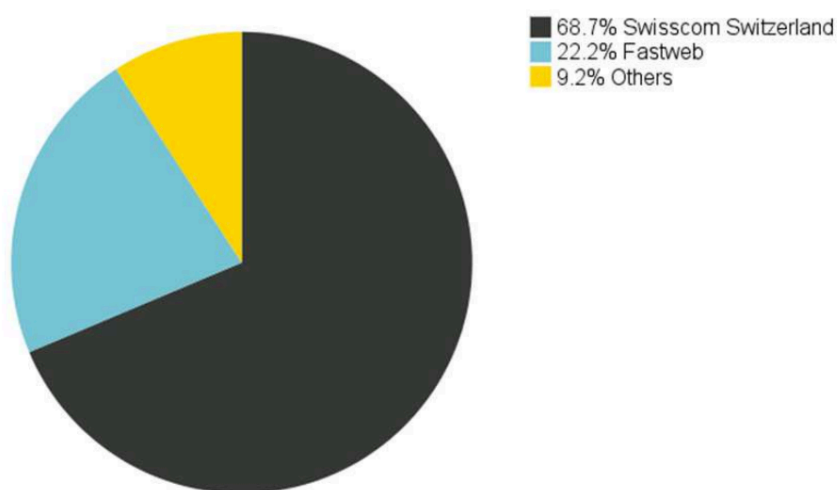


Figura 37 Revenue by division Swisscom. Fonte: Company Report

A differenza dei risultati poco soddisfacenti conseguiti da Vodafone Italia, la performance economico-finanziaria della holding Swisscom AG e della sua controllata Fastweb si è dimostrata decisamente più solida e resiliente nel corso degli ultimi anni. Il margine EBITDA di Swisscom ha evidenziato una crescita costante nell'ultimo quinquennio, con un incremento medio annuo pari all'1%, segno di una gestione efficiente e di una buona capacità di contenimento dei costi.

Nel 2023, sebbene i ricavi derivanti dai servizi di telecomunicazione abbiano registrato una flessione del 2,3%, principalmente a causa della pressione competitiva e dell'erosione dei prezzi, il gruppo ha saputo compensare attraverso l'espansione nei servizi IT. In particolare, si è assistito a una crescente domanda di soluzioni cloud, servizi di sicurezza informatica, Internet of Things (IoT) e soluzioni

SAP, che hanno trainato positivamente la crescita del fatturato in questi segmenti ad alto valore aggiunto.

Anche Fastweb ha contribuito in modo significativo alla solidità complessiva del gruppo, con un incremento dei ricavi pari al 6,3% nel 2023. Questo risultato è stato determinato principalmente dalla crescita della base clienti, sia nel segmento retail che in quello wholesale, a testimonianza dell'efficacia delle strategie commerciali e di investimento in infrastrutture avanzate.

Per quanto riguarda la generazione di cassa, Swisscom ha mostrato una performance particolarmente positiva nel 2019, anno in cui il flusso di cassa libero ha segnato un aumento dell'81% rispetto all'esercizio precedente. Negli anni successivi, i livelli si sono mantenuti sostanzialmente stabili. Nell'esercizio 2023, il flusso di cassa libero si è attestato a 1,81 miliardi di euro, registrando una contrazione del 18,6% su base annua, attribuibile in larga parte a variazioni nel capitale circolante netto, e in particolare alla riduzione delle passività operative.

Dopo aver delineato il contesto nel quale si è collocata l'operazione di acquisizione, presentando i principali operatori del settore delle telecomunicazioni e illustrando la vivacità del mercato M&A in tale ambito, si è proceduto con l'analisi dettagliata delle due controparti: Vodafone, oggetto dell'operazione, attraverso una ricostruzione storica dei principali indicatori economico-finanziari degli ultimi quattro esercizi, e Swisscom, acquirente strategico, con un focus anche sulla sua controllata Fastweb, attiva direttamente nel mercato italiano.

Alla luce di queste premesse, il capitolo successivo sarà interamente dedicato alla costruzione di un business plan quantitativo su un orizzonte temporale di cinque anni. Attraverso l'elaborazione di ipotesi di crescita coerenti con il contesto industriale e le performance passate, verranno proiettati i flussi di cassa operativi (FCFF) necessari al calcolo del valore d'impresa (Enterprise Value) secondo il metodo finanziario diretto del Discounted Cash Flow (DCF). A supporto della valutazione, sarà inoltre implementata un'analisi tramite multipli di mercato, che fungerà da metodo di controllo e confronto dei risultati ottenuti.

Capitolo 5 “L’acquisizione di Vodafone Italia: Business plan e calcolo delle sinergie”

5.1 Overview

Il presente capitolo ha l'obiettivo di illustrare le modalità con cui è stato stimato l'Enterprise Value (EV) di Vodafone Italia S.p.A. La valutazione del capitale della società oggetto di acquisizione è stata condotta attraverso due tecniche complementari: da un lato il Discounted Cash Flow (DCF), adottato come metodo principale in quanto rappresenta una tecnica di valutazione assoluta; dall'altro il metodo dei multipli, un approccio relativo basato su valori di mercato, frequentemente utilizzato nella prassi professionale come strumento di controllo e confronto dei risultati ottenuti con il DCF.

Per applicare il metodo DCF è stato necessario stimare i flussi di cassa prospettici di Vodafone Italia, elaborando un business plan con un orizzonte previsionale di cinque anni successivi all'ultimo bilancio consuntivo, in linea con le best practice di valutazione.

Come anticipato nei capitoli precedenti, l'Enterprise Value (EV) corrisponde al valore del capitale operativo dell'impresa e, a differenza dell'Equity Value, tiene conto anche della posizione finanziaria netta. Ai fini del calcolo dell'EV è stato adottato l'approccio Asset Side DCF, che si fonda sul principio secondo cui il valore dell'impresa viene determinato indipendentemente dalle modalità di finanziamento, siano esse capitale proprio (equity) o debito.

In tale approccio, i flussi di cassa considerati sono quelli generati esclusivamente dalle attività operative e disponibili per tutti i finanziatori, ossia sia per gli azionisti sia per i creditori. Questi flussi sono noti come Free Cash Flow from Operations (FCFO), o più precisamente Unlevered Free Cash Flow.

Parallelamente, è stata condotta anche una valutazione delle sinergie derivanti dall'operazione di acquisizione attraverso la metodologia DCF. Il calcolo delle sinergie risulta infatti cruciale in un'operazione straordinaria, poiché influisce in maniera significativa sul prezzo riconosciuto dall'acquirente e rappresenta un elemento determinante per valutare la convenienza e la razionalità strategica dell'operazione stessa.

5.2 Le Assunzioni del Business plan

La costruzione di un Business Plan si fonda su un insieme di assunzioni, ovvero ipotesi di base indispensabili per lo sviluppo del piano stesso. L'attendibilità di tali assunzioni riveste un ruolo cruciale,

poiché da esse dipende la possibilità di elaborare valori prospettici coerenti, affidabili e in linea con la realtà operativa dell'impresa.

Il punto di partenza per la definizione delle assunzioni utilizzate nel presente elaborato è rappresentato dai bilanci ufficiali pubblicati da Vodafone Italia S.p.A., relativi agli esercizi 2022, 2023 e 2024, reperiti tramite la piattaforma AIDA.

Le ipotesi alla base del piano industriale, formulate senza considerare, in questa fase, gli effetti delle potenziali sinergie, prendono avvio dall'analisi dei ricavi, e in particolare dal valore della produzione. Dal bilancio 2024, osserviamo come, il valore della produzione, sia dato dalla somma di 3 componenti:

- i ricavi da vendita e prestazioni (denominati Ricavi Core), principalmente derivanti dalla vendita di servizi di telefonia, di telefoni e accessori.
- Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni, ovvero il valore delle prestazioni svolte dal personale della Società.
- Altri ricavi e proventi, ovvero ricavi per servizi resi a società del gruppo Vodafone o per contributi in conto impianti e in coto esercizio ed altre componenti marginali.

€ in migliaia	2022	2023	2024
Ricavi Core	4.962.683	4.752.377	4.820.548
Valore della produzione	5.573.964	5.270.167	5.249.782

Figura 38 Andamento dei Ricavi core e del Valore della produzione di Vodafone Italia S.P.A. dal 2022 al 2024. Fonte: Elaborazione propria su dati di bilancio Vodafone Italia S.P.A.

Osservando l'andamento dei ricavi core e del valore della produzione nel periodo 2022–2024, emerge come i primi abbiano registrato una contrazione del 4,24% tra il 2022 e il 2023, seguita da una lieve ripresa nel 2024. Il valore della produzione, invece, ha mostrato un calo più marcato, pari al 5,45% nel 2023, a cui è seguita una ulteriore flessione dello 0,39% nel 2024.

Queste dinamiche rappresentano un elemento fondamentale per stimare il tasso di crescita annuo dei ricavi core nel business plan. Alla luce dell'andamento storico, il tasso di crescita è stato ipotizzato pari a –1% tra il 2024 e il 2025, con una progressiva ripresa negli anni successivi. A partire dal 2027, il tasso di crescita è stato considerato stabile allo 0%, mantenendosi costante anche negli anni seguenti.

Sono state formulate ipotesi specifiche per le altre componenti del valore della produzione, ovvero, gli “incrementi di immobilizzazioni per lavori interni” e gli “altri ricavi e proventi”. In particolare, data la natura tendenzialmente stabile di queste voci, si è assunto che esse rimangano costanti lungo

l'intero orizzonte temporale considerato, non essendo soggette a variazioni significative anno per anno.

Successivamente, al fine di determinare il margine di contribuzione, indice fondamentale che misura la capacità dei ricavi di coprire i costi fissi, si è proceduto alla identificazione dei costi variabili relativi al periodo 2022–2024. La differenza tra ricavi e costi variabili consente infatti di calcolare il margine di contribuzione.

I costi variabili di Vodafone Italia, in linea con la maggior parte delle imprese operanti nel settore delle telecomunicazioni, sono costituiti prevalentemente dai costi di interconnessione.

€ in migliaia	2022	2023	2024
Costi Variabili	2.763.188	2.701.934	2.751.413
Margine di contribuzione	2.199.495	2.050.443	2.069.135
% Su Ricavi	44,32%	43,15%	42,92%

Figura 39 Andamento dei Costi Variabili e del Margine di contribuzione di Vodafone Italia S.P.A. dal 2022 al 2024. Fonte: Elaborazione propria su dati di bilancio Vodafone Italia S.P.A.

Nei due anni precedenti all'operazione si è registrata una tendenza decrescente del rapporto Margine di contribuzione/Ricavi, determinata sia dall'aumento dei costi variabili, sia dalla riduzione dei ricavi core. Alla luce di tale andamento, nel business plan è stato ipotizzato un progressivo calo del margine di contribuzione, in continuità con la dinamica osservata negli ultimi tre esercizi. In particolare, il margine percentuale, pari al 42,9% nel 2024, è stato stimato in graduale diminuzione fino a raggiungere il 42,5% nel 2026, per poi mantenersi stabile negli anni successivi.

Il calcolo del margine di contribuzione dal 2025 al 2029 ha permesso quindi la stima dei costi variabili.

Per quanto riguarda i costi del personale, altra componente di costi totali, si è assunto che rimangano costanti e allineati al valore rilevato nell'ultimo esercizio consuntivo precedente all'operazione, ipotizzando quindi implicitamente una lieve riduzione del personale compensata dall'incremento del costo medio unitario.

Con riferimento ai costi operativi, si osserva invece un incremento della loro incidenza sui ricavi core nei tre anni antecedenti al deal: dal 20,27% nel 2022 al 22,66% nel 2024, principalmente a causa di un aumento registrato tra il 2023 e il 2024. In ottica prudenziale, ai fini della stima del business plan, si è ipotizzato di mantenere la percentuale dei costi operativi sui ricavi core costante, pari al valore dell'ultimo esercizio consuntivo disponibile, ossia il 22,7%, lungo l'intero orizzonte temporale considerato. Tale ipotesi implica un'importante azione di controllo sui costi che nei primi anni di piano si riducono in coerenza con l'andamento dei ricavi in lieve decrescita.

€ in migliaia	2022	2023	2024
Costi Operativi	1.005.793	984.839	1.092.431
% costi op. su ricavi core	20,27%	20,72%	22,66%

Figura 40 Andamento dei Costi operativi di Vodafone Italia S.P.A. dal 2022 al 2024. Fonte: Elaborazione propria su dati di bilancio Vodafone Italia S.P.A

Passando agli ammortamenti, essi sono stati suddivisi in tre categorie principali:

- Ammortamenti core, che costituiscono la parte prevalente del totale;
- Ammortamenti delle frequenze, relativi a concessioni, licenze, marchi e altri diritti simili;
- Altri Ammortamenti, comprendenti avviamenti e altre attività non tipiche.

Per quanto riguarda gli ammortamenti delle frequenze, sulla base delle informazioni disponibili nella nota integrativa del bilancio in relazione alla movimentazione delle immobilizzazioni, è stata stimata una quota costante per l'intero periodo del business plan, pari al valore registrato nell'esercizio 2024, ultimo anno consuntivo disponibile. Gli altri ammortamenti, invece, sono previsti in progressiva riduzione a partire dal 2025, fino ad azzerarsi completamente nel 2027 in quanto il valore residuo al 31 marzo 2024 sarà completamente ammortizzato entro tale data.

Infine, per gli ammortamenti core, grazie ai dati storici di Vodafone Italia nei tre esercizi precedenti al consuntivo, è stato possibile stimarne il valore e calcolarne l'incidenza percentuale sui ricavi core. Tale incidenza, coerentemente con la tendenza decrescente osservata tra il 2022 e il 2024 (dal 24,9% al 19,4%), è stata proiettata in ulteriore riduzione lungo l'orizzonte previsionale, fino a raggiungere il 15% nel 2029.

Sono state formulate specifiche assunzioni anche in merito ad alcune componenti del business plan necessarie per la determinazione dei flussi di cassa, ovvero i CAPEX e al capitale circolante netto.

Per quanto riguarda i CAPEX, il loro valore è stato ricavato dai bilanci di Vodafone Italia relativi al triennio 2022–2024, considerando i flussi finanziari derivanti dall'attività di investimento. Tuttavia, al fine di sviluppare delle ipotesi coerenti e realistiche per le relative proiezioni, si è deciso di escludere il dato del 2022, anno in cui l'azienda ha sostenuto ingenti investimenti non ricorrenti legati alla licenza per la rete 5G. Tali investimenti hanno generato un valore anomalo dei CAPEX e, di conseguenza, una percentuale sui ricavi non rappresentativa dell'andamento ordinario dell'impresa.

€ in migliaia	2022	2023	2024
Capex	1.194.596	965.161	858.584
% Capex su Ricavi core	non rappresent.	20,31%	17,81%

Figura 41 Andamento dei Capex di Vodafone Italia S.P.A. dal 2022 al 2024. Fonte: Elaborazione propria su dati di bilancio Vodafone Italia S.P.A

Ai fini del business plan, si è ipotizzato un progressivo ridimensionamento dei CAPEX annui e, conseguentemente, della loro incidenza sui ricavi, fino ad assestarsi al 12% nell'ultimo anno dell'analisi. Tale valore è stato ritenuto coerente anche con l'andamento della percentuale di ammortamenti sui ricavi core, che mostra una dinamica simile.

La riduzione dei CAPEX trova giustificazione nelle caratteristiche tipiche del settore delle telecomunicazioni: le imprese, infatti, attraversano una fase iniziale caratterizzata da ingenti investimenti infrastrutturali (reti 4G/5G, fibra ottica), cui segue una fase di stabilizzazione, in cui i CAPEX risultano inferiori e sono destinati prevalentemente ad attività di manutenzione e potenziamento della capacità esistente, piuttosto che a un'espansione radicale della rete.

Per quanto riguarda il Capitale circolante netto si è proceduto con il suo calcolo nei 3 anni antecedenti all'operazione, mediante la formula:

$$CCN = Rimanenze + Crediti Commerciali - Debiti verso fornitori$$

Capitale circolante netto	2022	2023	2024
<i>Rimanenze</i>	73.432	125.740	115.951
Crediti commerciali	1.052.213	982.241	959.094
Debiti verso fornitori	1.298.013	1.398.814	1.313.811
Capitale circolante netto	-172.368	-290.833	-238.766
CCN/RICAVI	-3,09%	-5,52%	-4,55%
MEDIA CCN	-4,39%		

Figura 42 Capitale Circolante Netto di Vodafone Italia S.P.A. dal 2022 al 2024. Fonte: Elaborazione propria su dati di bilancio Vodafone Italia S.P.A

In tutti gli anni considerati il Capitale Circolante Netto (CCN) risulta negativo. Ciò indica che l'azienda finanzia il proprio ciclo operativo principalmente attraverso i debiti verso i fornitori, piuttosto che con mezzi propri o altre forme di capitale a breve termine. In altri termini, Vodafone riesce a posticipare i pagamenti ai propri fornitori per un periodo di tempo più lungo rispetto a quello necessario per incassare i crediti dai clienti e smaltire le rimanenze. Questo fenomeno non è di per sé

anomalo: in settori come le telecomunicazioni, la grande distribuzione e le utilities è infatti frequente osservare CCN negativi, in quanto i tempi di incasso sono tipicamente inferiori ai tempi di pagamento. È stata successivamente calcolata la media dell'incidenza del capitale circolante netto (CCN) sui ricavi, risultata pari a -4,39%. Tale valore è stato assunto come riferimento per la stima del CCN nell'orizzonte temporale considerato dal business plan.

Le assunzioni finora illustrate sono state formulate con l'obiettivo di elaborare proiezioni economiche e finanziarie sostenibili evitando una sovrastima dei valori di della società acquisita e, di conseguenza, la determinazione di un Enterprise Value eccessivamente elevato e poco realistico. Tali input risultano fondamentali, poiché la loro applicazione consente di stimare i flussi di cassa di Vodafone Italia per il periodo 2025–2029 e, successivamente, di procedere al calcolo dell'Enterprise Value attraverso la metodologia DCF.

5.3 Il Business plan

Dopo aver definito un insieme di assunzioni solide e coerenti, queste sono state applicate per la costruzione del Business Plan, passaggio fondamentale per la successiva determinazione dei flussi di cassa da scontare

			0	1	2	3	4	5	
€ in migliaia	mar-22	mar-23	mar-24	mar-25	mar-26	mar-27	mar-28	mar-29	TV
Ricavi Core	4.962.683	4.752.377	4.820.548	4.772.343	4.748.481	4.748.481	4.748.481	4.748.481	4.748.481
YoY Growth		-4%	1%	-1%	-0,50%	0%	0%	0,00%	0,00%
Altri ricavi e proventi	506.612	409.824	322.440	322.440	322.440	322.440	322.440	322.440	322.440
Incrementi Immobilizz. per lavori interni	104.669	107.966	106.794	106.476	106.476	106.476	106.476	106.476	106.476
RICAVI TOTALI	5.573.964	5.270.167	5.249.782	5.201.259	5.177.397	5.177.397	5.177.397	5.177.397	5.177.397
Costi Variabili	2.763.188	2.701.934	2.751.413	2.734.512	2.731.400	2.731.400	2.731.400	2.731.400	2.731.400
Margine di Contribuzione su ricavi core	2.199.495	2.050.443	2.069.135	2.037.830	2.017.080	2.017.080	2.017.080	2.017.080	2.017.080
% su ricavi	44,3%	43,1%	42,9%	42,7%	42,5%	42,5%	42,5%	42,5%	0
Costo del personale	392.106	402.357	372.741	372.741	372.741	372.741	372.741	372.741	372.741
Costi Operativi	1.005.793	984.839	1.092.431	1.081.507	1.076.099	1.076.099	1.076.099	1.076.099	1.076.099
% costi op. su ricavi core	20,3%	20,7%	22,7%	22,7%	22,7%	22,7%	22,7%	22,7%	22,7%
Oneri riduz. Personale			93.443	0	0	0	0	0	
EBITDA	1.412.877	1.181.037	939.754	1.012.499	997.157	997.157	997.157	997.157	997.157
AMMORTAMENTI CORE	1.237.330	1.008.839	936.694	868.219	805.066	746.254	687.442	628.630	569.818
%Ammort. Su Ricavi core	24,9%	21,2%	19,4%	18,2%	17,0%	15,7%	14,5%	13,2%	12,0%
Ammortamenti frequenze	109.265	307.349	307.349	307.349	307.349	307.349	307.349	307.349	0
Altri Ammortamenti non core	160.000	160.000	188.740	174.370	160.000	0	0	0	0
EBIT	-93.718	-295.151	-493.029	-337.440	-275.259	-56.447	2.366	61.178	427.339
Imposta sul reddito al 24%				-80.986	-66.062	-13.547	568	14.683	102.561
Utile netto Unlevered				-256.454	-209.197	-42.899	1.798	46.495	324.778

Figura 43 Business plan di Vodafone Italia. Fonte: Elaborazione propria

L'analisi storica di Vodafone Italia precedentemente condotta ha evidenziato una situazione particolarmente critica, caratterizzata da una costante contrazione dei principali indicatori economico-finanziari negli ultimi esercizi. Al contrario, l'analisi prospettica mostra un quadro di graduale miglioramento, con una crescita, seppur moderata, dei ricavi totali, che tendono a stabilizzarsi a partire dal 2027, così come l'EBITDA.

La progressiva riduzione delle quote di ammortamento annue consente un incremento più marcato dell'EBIT e quindi dell'Utile Netto Unlevered: infatti, da un risultato operativo fortemente negativo nel 2024, si passa a un utile operativo positivo nel 2028, in ulteriore crescita negli anni successivi.

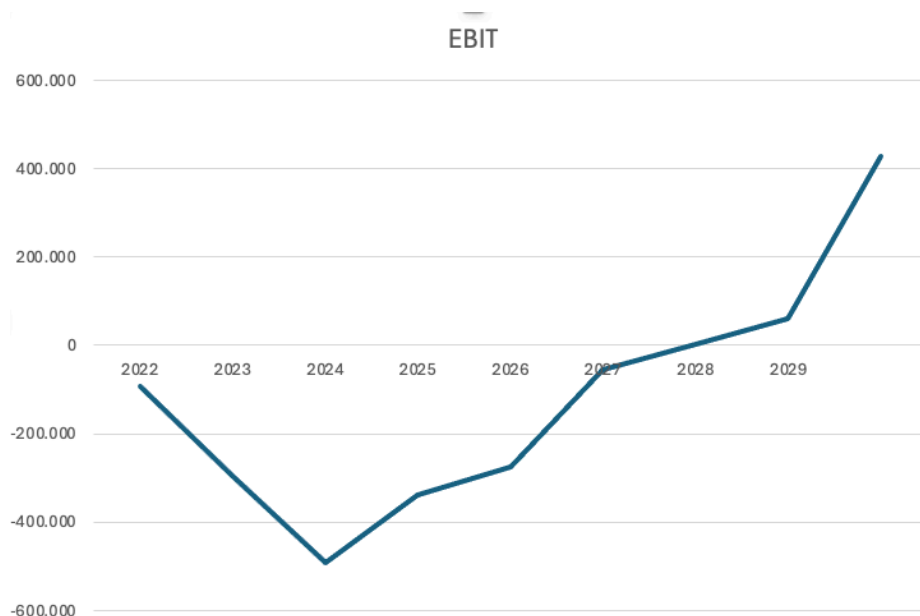


Figura 44 Andamento dell'Ebit di Vodafone Italia. Fonte: Elaborazione propria

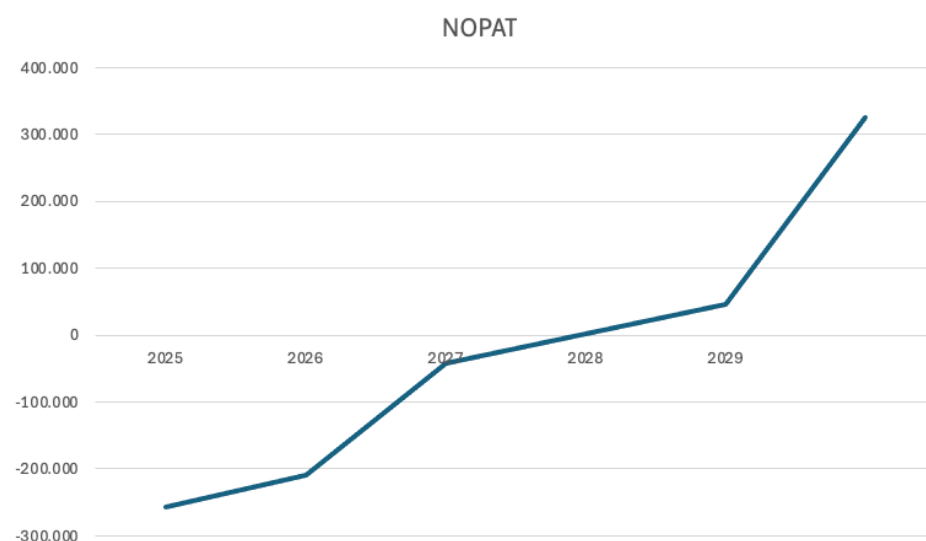


Figura 45 Andamento del Nopat di Vodafone Italia. Fonte: Elaborazione propria

Ai fini della determinazione dei flussi di cassa (Free Cash Flow, FCF) è stato necessario effettuare alcuni aggiustamenti sui valori contabili, al fine di escludere le componenti prive di manifestazione monetaria e ottenere così il flusso di cassa effettivamente disponibile per creditori e azionisti.

In particolare, al NOPAT sono stati aggiunti gli ammortamenti, precedentemente sottratti all'EBITDA per giungere all'EBIT. Dal valore così ottenuto sono state poi dedotte le spese in conto

capitale (CAPEX), stimate come una percentuale media dei ricavi pari al 15%, nonché le variazioni del capitale circolante netto (CCN).

€ in migliaia	mar-22	mar-23	mar-24	mar-25	mar-26	mar-27	mar-28	mar-29	TV
Utile netto Unlevered				-256.454	-209.197	-42.899	1.798	46.495	324.778
PIU': AMMORTAMENTI				1.349.938	1.272.415	1.053.603	994.791	935.979	569.818
MENO: CAPEX	non rappresent.	965.161	858.584	715.851	712.272	712.272	712.272	712.272	569.818
% CAPEX SU RICAVI		20,3%	17,8%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	12,0%
% CCN SU RICAVI			-4,39%						
CAPITALE CIRCOLANTE NETTO			-238.766	-228.335	-227.288	-227.288	-227.288	-227.288	
MENO VARIAZIONI CCN				10.431	1.048	0	0	0	0
FLUSSI DI CASSA				367.202	349.899	298.432	284.317	270.202	324.778

Figura 46 Flussi di Cassa da scontare di Vodafone Italia. Fonte: Elaborzione propria

Tuttavia, poiché i flussi di cassa futuri devono essere rapportati al valore del denaro nel tempo, si è reso necessario procedere alla loro attualizzazione mediante il tasso WACC (Weighted Average Cost of Capital), così da ottenere una valutazione coerente e finanziariamente significativa. Il calcolo del WACC, che verrà illustrato nel paragrafo successivo, è fondamentale non solo perché esso rappresenta il tasso di attualizzazione dei flussi di cassa, ma anche perché consente di calcolare il Terminal Value, ovvero il valore di un'azienda oltre il periodo per il quale è possibile stimare i flussi di cassa futuri. Il TV è stato calcolato mediante la sintetica formula di Gordon, che presuppone una crescita stabile dei flussi di cassa.⁶⁸

$$TV = FCF \times \frac{1 + g}{WACC - g}$$

5.3.1 Il calcolo del WACC e del Terminal Value

Il Weighted average cost of capital, o costo medio ponderato del capitale, è una componente molto importante nel metodo DCF, in quanto è il tasso a cui vengono attualizzati i flussi di cassa con l'approccio Asset Side ⁶⁹. Il WACC, come spiegato nei capitoli precedenti esprime la media ponderata tra il costo del capitale proprio e il costo del debito al netto dell'effetto fiscale, pesata in base alla proporzione che ciascuna fonte di finanziamento (equity e debito) rappresenta rispetto al valore complessivo dell'impresa (Enterprise Value)⁷⁰. Parliamo quindi di un aggregato che riflette il costo totale del capitale di un'azienda ponderato per i rispettivi pesi nella struttura finanziaria.

Esso si calcola mediante la seguente formula:

⁶⁸ Berk, J., & DeMarzo, P. (2023). Corporate Finance. Pearson.

⁶⁹ Damodaran A., 2010, Valutazione delle aziende. Maggioli Editore

⁷⁰ Berk, J., & DeMarzo, P. (2023). Corporate Finance. Pearson.

$$WACC = K_e \cdot \frac{EQUITY}{(DEBITO + EQUITY)} + k_d \cdot (1 - \tau) \cdot \frac{DEBITO}{(DEBITO + EQUITY)}$$

Ai fini dell'attualizzazione dei flussi di cassa del Business Plan costruito si è reso necessario il calcolo del WACC.

Innanzitutto, tramite la metodologia Capital Asset Pricing Model è stato stimato il Costo del capitale proprio, mediante la formula:

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

Dove:

R_f = Tasso privo di rischio, ovvero il tasso di rendimento disponibile su un'attività priva di rischio alla data di valutazione. Generalmente, gli analisti utilizzano il rendimento a scadenza dei titoli di Stato come proxy del tasso risk-free, in quanto considerati privi di rischio di insolvenza.

La scelta della scadenza dipende dall'obiettivo della valutazione, ma i riferimenti più comuni sono i titoli di Stato a 5, 10 o 30 anni.

β = Beta Levered rappresenta una misura del rischio sistematico, ovvero del rischio non diversificabile associato ai movimenti generali del mercato.

R_m = Il rendimento atteso del mercato, stimato in base a dati storici o previsioni prospettiche (spesso considerando indici di mercato come l'S&P 500),

$(R_m - R_f)$ = Anche Definito Market Risk Premium, (Premio per il rischio di mercato) rappresenta il rendimento aggiuntivo che un investitore si attende di ottenere, rispetto al tasso privo di rischio, investendo in un portafoglio diversificato di azioni ordinarie. Questo premio compensa l'investitore per l'assunzione del rischio maggiore associato agli investimenti azionari, rispetto ai titoli privi di rischio.

Ai fini della stima del tasso privo di rischio (R_f) è stato preso in considerazione il rendimento del BTP trentennale italiano nel periodo in cui è stata annunciata l'operazione (marzo 2024). Per quanto riguarda il premio per il rischio di mercato, è stato adottato il valore comunemente attribuito ai mercati maturi, pari al 5%.

In merito alla scelta del coefficiente Beta, si è deciso di utilizzare un valore pari a 1,0, coerente con il Beta di Telecom Italia, la cui relazione finanziaria 2024 indica un Beta pari a 1⁷¹ e con le stime fornite dalla piattaforma di Damodaran per il settore europeo delle telecomunicazioni wireless, comparto nel quale opera la società oggetto di acquisizione.

⁷¹ Relazione finanziaria annuale 2024. Tim

CALCOLO KE	
<i>Rf (Italy 30 anni 2024)</i>	4,45%
ERP (Paese maturo) 2024	5,00%
Beta	1
KE	9,45%
KE con % di rischio aggiionale	10,45%

Figura 47 Calcolo del Costo del Capitale proprio. Fonte: Elaborazione propria

Applicando la metodologia del CAPM è stato stimato il Ke pari a 9,45%, al quale è stato prudenzialmente aggiunto un 1% di rischio aggiionale per tenere in considerazione la dimensione della società (mid cap).

Il costo del debito invece è stato calcolato mediante la formula:

$$k_d = \frac{\text{Oneri Finanziari}}{\text{Debiti Finanziari totali}}$$

I dati sono stati reperiti dall'ultimo bilancio pubblicato da Vodafone Italia S.P.A. prima dell'acquisizione e sono coerenti con uno spread di 105 punti base rispetto al tasso risk free utilizzato per il calcolo del costo dell'equity.

CALCOLO KD	
<i>Oneri finanziari 2024</i>	86.037.320
Debiti finanziari 2024	1.564.244.181
KD prima dell'aliquota	5,50%
KD con aliquota	4,18%

Figura 48 Calcolo del Costo del debito di Vodafone Italia S.P.A. Fonte: Elaborazione propria con dati raccolti dal bilancio ottico di Vodafone Italia S.P.A 2024

Per il calcolo debiti finanziari di Vodafone Italia al 2024, al fine di avere una stima del costo del debito puntuale, sono stati considerati in bilancio le seguenti voci:

- Debiti verso banche
- Debiti verso finanziatori
- Debiti verso la società controllante (tutti di natura finanziaria)
- Debiti verso società sottoposte al controllo della controllante, escludendo la porzione di debiti commerciali.

Dal sito internet del Prof. Damodaran sono state reperite le percentuali medie di equity e di debito sul totale del capitale delle società europee operanti nel settore delle telecomunicazioni, segmento *wireless*. I valori risultano pari a 37,31% per l'equity e 62,69% per il debito. Applicando quindi la formula, il WACC risulta pari a 6,55%, valore in linea con quello utilizzato dalle principali banche di investimento per gli Equity research.

Calcolato il WACC è stato necessario calcolare il Terminal Value, la formula dell'EV tramite il DCF è infatti la seguente:

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCFO_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{TV_n}{(1 + WACC)^n}$$

Uno dei metodi più comuni di calcolo è rappresentato dalla formula di Gordon, che presuppone una crescita stabile dei flussi di cassa.⁷²

$$TV = FCF \times \frac{1 + g}{WACC - g}$$

Considerando l'ultimo flusso di cassa non attualizzato, normalizzato considerando i soli ammortamenti core, e applicando un tasso di crescita stabile (g) pari allo 0%, il Terminal Value non attualizzato calcolato risulta pari a 4.982.474 milioni.

Il valore ottenuto del terminal Value, tuttavia, non può ancora essere utilizzato per il calcolo dell'Enterprise Value.

Nel calcolo del valore dell'impresa tramite il metodo dei flussi di cassa attualizzati, il Terminal Value rappresenta il valore dei flussi generati dall'azienda oltre l'orizzonte temporale del business plan. Tuttavia, il terminal value, avendo incluso il valore dei soli ammortamenti core, non tiene conto dei benefici fiscali derivanti dalle code di ammortamento delle licenze.

Gli ammortamenti, infatti, pur non essendo un'uscita di cassa, riducono l'imponibile fiscale e quindi generano un risparmio d'imposta, noto come scudo fiscale. Nel caso di Vodafone Italia le licenze e gli altri diritti immateriali continuano ad essere ammortizzati anche oltre il 2029, cioè al di là dell'orizzonte esplicito del piano. Questo comporta che l'impresa beneficerà di ulteriori risparmi fiscali negli anni successivi, i quali non risultano incorporati nel Terminal Value calcolato con i soli ammortamenti core.

Per questa ragione, al valore ottenuto con il metodo di Gordon è necessario sommare il valore attuale netto degli scudi fiscali futuri degli ammortamenti. Si ottiene quindi una stima più completa del valore

⁷² Berk, J., & DeMarzo, P. (2023). Corporate Finance. Pearson.

d'impresa, che riflette non solo la capacità dell'azienda di generare flussi operativi in continuità, ma anche i vantaggi fiscali legati agli ammortamenti che matureranno successivamente al periodo di piano.

Partendo dal bilancio di Vodafone Italia, sulla base dei dati delle tabelle relative alle immobilizzazioni immateriali della nota integrativa, si è determinato il valore delle quote di ammortamento annue delle licenze, il valore risultante, opportunamente attualizzato, è stato sommato al Terminal Value.

Ammortamenti		2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038
Licenza GSM e oneri accessori	-	53.305	53.305	53.305	53.305	53.305	39.973	-	-	-	-	-	-	-	-
Licenza UMTS e oneri accessori	-	29.824	29.824	29.824	29.824	29.824	22.359	-	-	-	-	-	-	-	-
Licenza LTE e oneri accessori	-	73.641	73.641	73.641	73.641	73.641	55.240	-	-	-	-	-	-	-	-
Licenza 5G e oneri accessori	-	130.717	130.717	130.717	130.717	130.717	130.717	130.717	130.717	130.717	130.717	130.717	130.717	130.717	90.816
Banda L	-	19.920	19.920	19.920	19.920	19.920	10.913	-	-	-	-	-	-	-	-
Altri diritti	-	472	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Marchi	-	10	10	10	10	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Totale concessioni, licenze, marchi e diritti simili	-	307.889	307.417	307.417	307.417	307.407	259.202	130.717	130.717	130.717	130.717	130.717	130.717	130.717	90.816
SCUDO FISCALE	-	87.748	87.614	87.614	87.614	87.611	73.873	37.254	37.254	37.254	37.254	37.254	37.254	37.254	25.883
NPV SCUDO FISCALE	-	565.099	-	-	-	360.536	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Figura 49 Calcolo dello scudo fiscale degli ammortamenti di Vodafone Italia S.P.A. Fonte: Elaborazione propria con dati raccolti dal bilancio ottico di Vodafone Italia S.P.A 2024

				1	2	3	4	5	
				mar-25	mar-26	mar-27	mar-28	mar-29	TV
FLUSSI DI CASSA				367.202	349.899	298.432	284.317	270.202	324.778
TERMINAL VALUE								5.343.010	
FLUSSI DI CASSA DA SCONTARE				367.202	349.899	298.432	284.317	5.613.212	
FCFO SCONTATI AL WACC				344.731	308.385	246.928	220.853	4.093.439	
ENTERPRISE VALUE			5.214.336						

Figura 50 Calcolo dell'Enterprise Value (EV) di Vodafone Italia S.P.A. Fonte: Elaborazione propria

Sommando i flussi di cassa attualizzati si giunge alla determinazione dell'Enterprise Value di Vodafone Italia, pari a 5.214.336 milioni. È importante sottolineare, tuttavia, che il valore riportato nel foglio Excel rappresenta la stima dell'EV sulla base del business plan elaborato, ma non coincide con il prezzo effettivamente corrisposto dalla società acquirente, poiché non tiene ancora conto delle sinergie di costo e di ricavo derivanti dall'operazione di acquisizione, che verranno trattate nel paragrafo successivo.

Per valutazioni costruite con il DCF, il valore puntuale dipende da alcune ipotesi chiave del modello, in particolare il WACC e il tasso di crescita di lungo periodo del valore terminale. Poiché tali ipotesi sono per loro natura incerte e possono variare entro intervalli ragionevoli, è buona prassi affiancare al risultato base un'analisi di sensitività.

La sensitivity analysis serve a mostrare quanto e in che direzione si muove l'EV al variare di queste leve. In questo modo, il valore stand-alone di Vodafone Italia non viene presentato come un numero "assoluto", ma come una stima credibile inserita in una forchetta coerente con scenari plausibili.

Sensitivity Analysis

		tasso di crescita		
		-0,50%	0%	0,50%
WACC	6,02%	5.307.871	5.633.075	6.017.210
	6,52%	4.940.828	5.214.336	5.533.290
	7,02%	4.622.115	4.854.710	5.122.986

Figura 51 Sensitivity Analysis. Fonte: Elaborazione propria

La tabella mostra come cambia il valore d'impresa stimato con il DCF quando si modificano due leve chiave del modello: il WACC e il tasso di crescita di lungo periodo (g). Il punto di riferimento del modello è al centro della tabella: con WACC 6,52% e g = 0% l'EV è pari a €5,214 miliardi. Da qui si vede in modo intuitivo come si muove la valutazione:

- se aumenta g, il valore sale perché si attribuisce più peso alla crescita nel lungo periodo; con WACC 6,52%, passando da g = -0,50% a g = +0,50% l'EV va da €4,941 mld a €5,533 mld;
- se aumenta il WACC, il valore scende perché i flussi futuri vengono scontati di più; con g = 0%, passando da WACC 6,02% a 7,02% l'EV va da €5,633 mld a €4,855 mld.

Agli estremi delle combinazioni considerate si ottengono i limiti della forchetta: €6,017 miliardi (WACC 6,02%, g +0,50%) e €4,622 miliardi (WACC 7,02%, g -0,50%). In altre parole, entro variazioni realistiche di WACC e g ($\pm 0,50\%$), l'EV "stand-alone" oscilla in un intervallo circa €4,62–6,02 miliardi, mentre lo scenario centrale resta vicino a €5,2 miliardi.

Questo esercizio serve a mostrare che la stima è robusta: piccole variazioni delle ipotesi chiave spostano il valore in misura significativa ma non eccessiva (in media 5–8% rispetto al caso base). Ne deriva che il risultato del DCF senza sinergie è credibile e ben ancorato: il valore d'impresa non dipende da un singolo numero, ma rimane stabile in un intervallo ragionevole anche quando si stressano le ipotesi più sensibili.

5.4 Calcolo delle sinergie

Come illustrato nei capitoli precedenti, le sinergie rappresentano un elemento centrale nelle operazioni di M&A. Una delle principali motivazioni strategiche che ha spinto Swisscom ad acquisire Vodafone Italia è stata proprio la prospettiva delle sinergie derivanti dall'operazione, che nella

presentazione ufficiale agli analisti sono state definite a “limited execution risk”, a indicare un’elevata probabilità di realizzazione.

Il calcolo delle sinergie è fondamentale per comprendere il prezzo corrisposto dall’acquirente; risulta quindi necessario stimarne il valore mediante un modello DCF. Prima di procedere a tale calcolo, è utile analizzare la tipologia di sinergie che l’acquisizione era attesa generare. Nella presentazione agli analisti, Swisscom ha stimato sinergie run-rate pari a 600 milioni di euro entro il 2029. Ciò significa che, secondo le previsioni dell’acquirente, le sinergie sarebbero cresciute progressivamente anno dopo anno, fino a raggiungere la soglia dei 600 milioni a regime⁷³.

Questi benefici deriverebbero da tre principali fonti: in primo luogo, la riduzione dei costi diretti per circa 240 milioni, ottenuta prevalentemente grazie alla migrazione del traffico mobile di Fastweb sulla rete propria, con l’eliminazione dei costi legati all’MVNO, e all’ottimizzazione dei costi di accesso alla rete fissa. In secondo luogo, risparmi per circa 300 milioni riconducibili ai costi indiretti, legati all’ottimizzazione dei servizi forniti da Vodafone, alla razionalizzazione della rete di vendita e distribuzione, all’integrazione dei sistemi IT e delle reti e al consolidamento delle funzioni duplicate. Infine, circa 60 milioni di benefici sarebbero stati associati a una maggiore efficienza negli investimenti in infrastrutture IT e di rete, con conseguenti risparmi sul fronte CAPEX.

A fronte di questi risparmi, Swisscom ha stimato costi di integrazione una tantum pari a circa 700 milioni di euro.

Con queste informazioni a disposizione è stato elaborato il modello DCF per il calcolo delle sinergie.

€ in migliaia	mar-24	mar-25	mar-26	mar-27	mar-28	mar-29
SINERGIE		0	150.000	300.000	450.000	600.000
COSTI DI INTEGRAZIONE		-350.000	-350.000			
IMPOSTA SUL REDDITO AL 24%		-84.000	-48.000	72.000	108.000	144.000
FCF		-266.000	-152.000	228.000	342.000	456.000
WACC	6,52%					
TERMINAL VALUE						6.995.583
FLUSSI DA SCONTARE		-266.000	-152.000	228.000	342.000	7.451.583
NPV DEI FLUSSI	5.504.697					

Figura 52 Calcolo delle sinergie. Fonte: Elaborazione propria.

Così come per il Business Plan, è stato adottato un approccio prudentiale al fine di evitare una sovrastima delle sinergie. Si è ipotizzato che queste inizino a manifestarsi a partire dal 2026, con una crescita progressiva anno dopo anno, fino a raggiungere i 600 milioni di euro a regime nel 2029. I costi di integrazione, invece, sono stati previsti nei primi due anni successivi all’acquisizione. Il NPV dei flussi di cassa ha permesso di stimare il valore delle sinergie pari a 5.504 milioni di euro, in linea con

⁷³ Swisscom, Analyst and Investor Presentation – “Acquisition of Vodafone Italia”, 15 marzo 2024.

le previsioni dell'acquirente. È stato ipotizzato di riconoscere al venditore il 50% delle sinergie e questo valore è stato sommato all'EV precedentemente calcolato, che è risultato quindi pari a 7.966.685 milioni di euro.

5.5 La Valutazione con il metodo dei Multipli

Al fine di realizzare la valutazione con il metodo dei multipli è necessario identificare delle società comparabili, rispetto a quella oggetto di valutazione, per quanto riguarda il settore, la dimensione, il modello di business e la copertura geografica. Le società selezionate sono le seguenti:

- Telecom Italia S.p.a
- Telefonica SA
- France Telecom
- Deutsche Telekom
- VEON Ltd.
- British Telecom

Tutte società operanti nel settore delle telecomunicazioni, con modelli di business comparabili a Vodafone Italia e distribuite geograficamente in Europa e USA. Alla luce dei risultati economici conseguiti dalla società acquisita negli ultimi anni si è ritenuto opportuno considerare il multiplo EV/EBITDA per il calcolo dell'EV, tale multiplo è l'indicatore di riferimento del mercato. Tramite la piattaforma Investing.com sono stati ricavati i multipli per le società selezionate, di cui poi è stata effettuata una media.

Company	EV/EBITDA
Telecom Italia S.p.a	7,6
Telefonica S.A.	7,4
France Telecom	4,8
Deutsche Telekom	7,3
British telecom	3,9
VEON Ltd.	3,3
MEDIA	5,72

Figura 53 Multipli delle società comparabili. Fonte: Elaborazione propria su dati di bloomberg.

A questo punto la media del multiplo delle aziende selezionate è stata utilizzata per il calcolo dell'EV di Vodafone, moltiplicandola per l'EBITDA dell'ultimo anno di consuntivo prima dell'acquisizione.

Figura 54 Calcolo dell'EV di Vodafone Italia con il metodo dei multipli. Fonte: Elaborazione propria

Dalla comparazione dei risultati emerge che l'Enterprise Value (senza considerare le sinergie) stimato attraverso il metodo dei multipli di mercato risulta sostanzialmente allineato a quello ottenuto con l'approccio DCF basato sul business plan. In particolare, l'EV calcolato con il multiplo EBITDA ammonta a circa 5,37 miliardi di euro, mentre l'Enterprise Value derivante dal metodo DCF, pari a circa 5,21 miliardi di euro, si colloca su un livello molto vicino.

La sostanziale convergenza tra i due approcci conferma la coerenza delle ipotesi sottostanti e la solidità delle stime prodotte. Il leggero scostamento osservato può essere ricondotto alle diverse logiche di valutazione: il metodo dei multipli, basandosi su dati di mercato comparabili, tende a riflettere la percezione corrente del settore, mentre il DCF, incorporando in maniera esplicita i flussi di cassa prospettici derivanti dal business plan, restituisce una stima più ancorata alle specificità aziendali.

Tale risultato rafforza l'affidabilità delle valutazioni ottenute e testimonia come, in questo caso, i due approcci conducano a esiti sostanzialmente convergenti, offrendo una rappresentazione equilibrata del reale valore economico dell'operazione.

Conclusioni

Il percorso svolto in questa tesi mostra, con chiarezza crescente dai capitoli introduttivi fino all'analisi empirica finale, come le operazioni di fusione e acquisizione siano al tempo stesso strumenti di crescita e di ristrutturazione competitiva, nonché fenomeni che riflettono le trasformazioni della finanza, della tecnologia e dei mercati. La mappa teorica tracciata nella prima parte ha lo scopo non solo di definire il linguaggio dell'M&A, ma di mettere in luce il nesso profondo tra razionali strategici, metodologie valutative e contesto settoriale: un nesso che, nel caso studio esaminato, risulta essenziale per comprendere la coerenza industriale e finanziaria dell'operazione Swisscom–Vodafone Italia.

Fin dal Capitolo 1, la ricognizione sulle operazioni di M&A, sulle loro ondate storiche e sulle motivazioni che le guidano, evidenzia che tali transazioni non sono semplici scambi di proprietà, ma processi di cambiamento in grado di ridefinire perimetri, ruoli e traiettorie di interi settori. Se le sinergie di costo e di ricavo costituiscono la leva più visibile e spesso più citata delle acquisizioni, la letteratura e l'esperienza mostrano tuttavia come la loro effettiva realizzazione dipenda in misura decisiva dalla qualità dell'integrazione e dalla governance del cambiamento. Il valore promesso dall'operazione, insomma, non è mai “dato”, ma deve essere costruito: nella pianificazione pre-deal, nella modellizzazione finanziaria e, soprattutto, nell'esecuzione post-deal. Questa cornice interpretativa è centrale per leggere con lucidità i risultati dell'analisi empirica svolta più avanti, e spiega perché il lavoro abbia dedicato attenzione al processo di valutazione oltre che ai suoi esiti puntuali.

Il Capitolo 2 scende nel merito delle metodologie di valutazione, distinguendo correttamente l'approccio assoluto (DCF) da quello relativo (multipli) e chiarendo perché la prassi professionale tenda a combinare i due strumenti per ottenere stime più robuste e verificabili. Il DCF, nella variante Asset side adottata in questo elaborato, consente di valorizzare l'impresa a partire dalla sua capacità prospettica di generare flussi di cassa operativi (FCFO), attualizzati a un tasso che rifletta il costo medio ponderato del capitale (WACC) e con un orizzonte esplicito che confluisce in un valore terminale coerente con le ipotesi di lungo periodo. La trattazione mette in luce, da un lato, i punti di forza del DCF (rigore quantitativo, chiarezza dei presupposti, possibilità di stress test e scenari); dall'altro, le criticità note (sensibilità alle assunzioni, complessità di costruzione del modello, esposizione ai rischi di previsione). La discussione sui multipli evidenzia invece il valore dell'ancoraggio al mercato, attraverso un campione di comparables, ma anche i limiti intrinseci di ogni confronto “trasversale”, che richiede cura nella selezione del peer group e nella normalizzazione delle metriche. In questa cornice metodologica si collocano, coerentemente, le scelte effettuate nella parte applicativa. A completare il quadro, il Capitolo 3 ricostruisce l'evoluzione del settore delle telecomunicazioni, dalla liberalizzazione alle dinamiche più recenti del comparto TMT, mostrando come la convergenza tecnologica, la pressione regolatoria e l'innovazione infrastrutturale abbiano favorito, a ondate, processi di

consolidamento. La natura capital-intensive del settore, l'esigenza di aggiornare reti e piattaforme e la spinta ai servizi digitali di nuova generazione hanno reso le M&A uno strumento privilegiato per conseguire economie di scala, presidiare la catena del valore e sostenere i piani di investimento. Questa cornice settoriale non svolge un ruolo meramente descrittivo: è il filtro attraverso cui leggere la logica industriale dell'operazione Swisscom–Vodafone Italia, collocandola tra le traiettorie di riassetto del mercato telco italiano ed europeo. Su queste basi teoriche e settoriali si innesta la parte sperimentale (Capitoli 4 e 5), che rappresenta il cuore dell'elaborato. Il Capitolo 4 inquadra l'operazione dal punto di vista strategico e competitivo, muovendo dal contesto telco domestico, caratterizzato da elevata competizione, pressione sui prezzi e rapida innovazione, e dal profilo dei principali player attivi prima del deal. L'analisi storica di Vodafone Italia evidenzia la delicatezza del momento per il target, con un progressivo deterioramento delle marginalità e della redditività in un ambiente in cui il numero e la natura degli operatori (anche multi-utility entrate nel mercato grazie alla liberalizzazione) hanno accresciuto l'intensità competitiva. In parallelo, il profilo di Swisscom, e il ruolo Fastweb sul mercato italiano, confermano la disponibilità di asset industriali e capabilities idonei a sostenere un'integrazione che punti non solo a ridurre costi duplicati, ma a ridisegnare, nel medio periodo, la posizione competitiva dell'entità combinata. L'operazione, in altri termini, non si spiega solo a partire dalla "domanda di M&A" del settore, ma per la complementarità delle parti e per la possibilità concreta di estrarre sinergie. Il passaggio al Capitolo 5 corrisponde a una vera e propria messa alla prova quantitativa di questa razionalità industriale. La costruzione di un business plan quinquennale per Vodafone Italia, coerente con i fondamentali storici e con il contesto competitivo, ha permesso di stimare i flussi di cassa operativi necessari ad applicare il DCF (Asset side), mentre il controllo per multipli ha fornito un benchmark di mercato per incrociare e validare i risultati. L'impianto metodologico è deliberatamente prudentiale: la dinamica dei ricavi e dei margini è modellata con gradualità; i CAPEX sono trattati con attenzione alla natura infrastrutturale del settore; il WACC è calcolato esplicitando le sue componenti (costo dell'equity tramite CAPM, costo del debito e pesi target), e il Terminal Value è stimato con ipotesi conservative. Entro questa architettura, il DCF stand-alone restituisce un valore d'impresa nell'intorno di €5,2–5,4 miliardi, in sostanziale convergenza con l'esercizio sui multipli EV/EBITDA condotto su un peer group europeo omogeneo. Tale convergenza, ampiamente discussa in tesi, non è un dato meramente numerico, ma un risultato metodologico: indica che l'informazione di mercato incorporata nei multipli e la traiettoria prospettica codificata nel DCF raccontano la stessa storia del valore del target, restringendo l'incertezza valutativa e rafforzando l'affidabilità delle conclusioni. Il tema delle sinergie, affrontato con rigore concettuale nella parte teorica e tradotto poi in un modello DCF dedicato, rappresenta l'altro cardine dell'analisi sperimentale. La presentazione agli analisti da parte dell'acquirente colloca le sinergie a regime

attorno a €600 milioni (2029), articolandole in tre grandi blocchi: costi diretti (circa €240 milioni, trainati soprattutto dalla migrazione del traffico mobile di Fastweb su rete proprietaria e dall'ottimizzazione dell'accesso alla rete fissa), costi indiretti (circa €300 milioni, con effetti su IT & network integration, rete commerciale e funzioni duplicate) ed efficienze CAPEX (circa €60 milioni). A fronte di questi benefici, sono previsti costi una tantum di integrazione nell'ordine di €700 milioni. La tesi non si limita a citare tali grandezze, ma le temporalizza con prudenza (dispiegamento graduale fino al regime) e ne valuta il valore attuale netto con lo stesso criterio di attualizzazione utilizzato per il target stand-alone: in questo modo, il contributo sinergico viene integrato nella price story dell'operazione in modo trasparente e verificabile. La lettura congiunta dei risultati consente di trarre alcune considerazioni conclusive. Anzitutto, la coerenza fra DCF e multipli sul perimetro stand-alone suggerisce che il mercato e il piano prospettico descrivano un range di valore ristretto per Vodafone Italia; la vicinanza delle stime è particolarmente significativa in un settore soggetto a volatilità regolatoria e concorrenziale. In secondo luogo, l'aggiunta disciplinata del valore delle sinergie (opportunamente depurato per i costi di integrazione e trattato con il medesimo tasso di sconto) permette di colmare il differenziale rispetto al corrispettivo di deal, senza dover ricorrere ad assunzioni aggressive o a crescite terminali irrealistiche. Il messaggio complessivo è che la razionalità economica del prezzo affonda le sue radici in benefici industriali che, pur maturando nel tempo, sono allineati alla struttura dei costi e degli investimenti tipica del comparto telco. Questa conclusione non elude, naturalmente, i limiti intrinseci di ogni valutazione: la sensibilità del DCF alle assunzioni (in particolare al WACC e al valore terminale), la dipendenza dei multipli dalle condizioni di mercato nel momento del confronto, il rischio di execution legato all'integrazione operativa e alla realizzazione effettiva delle sinergie. La tesi, consapevole di tali profili, ha adottato un'impostazione prudentiale, nella scelta dei parametri, nella tempistica dei benefici e ha privilegiato la trasparenza dei passaggi, in modo da rendere replicabili i risultati e chiaro il legame tra ipotesi e output. In definitiva, l'elaborato mostra come la metodologia, intesa come capacità di connettere fondamenti teorici, tecniche valutative e conoscenza del settore, sia la vera chiave per capire il senso economico delle M&A. Nel caso Swisscom–Vodafone Italia, la logica industriale dell'operazione è leggibile già nel quadro teorico dei razionali e delle sinergie; la coerenza finanziaria emerge poi con nettezza dall'analisi empirica: stand-alone, il valore dell'impresa si colloca in un intorno ristretto stimato in modo convergente da DCF e multipli; post-sinergie, l'EV trova allineamento con il pricing del deal, quando le efficienze di costo e di investimento vengono trattate con lo stesso rigore del resto del modello. Questa coerenza fra teoria, metodo e risultati è forse l'esito più rilevante del lavoro.

BIBLIOGRAFIA

- Berk, J., & DeMarzo, P. (2023). *Corporate Finance*. Pearson.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., Allen, F., & Sandri, S. (2020). *Principi di finanza aziendale* (VIII ed.). Milano: McGraw-Hill Education.
- Chandler, A. D. (1991). The Functions of the HQ Unit in the Multi-Business Firm. *Strategic Management Journal*.
- Chandler, A. D. Jr. (2001). *Inventing the Electronic Century: The Epic Story of the Consumer Electronics and Computer Industries*. Harvard University Press.
- Cortesi, A. (2000). *Le acquisizioni di imprese. Strutture e processi per la creazione*. Milano: Egea.
- Damodaran, A. (2010). *Valutazione delle aziende*. Maggioli Editore.
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. Wiley.
- Damodaran, A. (2013). *Finanza aziendale*. Apogeo Editore.
- Fiori, A. (2014). *Valutazione d'azienda: Asset side o Equity side?*
- Fontana, F., & Boccardelli, P. (2015). *Corporate Strategy: una prospettiva organizzativa e finanziaria per la crescita*. Milano: Hoepli.
- Franceschi, L. F., & Comi, L. (2015). *Modelli finanziari per la valutazione d'azienda*. EDU-Catt.
- Gaughan, P. A. (2017). *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. Wiley.
- Jimenez, M., & Sindik, A. (2022). Role of Due Diligence in M&A Transactions.
- Karim, S., & Capron, L. (2016). Adding, Redeploying, Recombining and Divesting Resources and Business Units. *Strategic Management Journal*, 37(13).
- Massari, M., & Zanetti, L. (2008). *Valutazione finanziaria: fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario*. Milano: McGraw-Hill.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. *The American Economic Review*.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1990). Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions? *The Journal of Finance*, 45(1), 31–48.
- Nouwen, T. J. A. (2011). *M&A Waves and Its Evolution Throughout History*. Bachelor Thesis, Tilburg University.
- Pennings, J. S. J., van Kranenburg, H., & Hagedoorn, J. (2005). Past, Present and Future of the Telecommunications Industry.

- Pozzoli, S. (2013). Valutazione d'azienda. Ipsoa.
- Pratt, S. P., & Grabowski, R. J. (2010). Cost of Capital in Litigation: Applications and Examples. Wiley.
- Ravenscraft, D. J., & Scherer, F. M. (1987). Mergers, Sell-Offs, and Economic Efficiency. Brookings Institution Press.
- Roll, R. (1986). The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. *Journal of Business*, 59(2), 197–216.
- Sodini, M. (2015). Il valore di un'azienda in base ai multipli. Fondazione Nazionale dei Commercialisti.
- Stigler, G. J. (1950). Monopoly and Oligopoly by Merger. *The American Economic Review*.
- Sudarsanam, S. (2003). Creating Value from Mergers and Acquisitions: The Challenges – An Integrated and International Perspective. Pearson Education.
- Thimm, A. L. (1992). America's Stake in European Telecommunication Policies. Westport, CT: Quorum Books.
- McKinsey & Company (2025). Technology, Media, and Telecom in Europe: The New Growth Engine or Another Decade of Missing Out? (Sehdev, A. et al.). McKinsey's Technology, Media & Telecommunications Practice.
- McKinsey & Company (2025). Technology, Media, and Telecommunications: Software Deals and Creative Partnerships Will Carry the Day. McKinsey M&A Practice.
- McKinsey & Company (2024). A Proactive Approach to Navigating Geopolitics Is Essential to Thrive.
- Mikkelsen, D., Scheurle, S., Soller, H., & Strandell-Jansson, M. (2024). The EU Digital Strategy: The Impact of Data Privacy on Global Business. McKinsey.
- European Commission (2021). 2030 Digital Compass: The European Way for the Digital Decade.
- European Commission (2025). Commission to Invest €1.3 Billion in Artificial Intelligence, Cybersecurity, and Digital Skills.
- IAB Europe (2024). Digital Ad Spend in Europe Rose by 11.1% in 2023.
- Statista (2024). Cloud Computing in Europe – Statistics & Facts.
- Salerno, D. (2025). Telecomunicazioni, ora il mercato va verso un consolidamento. I-Com – Istituto per la Competitività.
- Vodafone Italia S.p.A. (2022). Bilancio Ottico.
- Vodafone Italia S.p.A. (2024). Bilancio Ottico.
- Vodafone Group Plc (2024). Annual Report.

- Swisscom (2024). Analyst and Investor Presentation – Acquisition of Vodafone Italia, 15 marzo 2024.

SITOGRAFIA

- <https://kpmg.com/it/it/home/media/press-releases/2024/12/mercato-m-a-in-italia-nel-2024--volumi-record-con-oltre-1-360-op.html>
- <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/mergers-acquisitions-ma-process/>
- <https://www.mckinsey.com/capabilities/strategy-and-corporate-finance/our-insights/a-blue-print-for-m-and-a-success>
- <https://fastercapital.com/it/domande-dell-imprenditore/come-valutare-i-punti-di-forza-e-i-limiti-del-dcf-come-tecnica-di-capital-budgeting.html>
- <https://www.pwc.com/gx/en/services/deals/trends/2025/telecommunications-media-technology.html>
- <https://www.vodafone.it/nw/vodafone-italia/chi-siamo/la-storia.html>