

Corso di laurea in Strategic management

Cattedra di Finanza Aziendale Corso Avanzato

**L'importanza dell'M&A per la crescita
e la competitività delle imprese:
il caso Campari con l'acquisizione di
Tannico.**

Prof. Adalberto Pellegrino

RELATORE

Prof. Alfio Torrisi

CORRELATORE

Zecchino Giulio
Matr. 751651

CANDIDATO

Anno Accademico 2022/2023

Ringraziamenti

I miei ringraziamenti sono indirizzati a tutti coloro che hanno contribuito alla realizzazione della mia tesi.

Il primo ringraziamento è nei confronti del professore, nonché correlatore Alfio Torrisi.

Il secondo ringraziamento va al mio relatore, il professore Adalberto Pellegrino, che con estrema pazienza mi ha supportato durante tutto l'arco dell'elaborato.

Il terzo ed ultimo ringraziamento è alla mia famiglia, per avermi reso l'uomo che sono oggi.

INDICE

INTRODUZIONE	7
1.1 Tipologie di strategia di crescita	8
1.1.1 Strategia di crescita organica	8
1.1.2 Strategia di crescita inorganica.....	9
1.2 L'M&A.....	11
1.2.1 Le fusioni.....	12
1.2.2 Le acquisizioni	13
1.2.3 Rispettivi vantaggi e svantaggi delle fusioni ed acquisizioni.....	14
1.2.4 Macro-tipologie di fusioni ed acquisizioni	15
1.3 I possibili fallimenti nelle operazioni di M&A.....	16
1.3.1 Fallimenti pre-deal	16
1.3.2 Fallimenti post deal	18
1.3.3 Motivazioni dal punto di vista dell'acquirente.....	20
1.3.4 Motivazioni dal punto di vista dell'acquisita.....	21
1.4 Merger wave periods.....	22
1.5 M&A trends attuali.....	26
1.5.1 Global M&A trends 2021	26
1.5.2 Global M&A trends 2022	27
1.5.3 M&A in Italia	28
CAPITOLO II : IL PROCESSO DI ACQUISIZIONE.....	31
2.1 Il procedimento.....	31
2.1.1 Fase preacquisizione	32
2.1.2 Fase di negoziazione e closing	32
2.1.3 La documentazione in un processo di acquisizione.....	34
2.1.4 Fase di integrazione.....	37
CAPITOLO III : VALUTARE UN'OPERAZIONE DI ACQUISIZIONE.....	39
3.1 La valutazione aziendale.....	39

3.1.1 I principali metodi di valutazione	40
3.2 Il modello Discounted Cash Flow (DCF).....	41
3.2.1 L'Asset Side Approach	43
3.2.2 L'Equity Side Approach	48
3.2.3 Vantaggi e svantaggi del metodo Discounted Cash Flow	50
3.3 Il modello dei multipli di mercato.....	50
3.3.1 Possibili classificazioni dei multipli	51
3.3.2 Indicazioni per l'utilizzo del metodo dei multipli.....	52
3.3.3 Vantaggi e svantaggi del metodo del metodo dei multipli di mercato.....	53
3.4 Le sinergie ricercate	54
3.5 Il valore dell'acquisizione	56
CAPITOLO IV : L'ACQUISIZIONE DI TANNICO DA PARTE DI CAMPARI	59
4.1 Overview	59
4.2 Tannico S.r.l.....	59
4.3 Risultati finanziari di Tannico S.r.l.....	61
4.4 Campari.....	64
4.5 Analisi settoriale	66
4.5.1 Il mercato del beverage.....	66
4.5.2 Il mercato delle bevande alcoliche	67
4.5.3 Il mercato digitale delle bevande	69
4.5.4 Il mercato digitale delle bevande alcoliche	70
4.5.5 Il TAM di Tannico.....	73
4.6 I players di settore	74
4.6.1 Principali competitors di Campari	75
4.6.2 Principali competitors di Tannico	76
4.7 L'acquisizione tra Campari S.p.a e Tannico S.r.l.....	78
4.8 La strategia di Campari dietro l'operazione Tannico	80
4.9 La valutazione dell'operazione Campari -Tannico.....	81
4.9.1 L'utilizzo del <i>Discounted Cash Flow</i> su Tannico	82

4.9.2 L'utilizzo del metodo dei multipli su Tannico	88
4.9.3 Considerazioni finali sulla valutazione.....	92
4.10 L'impatto dell'acquisizione sui bilanci consolidati di Campari Group	92
4.10.1 Bilancio 31/12/2020.....	93
4.10.2 Bilancio 31/12/2021.....	94
4.10.3 Bilancio 31/12/2022.....	96
4.11 Analisi andamento titoli Campari collegato alle operazioni straordinarie.....	97
4.11.1 Analisi andamento titoli Campari tra maggio 2018 e maggio 2023.....	98
4.11.2 Analisi andamento titoli Campari in relazione all'acquisizione del 49% di Tannico	99
4.11.3 Analisi andamento titoli Campari in relazione alla joint venture con Möet Hennesy	101
4.11.4 Analisi andamento titoli Campari in relazione all'acquisizione del 100% di Tannico	103
BIBLIOGRAFIA.....	107
SITOGRAFIA.....	112
RIASSUNTO.....	119

INTRODUZIONE

In un'epoca contraddistinta da una forte competitività dei mercati, dovuta alla globalizzazione derivante da un'economica mondiale di stampo prettamente capitalista, le imprese sono costrette ad essere sempre più dinamiche e attente al fine di rimanere competitive sul mercato evitando di essere emarginate dal proprio settore d'appartenenza.

Per evitare questi rischi, una scelta strategica adottata sempre più frequentemente dalle imprese è rappresentata dalla realizzazione di operazioni di M&A, acronimo di *Mergers & Acquisitions*. L'M&A è una attività di finanza straordinaria fondamentale per le aziende, visto che spesso non hanno le capacità interne per sopperire alle sfide che si manifestano, e allora tramite fusioni ed acquisizioni intraprendono una soluzione esterna che permette non solo di rimanere sul mercato, ma anche di poter raggiungere un vantaggio competitivo, cioè di ottenere costantemente performance superiori rispetto alla concorrenza, che non adotta politiche di crescita esterna, in un arco temporale di medio-lungo termine¹.

L'obiettivo principale di questa tesi è dimostrare come l'M&A sia un acceleratore per lo sviluppo e la competitività sul mercato. A prova di ciò, si studierà il gruppo Davide Campari Milano S.p.a, e nello specifico l'acquisizione della società italiana Tannico S.r.l.

Per arrivare a questo risultato si spiegherà da un punto di vista teorico che cosa sono le operazioni di M&A, quali sono le alternative e perché un'impresa decide di avviare un'operazione di finanza straordinaria di questo tipo.

Dopodiché si entrerà maggiormente nello specifico, illustrando prima in che cosa consiste il processo di acquisizione e successivamente quali sono i metodi di valutazione aziendale, fondamentali per permettere di passare dalla teoria alla pratica, vale a dire al caso in questione. Quindi nell'ultimo capitolo, si esporranno i metodi di valutazione utilizzati per determinare il valore societario di Tannico e che valori si sono ottenuti.

Parallelamente si descriverà la storia di questa operazione, cioè come è nata e come si è articolata. Da ciò si capirà il perché della scelta di prendere come oggetto proprio questa acquisizione, in quanto in grado di abbracciare molti temi e particolarità, come il fatto di essere un'acquisizione avvenuta in più fasi, l'aver generato un'altra operazione di finanza straordinaria come la *joint venture* con la società francese Moët Hennesy e il tema oggi giorno sempre più quotidiano della digitalizzazione aziendale.

¹ Porter Michael E., *Il vantaggio competitivo*, Torino, Einaudi, 2004.

CAPITOLO I : LE OPERAZIONI DI M&A

1.1 Tipologie di strategia di crescita

L'M&A è una delle modalità, attuate dalle imprese, per raggiungere gli obiettivi strategici durante il ciclo di vita di una società. Questi obiettivi sono di varia natura e possono riguardare il raggiungimento di economie di scala e scopo, l'accesso a nuovi mercati per permettere alla società di internazionalizzarsi, l'aumento del proprio portafoglio di business, l'incremento del potere contrattuale coi fornitori e clienti, il miglioramento delle quote di mercato.

Detto questo, per un'impresa l'opzione di crescere, non è detto che sia sempre la migliore. Tant'è che diverse imprese decidono di rimanere in una dimensione di PMI. Le ragioni di non ingrandirsi sono diverse, su tutte il rischio dato dall'investimento, ma anche il fatto che al crescere della dimensione aziendale aumenta la complessità dei processi decisionali e organizzativi².

Qualora si valuti che una crescita aziendale sia la giusta scelta da compiere, allora ci sono due modi per intraprenderla: la crescita organica e la crescita inorganica.

1.1.1 Strategia di crescita organica

La crescita organica, anche detta crescita per linee interne, è una tipologia di strategia basata sulla capacità di reinvestimento delle risorse, delle competenze e delle capacità accumulate dall'impresa nel corso della sua storia, con il fine di generare nuove attività.

Le tipologie di crescita endogena sono molteplici. La più comune è quella produttiva che consiste nell'utilizzare le risorse interne all'azienda, a livello produttivo e di vendite³, generando una maggiore quantità dei volumi di produzione e/o sviluppando nuovi prodotti e servizi.

Un'altra opzione di crescita organica è rappresentata dalla diversificazione, una strategia aziendale che mira all'entrata in mercati fino a quel momento non serviti. A sua volta la

² Burlingham B., *Small giants: companies that be great instead of big*, New York, Portfolio, 2016.

³ Mognetti J.F., *Organic Growth: Cost-effective Business Expansion from Within*, Chichester, Wiley, 2003.

diversificazione può essere di tipo conglomerale o correlata. Conglomerale è una espansione in business non collegati a quelli svolti dalla società, mentre la diversificazione correlata consiste nell'entrata in settori simili a quelli già occupati, sfruttando sinergie rilevanti.

La crescita per linee interne può avvenire anche compiendo integrazioni verticali, vale a dire appunto integrare, a monte o a valle, una fase della propria catena del valore.

La crescita organica permette alle società di avere un maggiore controllo della strategia, una maggiore flessibilità, una cultura aziendale omogenea, un miglioramento a livello di competenze delle proprie risorse, poiché tutto è il risultato di uno sviluppo interno⁴.

I vantaggi appena citati, presuppongono però tempistiche molto lunghe, rallentando la pianificazione dello sviluppo svolta dalla società, ciò genera possibili costi opportunità e ritardi. Inoltre, la ragione più ovvia per cui alle volte non è possibile attuare una strategia di crescita organica è la mancanza delle risorse necessarie per implementarla e l'impossibilità di reperirle, come ad esempio il know how, il personale competente, le infrastrutture necessarie e le risorse finanziarie.

1.1.2 Strategia di crescita inorganica

Premettendo che le strategie di crescita inorganica e organica non sono sostitutive, un'altra opzione strategica di crescita, è la crescita per linee esterne. La crescita inorganica, chiamata anche crescita per linee esterne, consiste nell'aumentare le dimensioni del gruppo risultante, eseguendo sinergie tra imprese precedentemente indipendenti, ottenendo un aumento di valore superiore rispetto a quello che si sarebbe ottenuto considerando la somma dei valori delle singole aziende. A differenza di quanto visto con la crescita endogena, i vantaggi principali della crescita esogena sono i minori tempi di realizzazione e l'ottenimento di risorse irreperibili in-house.

Esistono tre classificazioni di crescita esogena: le alleanze strategiche, gli accordi commerciali e le fusioni ed acquisizioni.

Le alleanze strategiche si dividono a loro volta in joint venture e capital venturing.

Le joint venture, sono accordi contrattuali fra parti che portano alla costituzione di una nuova società istituita per il raggiungimento dell'obiettivo prefissato⁵.

⁴ Sudharsan D., *Organic Growth Disciplines*, Bingley, Emerald Publishing Limited, 2019.

⁵ Smith P.J., *Joint Ventures: Business Strategies for Accounts*, New Jersey, Wiley, 2007.

Il capital venturing si riferisce a qualsiasi tipo di investimento iniziale o di rischio in un'azienda, finalizzato a fornire il capitale necessario per lo sviluppo dell'attività, e l'ottenimento di un ritorno finanziario. Questo tipo di investimento viene effettuato spesso da investitori privati, come fondi di private equity o di venture capital.

I venture capital, sono delle tipologie di fondi che investono in *high growth companies*, imprese non quotate ad alto potenziale di sviluppo e crescita che si trovano nella fase di start up. L'obiettivo è quello di ottenere un consistente guadagno in conto capitale dalla vendita della partecipazione acquisita o dalla quotazione in borsa. L'attività di venture capital non comporta unicamente l'apporto di capitale di rischio, ma riguarda anche l'apporto professionale dello stesso investitore nell'attività della società; di fatto questi partecipa alle decisioni strategiche dell'impresa apportando le proprie conoscenze ed esperienze professionali, lasciando all'imprenditore e al management la gestione operativa. Se la società in cui si è investito ha successo, l'uscita dell'investitore istituzionale avviene quando la società ha raggiunto lo sviluppo previsto. Nel caso di insuccesso l'investitore abbandona quando si rende conto che non è più possibile risolvere la situazione di crisi⁶.

I fondi di private equity, (attori protagonisti delle operazioni M&A), sono degli investitori istituzionali concentrati principalmente nell'investimento in società già consolidate, con ancora un elevato potenziale di crescita. L'investimento avviene tramite la sottoscrizione di azioni o l'acquisto di esse, generando nuovi capitali all'interno della target. L'obiettivo del fondo, tramite il suo contributo a livello gestionale, è quello di arrivare ad un exit positiva, vale a dire realizzare una plusvalenza sulla cessione della partecipazione. Spesso il lavoro svolto dai fondi private equity, è quello di portare la società ad internazionalizzarsi e/o alla quotazione in borsa; a differenza dei venture capital che sono operatori più indirizzati a rendere una start-up una vera e propria azienda⁷.

Gli accordi commerciali sono accordi formali di medio-lungo periodo, tra imprese. Il fine è la condivisione di risorse e competenze per la realizzazione di obiettivi comuni, ma a differenza delle partnership strategiche, ciò non porta alla nascita di una nuova entità giuridica⁸

Gli accordi commerciali sono comunemente di due tipi: Il franchising e il licensing. Il franchising consiste in un accordo contrattuale che regola due figure: un franchisor ed un

⁶ Borsa Italiana, Glossario finanziario – venture capital, 2023.

⁷ Borsa Italiana, Glossario finanziario – private equity, 2023.

⁸ Fontana G., Gestione delle imprese e dei sistemi produttivi, Milano, McGraw-Hill Education, 2015.

franchisee. Quest'ultimo a seguito di un corrispettivo concede il diritto di utilizzo del proprio marchio o di altri asset aziendali, al franchisor. Anche il licensing è una forma contrattuale fra due parti, denominate licensor e licensee (in italiano licenziante e licenziatario). A seguito del pagamento di royalties, il licensee si garantisce il diritto di sfruttare determinati prodotti ed asset, secondo quanto stabilito dall'accordo con il licensor.

Infine, un'opzione di crescita inorganica è rappresentata dalle fusioni ed acquisizioni. Quest'ultime rientrano nell'insieme delle operazioni straordinarie, in quanto modificano lo statuto societario perché avviene un'acquisizione o una fusione fra una o più imprese integrate sotto un'unica entità, andando così a modificare la compagine sociale⁹. In questa maniera, si ottengono esternamente le capacità e le risorse necessarie per permettere la crescita aziendale.

1.2 L'M&A

Le operazioni di M&A, acronimo anglosassone di Mergers and Acquisitions, in italiano Fusioni e Acquisizioni riguardano l'acquisto/cessione di società terze o asset aziendali, il *carve-out*, la fusione tra due o più società.

Secondo il Codice civile, anche le attività di scissione, conferimento d'azienda, affitto d'azienda e liquidazione rientrano nella categoria delle operazioni di finanza straordinaria. Vale a dire tutte quelle attività fuori dall'ordinaria gestione dell'impresa¹⁰. Queste attività possono essere giustificate da motivazioni come la riduzione dei rischi, l'ottimizzazione delle risorse, la ricerca di sinergie, la successione aziendale, la concentrazione in un'unica unità economica, le maggiori agevolazioni fiscali, la prevenzione di procedimenti concorsuali ecc...

È bene precisare che le fusioni ed acquisizioni non sono le uniche operazioni di finanza straordinaria d'impresa, infatti rientrano in questa categoria anche i consolidamenti, l'acquisto di asset e l'OPA (acronimo di Offerta Pubblica di Acquisto).

In breve, l'OPA accade quando una società o un investitore esterno, fa un'offerta pubblica per l'acquisto di una quota rilevante delle azioni di una società quotata in borsa, così da ottenerne il controllo.

⁹ Brealey R. A., Myers S. C., Allen F., Milano, Principi di finanza aziendale, McGraw-Hill Education, 2014.

¹⁰ Tedeschi G., Salvadeo S., Le operazioni straordinarie e la gestione dei processi di acquisizione, Ipsoa, 2012.

Tornando alle fusioni ed acquisizioni, anche se considerate un tutt'uno visto il termine M&A, esse si riferiscono a due operazioni distinte; infatti, nell'acquisizione l'impresa una volta acquisita l'impresa target, mantiene la propria personalità giuridica. Mentre nella fusione le due o più imprese coinvolte si uniscono sotto un'unica entità, andando a costituire una unica personalità giuridica¹¹.

Oltre a questa sintetica macro-differenza dal punto di vista giuridico, nei prossimi paragrafi si andranno ad analizzare più in profondità queste due tipologie di operazioni.

1.2.1 Le fusioni

Le fusioni sono definibili a livello giuridico come una modificazione dell'organizzazione sociale, che sostituisce una società ad una pluralità di organismi. A livello economico invece, è riassumibile come una concentrazione di società, con lo scopo principale di avviare un processo di rafforzamento delle imprese coinvolte¹².

In questo ambito, è importante esplicitare le due differenti forme nelle quali può avvenire una fusione. La fusione propria, anche detta 'per unione', prevede che da due società nasca una *newco*, vale a dire un terzo soggetto giuridico, facendo estinguere le altre due. Oppure si può avere una fusione per incorporazione, cioè quando una società ingloba un'altra società, e per effetto di questa operazione continua ad esistere solo la incorporante, mentre le incorporate terminano il loro ciclo di vita.

La modalità secondo cui avvengono queste due forme di fusione, è chiamata rapporto di concambio. Il rapporto di concambio differisce a seconda dei due casi.

Nella fusione per unione, le imprese coinvolte nello scambio di azioni ricevono, in cambio delle loro azioni estinte, nuove azioni o quote nella nuova entità, secondo un rapporto di cambio stabilito dai valori delle società fuse. Questo significa che i soci delle aziende che si sono fuse, possiedono quote o azioni in proporzione alla loro partecipazione nella vecchia impresa.

Mentre nel caso di fusione per incorporazione, la società che effettua l'incorporazione emette nuove azioni o quote, con conseguente aumento del capitale sociale. Procedimento svolto con il fine di assegnare queste nuove azioni ai soci della società inglobata, seguendo un rapporto di cambio stabilito a priori. Questo implica che le vecchie quote/azioni della società incorporata

¹¹ Visentini G., Palazzolo A., Manuale di diritto commerciale, Roma, Dike Giuridica, 2017.

¹² Vella F., Bosi G., Diritto ed economia delle società, Bologna, il Mulino Manuali, 2020.

si annullino. Così facendo, i soci coinvolti nell'operazione, non verranno danneggiati, perché possiederanno una quota di proprietà nella nuova società.¹³

1.2.2 Le acquisizioni

Le acquisizioni sono operazioni strategiche che implicano l'acquisto di azioni o quote di una società da parte di un'altra società. Lo scopo è quello di ottenerne il controllo delle quote. Tali operazioni si effettuano attraverso la cessione di un pacchetto azionario, in cambio di un corrispettivo. In sintesi, le acquisizioni rappresentano un'attività finanziaria finalizzata al controllo di altre imprese, così da ampliare il proprio business o consolidare la propria posizione di mercato¹⁴.

Le acquisizioni hanno diverse classificazioni, che differiscono a seconda dei punti da cui le si vedono. Ad esempio, una prima classificazione è in base alla partecipazione rilevate; infatti, si parla di acquisizioni totalitarie quando vengono rilevate il 100% delle quote della società target. Acquisizioni di maggioranza quando le azioni acquistate dalla società acquirente sono maggiori del 50%. Ed infine le acquisizioni di minoranza, quando si trattano quote del capitale sociale inferiori al 50%.

Con riferimento alle società quotate, le acquisizioni possono essere amichevoli o ostili, a seconda che la società target sia propensa o meno ad essere acquisita.

Un'altra tipologia, legata prettamente alle società quotate, va in base al fatto che un'acquisizione sia amichevole oppure ostile. Nell'acquisizione amichevole, la società target è propensa ad essere acquisita, quindi collabora con la società acquirente offrendo la documentazione necessaria per il raggiungimento dell'operazione. Anche detta *take over* ostile, si parla di acquisizione ostile quando la società target non è a favore dell'operazione e per questo ostacola il raggiungimento di un accordo. In particolare, il management della società target non ritenendo adatta la proposta presentata, cerca di bloccare l'operazione. A questo punto la società acquirente detta *raider* supera il board management della società target, acquisendo una percentuale di voti di azioni dell'acquisita proporzionale alla maggioranza dei voti in assemblea, così da presentare l'offerta direttamente agli azionisti, sostituendo il CDA. A seguito di ciò il management dell'impresa può attuare diverse tattiche per impedirne la

¹³ Campobasso G.F., Manuale di diritto commerciale, Torino, UTET Giuridica, 2022.

¹⁴ Conca V., Le acquisizioni: il processo, il mercato, i prezzi, Milano, Egea, 2001.

realizzazione¹⁵: richiedere una maggioranza qualificata di voti per l'approvazione dell'operazione, limitare diritti di voto a chi possiede alte percentuali di azioni, la creazione di un CDA ad elezione scaglionata, le *Poison pills*, e la tecnica del *White knight* comprendente la variante *White squire*. Per quanto riguarda le *Poison pills*, consistono in un'offerta di diritti che permette agli azionisti di acquistare azioni ad un prezzo scontato rispetto al mercato, rendendo il takeover molto caro.

La tattica del Cavaliere bianco consiste nel provare a farsi acquisire da una società amica, addirittura arrivando allo Scudiero bianco, vale a dire una grande impresa/un investitore importante che si propone di acquistare un'ampia quantità di azioni con speciali diritti di voto dell'impresa target.

1.2.3 Rispettivi vantaggi e svantaggi delle fusioni ed acquisizioni

Spiegato cosa sono le operazioni di *Mergers* e le *Acquisitions*, è giusto evidenziare a cosa si va incontro nello scegliere un'opzione piuttosto che l'altra.

Generalmente, per quanto riguarda le fusioni, si tratta di operazioni che sono molto meno onerose rispetto alle acquisizioni, e quindi implicitamente il rischio in caso di fallimento diminuisce. Inoltre, il rischio e gli oneri sono condivisi da entrambe le parti, e non solo dall'acquirente, come nel caso delle acquisizioni.

Anche se una fusione può essere meno costosa rispetto ad un'acquisizione, ci sono significative problematiche in questo tipo di operazione. In primis gli iter processuali di approvazione caratterizzati da complessità e lunghe tempistiche. Ma soprattutto la difficoltà maggiore è rappresentata dall'integrazione delle risorse di tutte le società coinvolte, e alla loro gestione. Ciò è dovuto al fatto che le fusioni comportano un aumento della complessità organizzativa e manageriale delle imprese, vista la necessità di integrare diverse competenze, conoscenze e culture aziendali¹⁶.

¹⁵ Brealey R. A., Myers S. C., Allen F., Sandri S., *Principi di finanza aziendale*, Milano, McGraw-Hill Education, 2020.

¹⁶ Gagliardi G., *L'attività di M&A in Europa: situazione e prospettive*, Roma, FrancoAngeli, 2013.

Il processo di integrazione è quindi fondamentale per il successo di un'operazione di fusione. Per questo motivo, è importante definire l'operazione in anticipo e allocare le risorse necessarie per garantire un efficace consolidamento delle imprese coinvolte.

Per quanto concerne le acquisizioni, i punti di forza principali sono: la possibilità di una operazione più rapida rispetto alle fusioni. Riuscire a cogliere possibili opportunità di mercato, come nel caso di un'azienda sottovalutata. Acquisire significa eliminare un concorrente di mercato, e a differenza delle fusioni, non dovendo condividere con esso la governance aziendale, così da non incorrere in discussioni, compromessi, problemi e rallentamenti nell'attuazione della strategia aziendale.

Tuttavia, proprio dalla strategia derivano i maggiori rischi, in quanto se le acquisizioni non sono ben pianificate e in linea con la strategia complessiva dell'azienda, l'operazione potrebbe portare alla distruzione di valore di entrambe le parti coinvolte. Per questa ragione è importante per il management che le acquisizioni siano ponderate con estrema attenzione già in fase di progettazione, considerando una visione di lungo periodo, una pianificazione dettagliata delle attività, e un'attenta analisi di tutti i fattori che potrebbero influenzare il successo e l'insuccesso dell'operazione¹⁷.

1.2.4 Macro-tipologie di fusioni ed acquisizioni

Le operazioni di M&A, che si tratti di fusioni o acquisizioni, sono universalmente categorizzabili nelle seguenti tipologie¹⁸:

- Operazioni Orizzontali: la fusione/acquisizione avviene fra due aziende che operano nello stesso settore. L'obiettivo principale è ottenere economie di scala e scopo.
- Operazioni verticali: la fusione/acquisizione avviene tra due società che operano nella stessa supply chain. Il fine è quello di ridurre le inefficienze produttive, e incrementare le sinergie. Le operazioni verticali possono essere a monte (anche detta discendente) o a valle (anche detta ascendente). A monte significa acquisire un fornitore. A valle acquisire un distributore o una rete di vendita.
- Operazioni *Congeneric*: sono operazioni di M&A correlate, cioè che le aziende in questione fanno riferimento a settori complementari, offrendo al mercato prodotti e

¹⁷ Mishkin F. S., Eakins S. G., Beccalli E., Istituzioni e mercati finanziari, Milano, Pearson, 2020.

¹⁸ Berk J., DeMarzo P., Finanza Aziendale 1, Milano, Pearson, 2018.

servizi differenti ma utilizzabili insieme, o che si rivolgono allo stesso target di clientela. Lo scopo è quello di espandere l'offerta dei prodotti e servizi, raggiungendo un nuovo segmento di clientela o nuovi mercati; un'altra ragione per cui questa tipologia di operazioni avviene è di efficientare i canali produttivi/ di vendita.

- **Operazioni Conglomerate:** la fusione/acquisizione avviene tra aziende appartenenti a settori differenti, senza alcun tipo di affinità tra loro. In questa maniera si intende ridurre il rischio, diversificando i settori di attività. A loro volta esistono due forme di operazioni M&A conglomerate: pure e miste. Le operazioni di conglomerati misti coinvolgono società che cercano estensioni di prodotto o di mercato. Mentre si considerano accordi di conglomerati puri quando le aziende in questione non hanno punti in comune.
- **Operazioni Concentriche:** riguardano aziende che appartengono allo stesso settore, ma i prodotti e servizi sono orientati a una clientela differente, oppure sono prodotti differenti ma complementari. Senza dover investire in nuove risorse o competenze, si riesce ad espandere la propria offerta di prodotti e ad accedere a nuovi mercati.

1.3 I possibili fallimenti nelle operazioni di M&A

Per il raggiungimento della creazione di valore derivante dalle operazioni M&A, bisogna calcolare i diversi rischi che possono portare al fallimento di un'operazione di acquisizione/fusione. Il fallimento dell'operazione può essere inteso come, il mancato raggiungimento dell'accordo (nonostante l'iniziale volontà) oppure, ad operazione conclusa, gli insoddisfacenti risultati.

1.3.1 Fallimenti pre-deal

Per quanto riguarda i motivi che portano al non completamento dell'operazioni s'individuano:

- Mancato accordo sul prezzo, soprattutto legato al caso delle operazioni ostili, dove la target avanza richieste esagerate, costringendo l'azienda acquirente a pagare un valore societario sovradimensionato, che porterà le parti ad essere in disaccordo e alla mancata conclusione dell'affare.
- Problemi di conformità e regolamentazione, gli organi predisposti alla tutela della concorrenza del mercato e alla tutela dei consumatori, possono bloccare un'operazione di M&A, se si va a compromettere la concorrenza nel mercato di riferimento. Nel caso

della concorrenza, i casi di danneggiamento della competitività di mercato riguardano solitamente l'innalzamento eccessivo delle barriere all'entrata, la formazione di mercati monopolistici o oligopolistici. Mentre i possibili danni provocati dalle operazioni di M&A nei confronti dei consumatori, derivanti da una tattica di prezzi predatori, possono essere i prezzi sleali, vale a dire quando un'azienda ha le condizioni di fissare i prezzi troppo alti rispetto ai costi di produzione, penalizzando la capacità di acquisto del consumatore medio. Oppure discriminazione di prezzo, ottenibile tramite una differenziazione di prezzo dello stesso prodotto o servizio, in base alla zona geografica, all'età, al reddito, al genere ecc¹⁹...

- Per *Political Headwinds*, s'intendono condizioni politiche e di mercato sfavorevoli. Prendendo come riferimento il periodo attuale, degli esempi potrebbero essere a livello politico le guerre, come quella che sta coinvolgendo la Russia e l'Ucraina. Mentre in termini di mercato, un esempio calzante, è il tasso di crescita dell'inflazione, che costringe le banche centrali ad alzare i tassi d'interesse rendendo l'accesso al credito più costoso. Il verificarsi di questi fattori disincentiva le operazioni di M&A, sia dall'avviarle, che dal concluderle una volta iniziate.
- *Investor Activism*, s'intende la partecipazione attiva nel bloccare l'operazione da parte degli azionisti della società acquirente o della società target. Quando gli investitori ritengono che l'acquisizione o la fusione possa non perseguire i propri interessi, svolgono azioni di ostruzionismo.
- Nella fase di analisi approfondita, in particolare per quanto riguarda il processo di *due diligence*, vale a dire la fase di analisi e valutazione dettagliata dell'attività in questione. Accade che, quando la società acquirente prende visione di condizioni, aspettative e dati che non rispecchiano le attese, allora non vorrà proseguire l'operazione. Essendo questa la fase, in un processo di M&A, che definisce nella maniera più trasparente possibile l'azienda target a livello finanziario, operativo ed economico²⁰.
- Migliori opportunità disponibili, s'intende che durante l'accordo si formino condizioni migliori, che portino alla mancata conclusione dell'operazione. Per la società acquirente, nella maggior parte dei casi equivale a migliori opportunità d'investimento, come la possibilità di acquisire un'azienda che non era in vendita, ma lo è diventata.

¹⁹ Frank R. H., Cartwright E., Piras R., Microeconomia, Milano, McGraw-Hill Education, 2017.

²⁰ McKinsey, Done Deal? Why many large transactions fail to cross the finish line, 2019.

Dal lato dell'azienda target, una maggiore offerta da parte di un altro operatore, oppure la possibilità di fondersi con un operatore ritenuto migliore va a compromettere la trattativa precedentemente instaurata. Oppure la ripresa del settore può portare ad un dietrofront del management dell'azienda target, riguardo l'opzione di vendita.

- Focus sulla crescita organica, è una motivazione alla base della strategia di crescita societaria. Anche qualora tutte le condizioni precedentemente descritte fossero favorevoli, una società potrebbe decidere in ogni caso di proseguire una crescita per linee interne, non considerando più l'M&A un'opzione interessante.

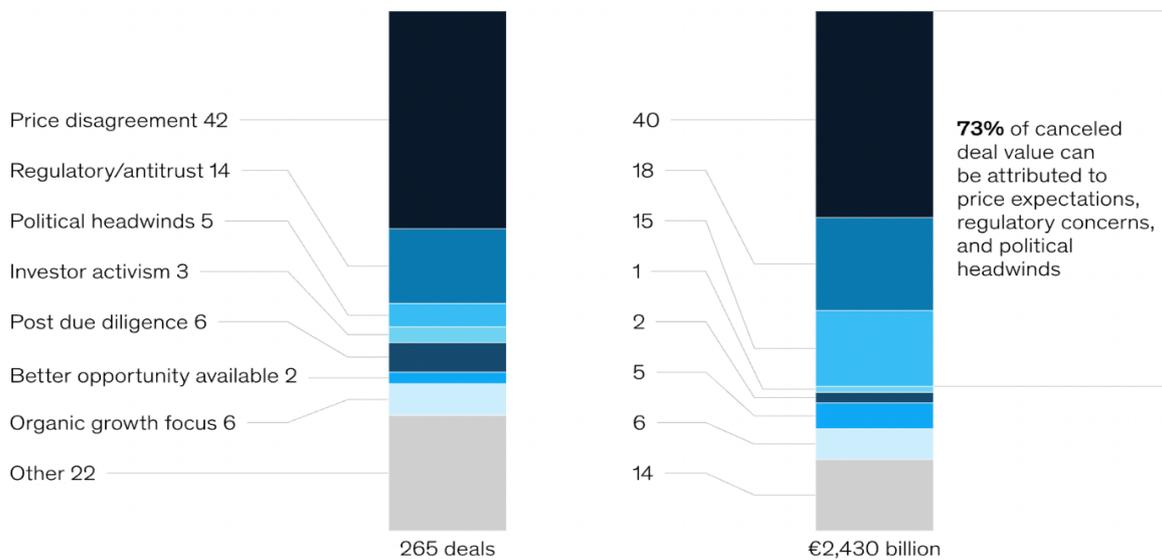


Figura 1: Grafico sinistro rappresentante il numero di deals non raggiunti, segmentanti in base alle ragioni del mancato accordo. Grafico destro rappresentante il controvalore potenziale di questi deals, e la % di controvalore degli accordi mancati, suddivisi in base alla motivazione d'appartenenza. Fonte: McKinsey 2023.

1.3.2 Fallimenti post deal

Nella fase post-deal, i principali fattori che categorizzano un'operazione di M&A non riuscita, possono essere:

- Errata scelta del target. A seconda dello scenario e del contesto nel quale le imprese si trovano, la scelta del giusto partner è di vitale importanza. La principale ragione dev'essere presa in base a quello che la società target può offrire per il raggiungimento

dell'obiettivo che si è preposti. Altrimenti i costi saranno maggiori dei benefici che ne derivano²¹.

- Incapacità del management di gestire l'operazione. La mancanza di competenze adeguate, specialmente in termini di gestione del tempo, può portare a errori di valutazione. Le competenze esecutive, aggiunte al timing nello svolgere l'acquisizione sono variabili fondamentali per il successo dell'operazione. È giusto evidenziare che il più delle volte, conclusa l'operazione, la proprietà lascia la gestione aziendale alle sole figure professionali. Ma la gestione della leadership può causare ritardi nell'attuazione della strategia di integrazione. Per questo è fondamentale la partecipazione attiva anche dei proprietari e dei dipendenti.
- Differenze culturali. Le società coinvolte possono avere norme e valori differenti, se le culture delle due società non sono ben integrate possono nascere problemi e sfiducia da parte dei dipendenti, che si tramutano in inefficienze aziendali²².
- Rigidità. La perdita di flessibilità è sicuramente un fattore da prendere in considerazione, visto che tramite un'operazione di M&A si va a creare un'entità di maggiori dimensioni rispetto a prima. Pensando ad un'operazione di integrazione verticale, il maggior controllo delle attività di un'impresa lungo la catena di approvvigionamento, costringe la target ad essere dipendente dalle attività acquisite, anche se le condizioni dei fornitori o clienti esterni diventano più favorevoli²³.
- Errori nella definizione della strategia. Avviene quando il management non dedica il tempo necessario all'analisi delle tendenze di mercato presenti e future. E all'analisi dei propri punti di forza e debolezza, di minacce e opportunità. Prendendo scelte di breve termine, quando la vera funzionalità delle operazioni M&A è creare valore e un vantaggio competitivo solido sul lungo periodo.
- Eccessivo costo dell'acquisizione. Post acquisizione il management prende coscienza dell'aver sovrastimato l'*enterprise value*. L'errata valutazione aziendale, è causata spesso dalla difficoltà nel quantificare le sinergie derivabili dalla fusione/acquisizione,

²¹ Fontana F., Boccardelli P., Corporate strategy: una prospettiva organizzativa e finanziaria per la crescita, Milano, Hoepli, 2015.

²² Daft R., Organizzazione aziendale, Milano, Apogeo, 2003.

²³ V. Conca., Le acquisizioni: valutare e gestire i processi di crescita, Milano, Egea, 2010.

si pensi al dover quantificare conoscenze tacite come il know how o segreti industriali, ricchezze immateriali non scientificamente determinabili²⁴.

- Cambio management. È analiticamente provato che un cambio del management alla guida della nuova società porta a risultati inferiori, rispetto a quelle realtà che a seguito di un'operazione straordinaria, hanno mantenuto lo stesso la stessa amministrazione. I motivi sono derivati da una maggiore conoscenza dell'ecosistema aziendale in termini di relazioni, esperienza e gestione del contesto.
- Mancata implementazione di un'adeguata struttura organizzativa. L'integrazione deve comprendere le aree funzionali aziendali, con l'opportuna comunicazione e chiarezza. La mancanza di ciò ostacola il raggiungimento di una corretta organizzazione. In questa maniera la società non opera in maniera efficiente ed efficace. Basti pensare ai cambiamenti in termini di ruoli e responsabilità, che porterebbero insoddisfazione nel personale e resistenze, generando distruzione di valore²⁵.
- Contrasti interni a livello di leadership. Quando due entità si uniscono, in alcune circostanze i leader precedenti rimangono attivi nel business, poiché la loro presenza rappresenta un valore aggiunto nella società. Questo però, genera conflitti e divisioni a livello decisionale tra nuova e vecchia proprietà, portando alla mancata attuazione della strategia che si era prefissata.

1.3.3 Motivazioni dal punto di vista dell'acquirente

Oltre al raggiungimento delle sinergie precedentemente descritte, l'azienda acquirente può decidere di compiere un'operazione di acquisizione, per molteplici scopi.

Aumentare la propria quota di mercato, così da avere un maggior potere contrattuale e di mercato, alzando prezzi e le barriere all'ingresso.

Diversificarsi, per espandere la propria gamma di prodotti offerti, tramite l'acquisizione di un target che produca servizi diversi o simili, indirizzati a un segmento di clientela differente.

Oppure che operi in aree geografiche non ancora presidiate, e difficilmente penetrabili. Queste strategie di diversificazione comportano una riduzione del rischio d'impresa.

²⁴ Berk J., DeMarzo P., Finanza Aziendale 1, Milano, Pearson, 2018.

²⁵ Dagnino G. V., Cinici M. C., La strategia d'impresa, Bologna, Il Mulino, 2019.

Acquisire una società comporta l'acquisizione di una nuova clientela e nuovi canali distributivi, che potevano essere inaccessibili fino a quel momento. In questi casi ci si avvicina molto al concetto di acquisizione di asset strategici/critici, vale a dire tutte quelle attività cruciali per un'azienda che non possono essere elaborate internamente, ed è quindi necessario ottenerle per vie esterne. Il *know how* e il reperimento di risorse scarse sul mercato, sono considerati gli asset critici per eccellenza. Anche solo questi due fattori possono portare all'avvio di un processo di M&A²⁶.

Per ultima, c'è una ragione che porta un'azienda a svolgere un'operazione di acquisizione, è l'elevata liquidità presente nelle sue casse. Questa scelta, di stampo più manageriale che finanziario, può essere motivata da ragioni fiscali e di segretezza. Ragioni fiscali perché, nel caso in cui un'azienda abbia delle riserve in uno stato con agevolazioni fiscali, se queste riserve venissero spostate in un altro paese, sarebbe soggette ad una tassazione maggiore. Ma mantenendo la liquidità in questa giurisdizione specifica, attraverso l'acquisizione di un'attività, si scongiurerebbe questo rischio. Ragioni di segretezza dovute al fatto che utilizzando la propria liquidità, la società mantiene la segretezza riguardo le sue intenzioni di espansione. In particolare, quando si parla di acquisizione, perché le aziende vorrebbero sempre mantenere la riservatezza e non divulgare informazioni rischiose sul mercato. L'utilizzo della sola liquidità propria, a fronte del debito, consente di mantenere un rapporto confidenziale *one to one* con l'azienda target²⁷.

1.3.4 Motivazioni dal punto di vista dell'acquisita

La scelta che porta al disinvestimento da parte della società target può essere dovuta a innumerevoli ragioni.

In primis, se l'offerta avanzata è elevata, infatti accade che anche se la società non fosse in vendita, proposte oltre il reale valore dell'azienda convincano la proprietà a cedere la propria attività. Quando invece si parla di proposte importanti ma non eccessive, che rispecchino quantomeno il valore societario, il massimo comune denominatore è rappresentato dalla parola 'necessità'. Infatti, un'azienda a conduzione familiare, può avere la necessità di vendere a

²⁶ De Pamphilis D., *Mergers, Acquisitions, and others Restructuring Activities: An integrated Approach to Press, Tools, cases and Solutions*, New York, Academic Press, 2018.

²⁷ De Pamphilis D., *Mergers and Acquisitions Basics: All You Need to Know*, Amsterdam, Academic Press, 2010.

seguito della mancanza di un ricambio generazionale, che può variare dalla mancanza di un successore, all'inadeguatezza di quest'ultimo nella gestione societaria. Oppure situazioni di crisi a livello finanziario, come l'incapacità di rimborsare i debiti contratti, l'impossibilità di svolgere gli investimenti necessari, o il continuo ottenimento di redditività inadeguate²⁸.

Altri aspetti più macroeconomici che inducono la dirigenza a vendere, sono il declino del settore di appartenenza, o antitetivamente se il settore è in crescita e di conseguenza la competitività di mercato diventa insostenibile rimanendo indipendenti.

Un'ultima variabile che può portare alla cessione societaria da parte del management è legata al tema dell'internazionalizzazione. Soprattutto per quanto riguarda le grandi compagnie che operano in più paesi, può accadere che a seguito di un I.D.E (Investimento Diretto Estero), si riscontri che la Nazione scelta, presenta troppe criticità, che possono spaziare da impedimenti burocratici al basso numero di consumatori, quindi il board decide di disinvestirvi²⁹.

È bene precisare che la società possa maturare la decisione di cedere un ramo d'azienda o alcuni asset del gruppo, questa strategia permettere di ricevere i capitali per il rafforzamento del core business.

Per concludere, gli amministratori se intenzionati a rimanere in società, possono anche decidere di vendere una parte delle quote dell'azienda e non il 100%. La cessione parziale di quote societarie può servire per permettere all'azienda di crescere più rapidamente e in maniera strutturata, aggiungendo un nuovo investitore che possa portare al raggiungimento di questi obiettivi. L'esempio più calzante è rappresentato dagli investimenti di fondi di venture capital e private equity.

1.4 Merger wave periods

Le operazioni di fusione e acquisizione sono un fenomeno globale che hanno visto una crescita costante nel tempo. Il fenomeno ha avuto origine negli Stati Uniti verso la fine del 1800, mentre in Europa, la pratica delle M&A si è diffusa in modo significativo dopo la Seconda Guerra Mondiale. Per quanto riguarda l'Italia, invece, il fenomeno delle M&A è diventato rilevante solo a partire dagli anni 2000.

Un aspetto interessante delle operazioni di *mergers and acquisitions* è il loro andamento ciclico. Infatti, esiste un modello di comportamento noto come *Wave Pattern*, caratterizzato da ondate,

²⁸ Berta G., L'avventura delle acquisizioni: imprese, strategie, finanza e regole, Milano, Il Sole 24 Ore, 1997.

²⁹ Caroli M., Gestione delle imprese internazionali, Milano, McGraw-Hill Education, 2020.

dette *merger waves*, che descrivono l'andamento delle fusioni e acquisizioni. Questo modello evidenzia periodi di intensa attività seguiti da periodi in cui si registrano un minor numero di operazioni.

Le cause di queste ondate di attività sono riconducibili a 3 condizioni³⁰:

I) Presupposti economici, intesi come una maggiore valorizzazione dell'azienda da parte dell'acquirente rispetto al venditore. Questo deriva da eventi politici ed economici, come i periodi di crisi, innovazioni di prodotto e accordi internazionali. Un esempio eclatante, è stata la stipulazione del trattato di Maastricht del 1992, che ha agevolato le aziende estere a comprare aziende europee, con il fine di creare un mercato unico.

II) Presupposti legali, soprattutto in tema di deregolamentazione, che rende possibili le operazioni M&A

Prendendo a riferimento un caso italiano, degli esempi sono stati Banca d'Italia, l'istituto che supporta il sistema bancario italiano, che a seguito del Ddl Amato ha concesso le operazioni di acquisizione fra banche, fino a quel momento vietate.

III) Disponibilità economica, le ondate di acquisizioni si verificano quando quando i mercati sono liquidi e le aziende hanno accesso a finanziamenti a basso costo. In questa maniera diventa più facile effettuare acquisizioni, poiché le aziende hanno la flessibilità finanziaria necessaria per eseguire le transazioni. Inoltre, anche le performance del mercato azionario sono un fattore da prendere in considerazione, perché il concambio di azioni potrebbe essere un mezzo per effettuare un'operazione di M&A. Quindi se il mercato azionario è in rialzo, le aziende tendono ad avere una maggiore valutazione e quindi una maggiore disponibilità per effettuare acquisizioni.

A partire dal 1890, sono state individuate dalla letteratura scientifica 7 *merger waves* :

- 1987-1904, *Horizontal Consolidation*, così è stata chiamata la prima *merger wave*, causata dalla Grande Depressione del 1893, periodo caratterizzato dalla mancata applicazione delle leggi antitrust e dai cambiamenti tecnologici. Le attività che si svilupparono furono nei settori dei prodotti petroliferi, metalli, miniere e mezzi di trasporto. L'effetto principale di questa ondata di fusioni orizzontali fu l'elevata concentrazione di industrie, che portarono a monopoli. La fine della prima *merger wave* è avvenuta a causa del crollo del mercato azionario, che ha portato alla recessione del 1903-1904. Tuttavia, la prima ondata di fusioni ha avuto un impatto duraturo

³⁰ Billett M.T., Qian Y., Kale J.R., *Merger Waves : Theory and Evidence.*, New York, Springer, 2007.

sull'economia americana, poiché molte società create in questo periodo sono diventate importanti attori del panorama industriale statunitense. Per concludere, la prima *merger wave* ha dimostrato al mondo il potere delle fusioni e ha aperto la strada alle ondate che sono avvenute successivamente.

- 1916-1929, *Increasing Concentration*, nome della seconda *merger wave*, iniziata durante la Prima Guerra Mondiale e terminata con il crollo della borsa di New York il 29 ottobre 1929. Durante questa ondata di fusioni, a differenza della prima avvennero notevoli controlli pubblici, tra cui il Clayton Act del 1914 contro le fusioni non competitive. Un'altra differenza rispetto alla prima *merger wave* fu la creazione di oligopoli a fronte di aggregazioni verticali. Anche dalla seconda *merger wave* sono nate grandi società industriali che avrebbero caratterizzato il panorama economico americano del XX° secolo.
- 1965-1969 *Conglomerate Era*, terza ondata di fusioni, coincidente con un periodo di prosperità economica, che portò molte imprese all'acquisire altre società, generando per la prima volta delle fusioni conglomerali. Nonostante i ferrei controlli antitrust dei primi anni '60, l'amministrazione Nixon si dimostrò più tollerante nei confronti delle attività di fusione. Le acquirenti puntavano su aziende target che generavano utili significativi, per migliorare il prezzo delle azioni. Oppure acquisivano aziende ad alta crescita e sottovalutate. Questo periodo ebbe vita breve perché i prezzi di acquisto erano molto elevati. E vi fu un aumento sproporzionato della leva finanziaria; infatti, in questi anni, le acquirenti facevano ricorso al debito per fare acquisizioni, che non riuscirono più a sostenere, soprattutto in periodi di congiuntura economica negativa³¹.
- 1981-1989, *Retrenchement Era*, caratterizzata da fusioni *congeneric*, acquisizioni ostili e un ampio utilizzo del debito. Fu un periodo dove iniziarono ad affacciarsi nel mondo dell'M&A anche aziende più piccole, proprio grazie all'uso della leva finanziaria. Ma gli acquirenti principali erano multinazionali strategiche e successivamente società finanziarie. Questo periodo si concluse a causa dell'eccessive operazioni di *Leverage buy-out*, credito erogato da parte delle banche d'investimento, utile a finanziarie le operazioni di acquisizioni richieste dalle imprese.

³¹ Granieri M., *Mergers and Acquisitions: Analisi giuridica, economica e finanziaria*, Milano, Giuffrè Editore, 2015.

- 1992-2000, *Strategic Megamerger*, epoca dei *mega deal*, in un contesto di politiche antitrust favorevoli e di innovazione tecnologica, avvennero fusioni di carattere internazionale, con volumi record di anno in anno, che crearono conglomerati multinazionali di grande rilevanza. L'obiettivo principale di queste acquisizioni era sfruttare le sinergie di costo, aumentando le proprie dimensioni, così da riuscire ad ottenere economie di scala. Lo scoppio della bolla di Internet e la recessione americana del 2001 fermarono questi anni di enorme sviluppo.
- 2003-2008, *Cross Border and Horizontal Megamergers*, la globalizzazione, I tassi di interesse ai minimi e i prezzi azionari in crescita, portarono a molte attività di M&A. In particolare, la globalizzazione giocò un ruolo fondamentale, perché vista la necessità di internazionalizzarsi molte aziende fecero fusioni e/o acquisizioni. Altre istituzioni che portarono alla crescita dell'M&A in questi anni furono i fondi *Private Equity* e le attività di *Hedge Fund*. Proprio per i bassi tassi d'interesse concessi dalla *Federal Reserve*, avvenne la crisi dei mutui subprime nel mercato immobiliare statunitense³². Per questo il 2008, segnò la fine di questa ondata e l'inizio della recessione dell'Europa e degli Stati Uniti D'America.
- 2014-2019, annata della settima *merger wave*, inizialmente rispetto a tutte le altre ondate, in questo caso gli attori principali furono i paesi BRICS (Brasile, Russia, India, Cina, Sudafrica), vale a dire quei paesi che presentano economie in via di sviluppo, con i maggiori tassi di crescita. Quest'ultimi grazie all'accumulazione di fonti di finanziamento, e alle economie pianificate, hanno compiuto acquisizioni di società che producono risorse naturali in altri paesi emergenti, mirate nei settori dell'energia, dell'agricoltura e delle materie prime. Raggiungendo l'apice nel 2015. Tuttavia, rispetto nel 2019 le attività di fusione e acquisizione hanno subito una considerevole decrescita: del 13% nell'area EMEA e del 6% nel continente asiatico. Solo gli Stati Uniti hanno un tasso di crescita che si attesta sul 10%, grazie alle operazioni *mega deal*, cioè con valore superiore ai 10 miliardi, spesso legate ai settori energetici e dei pagamenti³³.

La fine della settima *merger wave* è siglata dallo scoppio della pandemia per Covid-19.

³² Boltho A., Toniolo G., *La crisi finanziaria globale*, Bari, LaTerza, 2009.

³³ Boston-Consulting-Group, *M&A activities by year: Collected Reports*, 2023.

1.5 M&A trends attuali

Considerando che i livelli globali di M&A pre-pandemici dall'anno 2014 al 2019, sono stati classificati come *merger wave period*, è logico classificare il periodo a partire dal 2021, come una possibile ottava ondata di fusioni ed acquisizioni. A supporto di questa tesi, parlano i dati sulle attività M&A relativi ai due anni successivi dallo scoppio del Covid-19. Infatti, tralasciando l'annata 2020, e analizzando anno per anno questo periodo, si può notare che a partire dal 2021 il mercato dell'M&A ha raggiunto livelli record, superando addirittura i massimi storici. Come vedremo nei prossimi sotto-paragrafi, è possibile affermare che a seguito della brusca frenata generale dell'economia mondiale, è avvenuta non solo una ripresa delle operazioni M&A, per nulla preventivabile, ma anche volumi e importi paragonabili, se non superiori alla settima *merger wave* che va dal 2014 al 2019. L'unico aspetto che frena dall'affermare un'ottava *merger wave*, sono le prospettive future molto incerte e il periodo ancora troppo breve. Ma se il trend proseguirà su questo andamento, sarà possibile affermare fra qualche anno, che si è vissuti nell'ottava *merger wave* del mondo della finanza.

1.5.1 Global M&A trends 2021

Nel 2021 sono state annunciate 62 000 operazioni (di cui 143 mega-deal superiori ai 5 miliardi di \$), per un valore di 5 100 miliardi di \$. Facendo dei confronti, i massimi storici prima erano attribuibili all'anno 2017, per il numero di transazioni. E al 2007, con 4 200 miliardi di \$ per quanto riguarda i controvalori relativi. Una crescita in termini percentuali del + 24% per numero di transazioni rispetto all'anno 2020. Mentre in termini di valore totale si è ottenuto un +21,5% nei confronti dell'anno 2007 e un +59% rispetto al 2020³⁴.

I motivi di questi importanti risultati sono riconducibili alla contrazione dei mercati del 2020 che ha generato domanda repressa, sfociata nell'anno 2021 e alla rivalutazione dei propri asset da parte delle società. E l'intersezione tra domanda e offerta, visto che da un lato c'erano compagnie che avevano bisogno di vendere per ottenere liquidità, e dall'altro le aziende acquirenti hanno approfittato della svalutazione per compiere acquisizioni, anche vista la

³⁴ PwC, M&A reached record heights in 2021 and deal momentum is set to continue in 2022: PwC analysis, 2021.

solidità per alcune di esse in termini di bilancio, utili potenziali e flussi di cassa³⁵. Gli Stati Uniti e l'Europa sono state le aree geografiche artefici di questi esiti, anche se l'Africa e il Medio Oriente hanno dato un buon contributo, a differenza dell'Asia e del Pacifico che hanno subito una decelerazione. I settori più coinvolti nelle operazioni di M&A sono stati, il retail e il consumer markets riguardo al numero di volumi e le telecomunicazioni media & technology per controvalori³⁶.

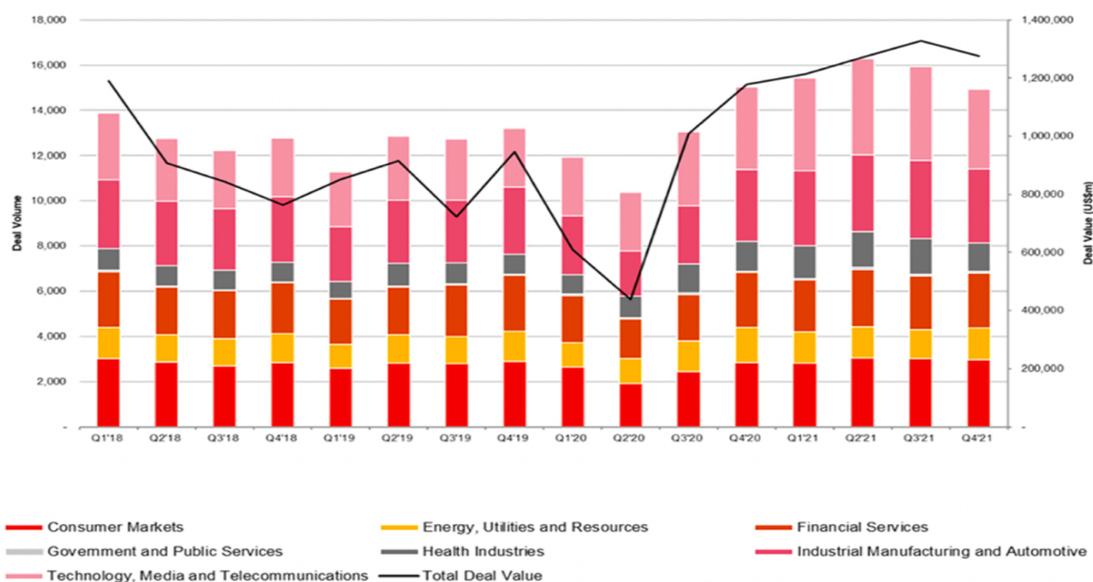


Figura 2 : Istogramma rappresentante le operazioni M&A dal 2018 al 2021. Fonte: PwC 2022.

1.5.2 Global M&A trends 2022

Per quanto concerne il 2022, sono 54 452 i deal annunciati per 4 900 miliardi di controvalore. C'è stata una diminuzione del 17% dei volumi e del 37% dei controvalori, rispetto al 2021. Analizzando questa decrescita, è possibile notare che nel primo semestre del 2022 i livelli sono rimasti simili all'anno record 2021, dopodiché l'incertezza creata dalla guerra in Ucraina ha portato una flessione, rispetto al 2021, del 25% dei volumi e del 51% dei valori delle operazioni. Ma questa diminuzione non è drastica, in quanto i valori sono rimasti superiori agli anni pre-pandemia, che presentava nel 2020 un volume di 50 411 deals, quindi inferiore del 8%. Approfondendo per area geografica i tassi di crescita o decrescita del numero di accordi e del valore totale di quest'ultimi, è possibile notare che in Asia si ha una continua flessione come

³⁵ Mckinsey, Global M&A market defies gravity in 2021 second half, 2021.

³⁶ KMPG, M&A report 2021: a record year, 2021.

avvenuto negli anni precedenti, con un ulteriore -23% sui volumi e - 33% nel valore delle transazioni, rispetto al 2021. L'EMEA ha risposto con un -12% e -37% per quanto riguarda numero di operazioni e dei loro controvalori, ma mantenendo un solido +17% rispetto al 2019 per numero di operazioni annunciate. Infine, l'America ha subito un calo del 17% per il numero di deal, e un - 40% per valore totale di essi, rispetto al 2021. Come per l'Europa però i dati rimangono superiori alle annate 2018 e 2019³⁷.

Secondo gli esperti, per quanto riguarda il 2023, si prevede un anno entusiasmante per l'M&A, vista l'intenzione dei manager di compiere operazioni di fusione ed acquisizione, per ottenere processi di trasformazione e transazione, che creino valore aziendale. Nonostante i problemi legati alla crescita dell'inflazione, con il conseguente innalzamento dei tassi della *Federal Reserve*, si ritiene che ciò fungerà da catalizzatore per una maggiore certezza e stabilità, portando ad un trend positivo delle operazioni di M&A, in particolare nel private equity e venture capital.

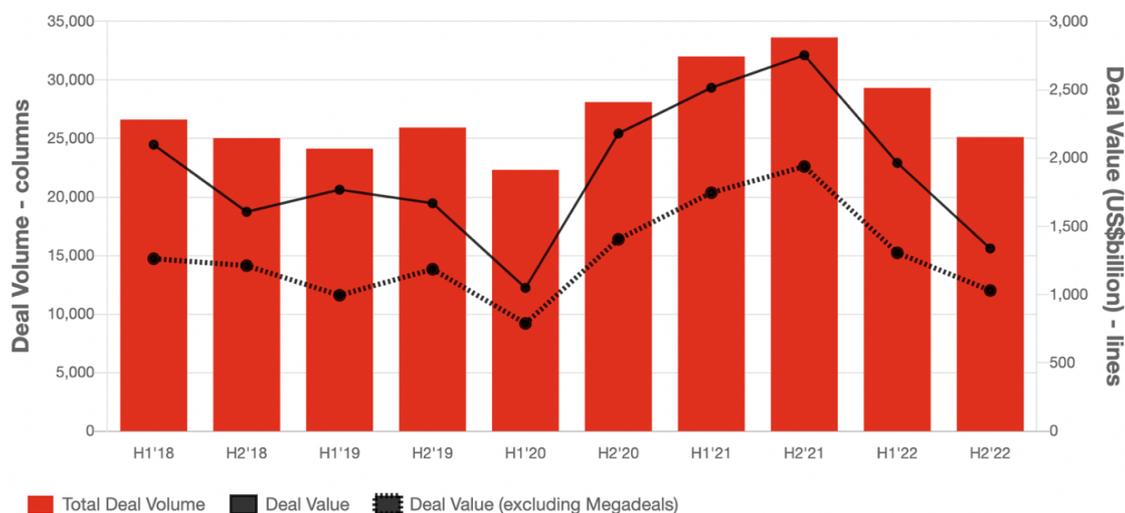


Figura 3 : Istogramma rappresentante le operazioni M&A dal 2018 al 2022. Fonte: PwC 2023.

1.5.3 M&A in Italia

L'anno 2022 si è rivelato positivo per il mercato italiano M&A, sia in termini di numero di operazioni che di controvalori, raggiungendo livelli che non si vedevano da 7 anni. Nel corso di questo periodo, sono state chiuse circa 971 operazioni, il che rappresenta un aumento del 31% rispetto ai 742 deal dell'anno precedente. Per un controvalore di 89,4 miliardi di €,

³⁷ PwC, Global M&A Industry Trends: 2023 outlook, 2023.

rappresentante un +11% rispetto al valore complessivo delle operazioni realizzate nel 2021. Da sottolineare l'importante partecipazione dell'ultimo trimestre, che ha generato più di 41 miliardi di controvalore, registrando un risultato record.

I fondi di Private Equity sono stati molto attivi sul mercato italiano, perché hanno rappresentato un terzo delle operazioni totali, confermando il loro ruolo fondamentale nel consolidamento e nello sviluppo delle aziende italiane. Infatti, nel 2022, hanno completato 347 operazioni di *buy-out* su aziende target italiane per un controvalore complessivo di 62,4 miliardi di €, rispetto alle 224 operazioni per € 42,6 miliardi del 2021, toccando dei massimi assoluti in termini sia di controvalore, sia di volume. Questi operatori hanno mostrato particolare interesse nei settori del *Life Sciences*, delle infrastrutture, dei *Consumer Goods* e dell'industria.

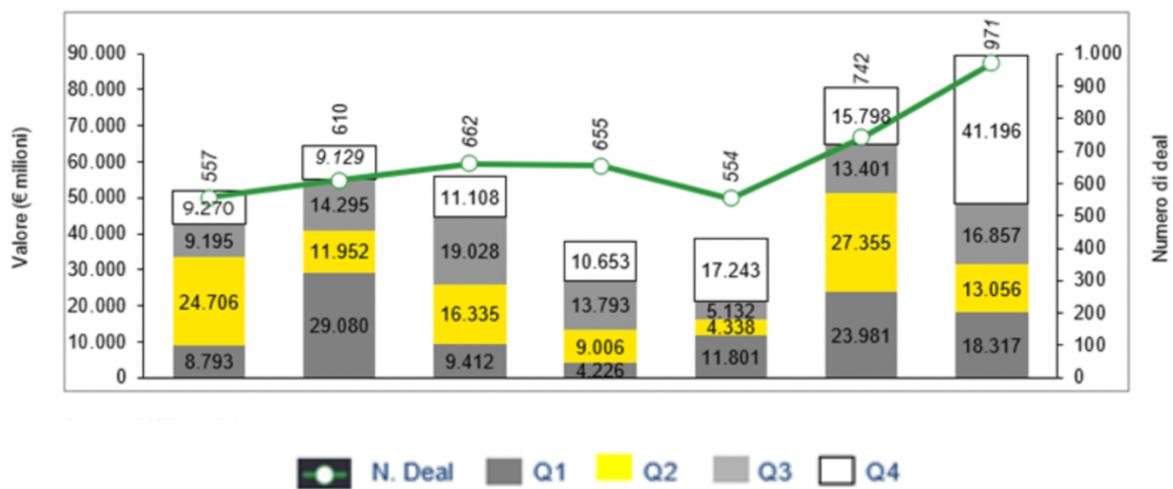


Figura 4 : Istogramma rappresentante le operazioni M&A in Italia dal 2016-2022. Fonte: Ernst & Young 2023.

I comparti *Industrials & Chemicals*, *Technology* e *Consumer* rappresentano i settori di riferimento del mercato per incidenza del numero di operazioni. In particolare, i comparti *technology*, infrastrutture e *business services* hanno registrato un trend positivo rispetto all'anno precedente. Mentre i settori *Industrial & Chemicals* e il settore consumer, seppure in crescita in termini assoluti, hanno subito un lieve calo a causa dell'impennata inflattiva. Il settore energy ha subito una leggera contrazione rispetto all'anno precedente, nello specifico il settore tradizionale dell'*Oil & Gas* è in difficoltà, a differenza del segmento delle energie alternative che è in crescita.

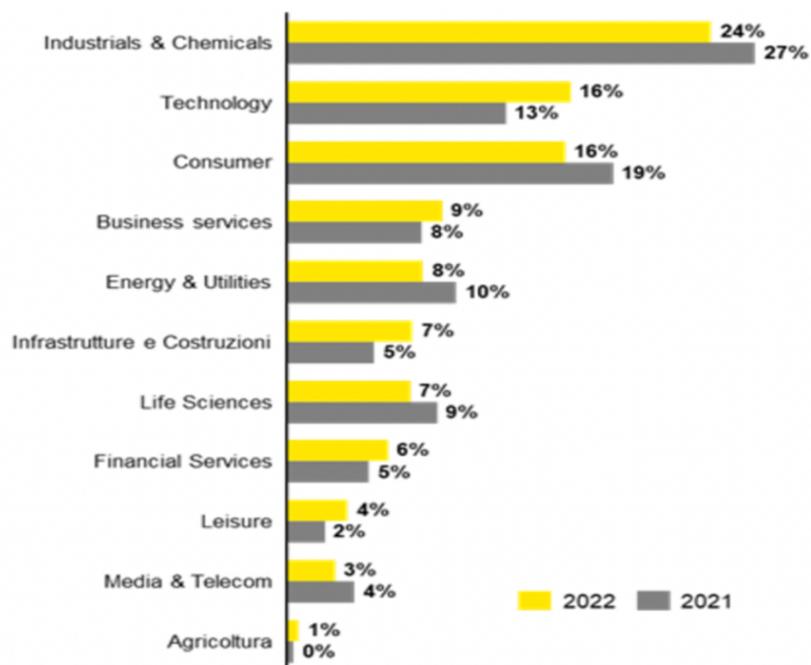


Figura 5 : Istogramma orizzontale rappresentante un confronto tra l'anno 2022 e 2021, dei breakdown delle transazioni per settore della target. Fonte: Ernst & Young 2023.

Per il 2023, lo scenario appare articolato: se da un lato i problemi a livello internazionale, come la crescita dell'inflazione e la guerra tra Russia e Ucraina, suggeriscono un atteggiamento prudente per le stime dell'attività M&A in Italia, dall'altro il sistema italiano ha dimostrato sinora una buona capacità di reazione e risposta. Le pipeline di operazioni sul mercato o in procinto di essere collocate sul mercato, è solida e in fermento, generalmente in tutti i settori. Si conferma una certa polarizzazione dell'interesse dei fondi, soprattutto nei settori *Tech*, *Healthcare*, *Pharma*, *Consumer* e Infrastrutture. Si ravvisa, inoltre, un continuo interesse anche di buyer industriali domestici e internazionali nei settori tradizionali del *Made in Italy*. Le operazioni straordinarie di Joint Venture, alleanze e fusioni continueranno ad acquisire maggiore rilevanza, poiché sempre più aziende italiane ritengono che far parte di un ecosistema e collaborare con altre aziende sia un fattore chiave di successo³⁸.

³⁸ Ernst & Young, M&A in Italia nel 2022: quasi 90 miliardi di euro per oltre 970 operazioni, 2023.

CAPITOLO II : IL PROCESSO DI ACQUISIZIONE

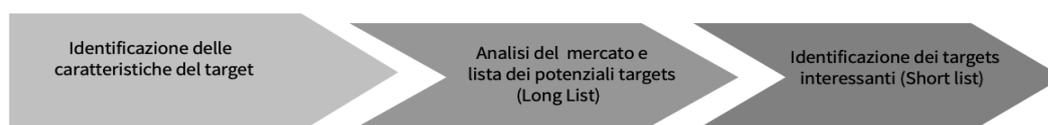
2.1 Il procedimento

L'acquisizione è un processo evolutivo, parte dal presupposto che una società abbia un'esigenza di crescita attraverso l'acquisizione di un'altra azienda, e si conclude con l'integrazione tra le due realtà. Lo sviluppo tra inizio e fine è graduale e non sistematico, visto che ogni operazione di M&A presenta proprie peculiarità³⁹.

A livello accademico però, è possibile suddividere le fasi seguite di un processo di acquisizione in tre parti, tutte fra loro strettamente collegate:

- 1) L'analisi strategica preventiva, seguita da una valutazione strategica preventiva.
- 2) La negoziazione e il closing.
- 3) L'integrazione.

Attività preliminari all'operazione di acquisizione: analisi e strategie



Avvio dei contatti e prime negoziazioni



Negoziazione e closing

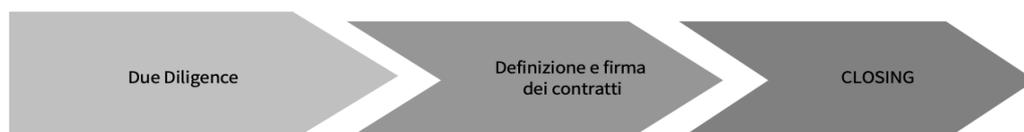


Figura 6 : Rappresentazione delle tre macro-fasi di un processo di acquisizione, con relative sottofasi più importanti. Fonte: Elaborazione propria su informazioni di Borsa Italiana 2023.

³⁹ Berk J., DeMarzo P., Morresi O., Venanzi D., Finanza aziendale 2, Milano, Pearson, 2018.

2.1.1 Fase preacquisizione

Dal punto di vista del buyer, la base di un processo di M&A, è lo svolgimento di un'accurata analisi strategica, con il fine di prevenire i possibili rischi derivanti dalla conclusione di un'operazione, e raggiungere il primo risultato desiderato, ovvero l'individuazione della società target ideale.

A sua volta la strutturazione di una strategia necessita di ulteriori step:

- L'analisi del settore e della concorrenza. Ossia l'avere un quadro generale del mercato, passato-presente-futuro. S'intende quindi la valutazione del tasso di competitività e redditività, lo studio del ciclo di vita del settore e dell'azienda, e quali sono le possibili variabili evolutive. Il risultato ottenuto sarà una *long list* di tutte le possibili candidate.
- L'analisi SWOT (*Strenghts, Weaknesses, Opportunities, Threat*) delle candidate in questione, con il fine di analizzare i punti di forza e debolezza di ciascuna. Ed attraverso una successiva attività di screening, basata principalmente sul raggiungimento delle sinergie obiettivo, si ottiene una *short list* dei profili delle aziende target più adatte.
- Lo studio approfondito delle imprese target selezionate, al fine di capire quali sono le loro caratteristiche in termini di quota di mercato, posizione competitiva, tecnologie a disposizione, management, impianti produttivi e situazione economico-finanziaria intertemporale. Analisi dalla quale emergerà una sola target.
- Impostazione dell'operazione, una volta individuata l'azienda target, si pianifica l'operazione a livello di tempistiche e finanziario. Ovvero, si decidono i tempi di realizzazione e si disegna un piano di copertura finanziaria basato sul possibile valore della target, sulla relativa suddivisione tra utilizzo di capitale proprio e di debito, e sugli investimenti necessari futuri per raggiungere i livelli operativi attesi.

2.1.2 Fase di negoziazione e closing

Nella fase di negoziazione, avvengono i primi contatti con l'azienda target, per verificare se c'è un'apertura della target alla cessione. Qualora ci sia un riscontro negativo, l'acquirente potrebbe ricercare alternative simili all'interno della *short list*, oppure ritenere opportuno fermare la strategia di acquisizione. Se invece ci sia interesse da parte della target, inizia una fase di negoziazione, diretta da intermediari esterni come banche d'investimento o società di consulenza finanziaria. Generalmente, le investment banking si occupano di operazioni fra

multinazionali quotate di grandi dimensioni, mentre le società di consulenza finanziaria lavorano per operazioni di minore complessità, vista la dimensione più piccola delle società coinvolte⁴⁰.

Queste entità professionali offrono assistenza, supportano il dialogo con la controparte e gestiscono le situazioni critiche.

Per quanto riguarda l'impresa acquirente, una volta ottenute le informazioni e i dati richiesti, il team di supporto stima un prezzo che si basa sui bilanci degli ultimi 3/5 anni, i report gestionali, le analisi di mercato, il budget a disposizione e la strutturazione di un *business plan*, cioè un documento di pianificazione contenente la descrizione e lo studio di fattibilità di un progetto imprenditoriale sul medio-lungo periodo⁴¹.

Viene presentato e discusso questo valore (privo di sinergie) con l'entourage della società target. Se accettato, si è raggiunto primo importante step della fase contrattazione, ovvero un accordo di massima in termini di prezzo dell'operazione.

La negoziazione si formalizza con la lettera di intenti, le parti firmano questo documento nel quale sottoscrivono la volontà di procedere nella trattativa. In esso vengono concordati: un periodo di esclusività, un termine di conclusione, l'impostazione del contratto definitivo, i metodi di valutazione aziendale da utilizzare, il prezzo finale, l'eventuale modalità di pagamento e le garanzie rilasciate dal venditore.

L'avanzamento della trattativa porta alla fase di *due diligence*, ovvero all'indagine sullo status quo dell'azienda target. L'obiettivo dell'azienda buyer è quello di capire approfonditamente l'azienda target a livello operativo e finanziario, in maniera da prendere consapevolezza delle possibili incongruenze e rischiosità fino a quel momento non emerse, ed eventualmente ridiscuterne o abbandonare la trattativa. Ma soprattutto, la due diligence serve a capire se le potenzialità supposte siano effettivamente raggiungibili, verificando la fattibilità del *business plan*.

A questo punto l'azienda acquirente ha tutti gli elementi per stabilire un prezzo definitivo, che potrebbe discostarsi fortemente da quello pattuito precedentemente, portando al fallimento dell'operazione. Oppure nel caso in cui la due diligence sia stata positiva, la buyer avanza un'offerta finale in linea con quanto stabilito. Se la congruità è anche in termini di oggetto

⁴⁰ Boccardelli P., Brunetta F., Istituzioni, mercati e imprese: il ruolo delle istituzioni nelle strategie di crescita, Milano, McGraw-Hill Education, 2014.

⁴¹ Ferrandina A., Carriero F., Il business plan: guida strategico-operativa, Milano, IPSOA, 2012.

dell'acquisizione, metodologia di pagamento, garanzie e clausole, si arriva ad un accordo definitivo, che porta alla sottoscrizione del contratto di compravendita e la fine dell'operazione.

2.1.3 La documentazione in un processo di acquisizione

Come accennato solo parzialmente in precedenza, durante un'acquisizione, vengono redatti diversi documenti, necessari per la corretta riuscita dell'operazione. Essi scandiscono lo stato di avanzamento dell'acquisizione, e consistono in:

- *Teaser*, è un breve documento nel quale sono contenute le informazioni generali dell'azienda target come: la descrizione dell'azienda, la sua attività principale, il fatturato e l'utile, la struttura organizzativa, la governance, le relazioni commerciali coi clienti, i prodotti e/o servizi offerti, e le opportunità di crescita. Questo documento è indirizzato ai buyers potenziali, con il fine di stimolare il loro interesse rendendo nota una possibile opportunità d'investimento.
- *Confidentiality Agreement*, documentazione con la quale l'azienda interessata all'acquisizione si impegna a mantenere la riservatezza riguardo le informazioni di cui sta entrando in possesso. L'accordo contiene una clausola di non divulgazione, dove vieta all'azienda che prende visione delle informazioni di divulgare a terzi, prevedendo le conseguenze in caso di inadempienza. Grazie a questo documento, l'azienda target si tutela proteggendo le proprie informazioni sensibili durante l'operazione.
- *Information Memorandum*, una volta firmato il *Confidentiality Agreement*, è un documento nel quale sono contenute tutte le informazioni relative all'azienda target, ed in particolare i dati economico-finanziari per la valutazione dell'azienda e la possibile formulazione di una lettera d'intenti o di un'offerta⁴². L' *Information Memorandum* è progettato per aiutare il potential buyer a comprendere meglio l'azienda target.
- *Letter of Intent (LOI) o Non-binding offer*, è un documento non vincolante, o vincolante ma soggetto a certe clausole, che rappresenta accordo preliminare fra le parti. Ha lo scopo di delineare le principali condizioni dell'operazione, come il prezzo offerto, le condizioni di garanzia, le clausole di esclusività e riservatezza ecc... Ma è bene evidenziare che questo accordo non ha valore giuridico vincolante, infatti è uno

⁴² Gimede G., Mergers and Acquisitions, Roma, Aracne, 2020.

strumento di negoziazione, che simboleggia un punto di partenza per il raggiungimento di un accordo definitivo e vincolante⁴³. Il fatto di non consistere in un'offerta vincolante permette agli acquirenti di ritirarsi, non essendo soggetti a nessun obbligo. Alla società target è utile per prendere coscienza del valore dato dal mercato all'azienda, e quali acquirenti sono realmente interessati.

- *Management Meeting*, la società target esamina le offerte ricevute ed effettua una short list dei potenziali acquirenti sulla base delle intenzioni future e delle capacità finanziarie. Per ognuno dei selezionati, si organizza un incontro conoscitivo, il *Management Meeting* appunto, e una visita all'azienda. In maniera tale da approfondire la conoscenza reciproca e chiarire eventuali dubbi.
- *Due Diligence*, a seguito di una costituzione di una *data room*, inizia la *due diligence*, con essa l'azienda target accetta di fornire i propri principali documenti all'azienda buyer; che prendendone visione può analizzare approfonditamente la situazione della società in vendita. L'analisi è affidata ad una società di consulenza specializzata, lo studio è a livello tecnico per controllare se ci siano incongruenze e passività nascoste. In particolare, nella *Due Diligence* si analizzano diverse aree tra cui: le informazioni generali, il corporate record (a livello di company record, shareholders e management), la documentazione finanziaria, gli accordi materiali in essere, l'elenco di tutti i procedimenti ed i contenziosi degli ultimi anni, l'aspetto ambientale, le questioni riguardanti il personale, l'ambito immobiliare, gli assets produttivi, i permessi, la proprietà intellettuale, gli aspetti fiscali, l'organizzazione delle vendite e del marketing⁴⁴.
- *Binding offer*, l'offerta vincolante. Presa visione dei documenti richiesti, la società buyer presenta un'offerta definitiva, che contiene il prezzo offerto, la modalità di pagamento, come si vuole strutturare l'operazione, clausole sulla gestione post-acquisizione e gli accordi di non concorrenza per i venditori che impongono alla società target di accettare di non competere nel settore e territorio per un determinato periodo di tempo; questi accordi consistono in limitazioni a livello geografico, oppure in divieti di costruire un'impresa concorrente a quella acquisita, o di collaborazione con un

⁴³ Di Gianni F., Jerusalmi R., *Acquisizioni e fusioni: Valutazione, strutturazione e negoziazione*, Milano, Il Sole 24 Ore, 2014.

⁴⁴ Zatti A., Romano S., *Le acquisizioni di impresa.*, Milano, Egea, 2019.

competitor di mercato. In generale, una *Blinding offer* è una fase importante del processo di acquisizione, in quanto rappresenta l'impegno dell'acquirente a rilevare la target secondo le condizioni specificate.

- Contratto di compravendita, questo contratto una volta firmato, determina la conclusione dell'operazione. Oltre al prezzo, in esso sono contenute le garanzie a tutela del compratore da possibili perdite economiche relative a fatti riguardanti la precedente gestione, o comunque eventi precedenti al closing. Inoltre, in caso di acquisizioni parziali, per tutelare gli azionisti di minoranza rimasti, nel contratto di compravendita si definiscono i patti parasociali⁴⁵. Ovvero gli accordi societari che riguardano la governance, i principi di regolamentazione del comportamento degli azionisti, e la definizione degli assetti proprietari. Questi accordi, sottoscritti dagli azionisti, impegnano le parti a rispettare determinate regole e garantiscono stabilità e trasparenza nella gestione societaria.

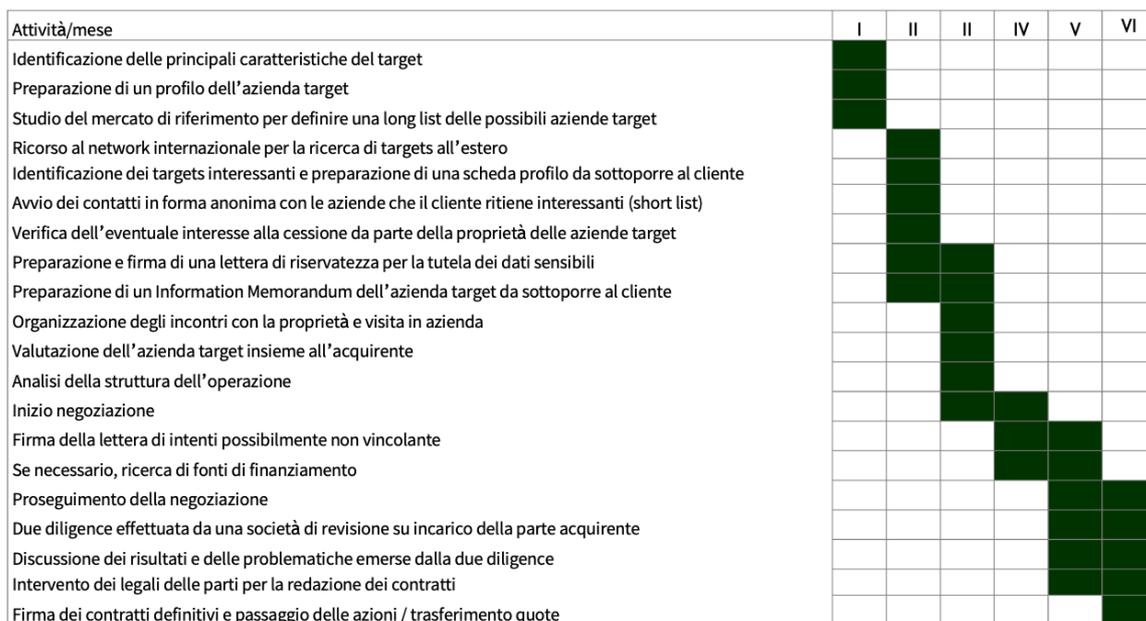


Figura 7 : Diagramma di Gantt rappresentante la durata e le fasi di un processo di acquisizione standard. Fonte: Elaborazione propria su informazioni di Borsa Italiana 2023.

⁴⁵ Bertacchini E., De Angelis L., Diritto Commerciale, Padova, CEDAM, 2020.

2.1.4 Fase di integrazione

Dopo il contratto di compravendita e il closing, inizia la fase post acquisizione, ovvero l'integrazione. L'integrazione è volta a creare collaborazione fra le due società e gli individui che le compongono, utilizzando reciprocamente le rispettive capacità strategiche, di creazione del valore, e di conoscenze, al fine di crearne di nuove e permettere di trasformare due realtà distinte in un'unica entità funzionale.

In questo processo il focus, oltre che su un possibile cambio organizzativo e manageriale, è la ridefinizione delle proprie attività aumentando, cedendo, ridistribuendo, ricombinando asset con l'obiettivo di adattare la base di risorse al nuovo contesto⁴⁶.

L'integrazione si concretizza su diversi livelli, come l'integrazione delle procedure organizzative, l'integrazione delle risorse tangibili e intangibili, l'integrazione manageriale e dei sistemi informativi, ma sicuramente l'aspetto che presenta le maggiori difficoltà è l'integrazione culturale. In particolare, quando le due aziende hanno culture e gestione molto differenti fra loro, c'è il rischio di non sfruttare le potenziali sinergie.

Essendo l'integrazione la fase dove si manifestano gli effetti sinergici predetti, per arrivare a questo risultato non bisogna concepire l'integrazione come un mero scambio di conoscenze fra dipendenti e manager, ma come un percorso progressivo che impatta profondamente sui processi e comportamenti già consolidati dalle due imprese. È quindi necessario analizzare approfonditamente le potenzialità di entrambe le società e come impiegarle al meglio, cosicché la nuova entità possa massimizzarle.

La capacità di gestire efficacemente questa fase rappresenta un fattore critico di successo per l'acquisizione e in generale il futuro dell'azienda. Le risorse aziendali sono proprio uno degli elementi fondamentali per il successo di un'acquisizione, possono essere suddivise in risorse tangibili (risorse finanziarie e fisiche), risorse intangibili (legati alla cultura aziendale, alla reputazione) e risorse umane (competenze, conoscenze, esperienze). Anche le competenze aziendali sono fondamentali per il successo dell'operazione di integrazione, e possono essere di due grandi insiemi: competenze specialistiche, ossia le competenze tecnologico-produttive, le

⁴⁶ Biffi A., *Organizzare e gestire per progetti*, Milano, Franco Angeli, 2011.

competenze di funzione, le competenze di processo. E competenze generali, vale adire le competenze di integrazione esterna, interna, incrementale e radicale⁴⁷.

Durante il processo di integrazione, possono verificarsi diversi scenari: un trasferimento di competenze da un'impresa all'altra, una condivisione di competenze e risorse tra le due imprese, oppure una terza eventualità in cui non si verifica alcun trasferimento, ma vengono sviluppate nuove capacità strategiche. In ogni caso, il successo del processo di integrazione dipende sempre dalla capacità di analizzare entrambe le società e di capire quali sono le rispettive competenze e risorse, al fine di creare una nuova entità in grado di sfruttare al meglio le sinergie tra le due parti⁴⁸.

È importante sottolineare che il processo di integrazione non è una fase conclusiva, ma piuttosto un percorso di continuo apprendimento e adattamento alle nuove realtà, che richiede una costante attenzione e una gestione attenta alle relazioni interne ed esterne all'azienda.

In sintesi, la fase di integrazione rappresenta uno snodo cruciale in un'operazione M&A, perché è durante questa fase che l'impresa acquirente deve unire le sue attività con quelle dell'impresa acquisita, e solo con una gestione competente ed efficace, si ottengono i vantaggi sinergici, strategici e di crescita voluti.

⁴⁷ Pellegrini L., Brunetti F., *Progettare il cambiamento: Strategie e tecniche per l'innovazione nelle organizzazioni*, Milano, Egea, 2017.

⁴⁸ Demattè C., Pasquale A., *M&A, la guida pratica: tecniche e strategie per operazioni di acquisizioni e fusioni*, Milano, Egea, 2015.

CAPITOLO III : VALUTARE UN'OPERAZIONE DI ACQUISIZIONE

3.1 La valutazione aziendale

La valutazione di un'azienda consiste in un'attività complessa, finalizzata alla definizione del valore della società mediante la sintesi e l'applicazione di metodologie, principi, competenze ed esperienze, combinati nel processo valutativo aziendale⁴⁹. L'obiettivo del processo valutativo è variabile a seconda delle situazioni: in caso di operazioni di M&A serve per formulare l'offerta e intavolare la trattativa riguardante il prezzo della società; infatti, il potenziale acquirente deve stimare un valore consono per l'azienda *target*, e a sua volta il venditore dovrà determinare un valore per decidere se accettare o meno l'offerta. Le attività di *private equity* e di *venture capital*, compiono valutazioni per definire l'opportunità e l'ammontare dell'apporto di capitale proprio all'interno di una società non quotata con prospettive di crescita; questi istituti attuano a loro volta un processo di valutazione dell'azienda stessa, stimando il valore di realizzo della partecipazione acquisita (*exit value*) con il quale si ottiene un determinato tasso interno di rendimento (TIR)⁵⁰. Sempre in finanza, la valutazione è usata per la quotazione nei mercati finanziari, e serve a determinare il prezzo di collocamento (*pricing*) dei titoli nell'*Initial Public Offering* (IPO). A livello corporate, è molto utilizzata per finalità interne di scelte di gestione del portafoglio, pianificazione strategica, di misurazione del valore creato; nel caso di aziende quotate, il processo valutativo permette confrontare il prezzo espresso dal mercato e valutazione intrinseca. Per concludere, la valutazione trova giustificazione anche nel campo giuridico, in casi di ingresso di un nuovo socio o di recesso, perizie ai fini fiscali, valutazione di danni, consulenze tecniche per magistrati, e consulenze tecniche per arbitrati⁵¹.

In un processo di acquisizione, la valutazione mira a definire la stima di un intervallo di valori all'interno del quale si collochi il prezzo che verosimilmente potrebbe essere raggiunto in una

⁴⁹ Dallochio M., Salvi A., Finanza aziendale. V.2, Finanza straordinaria, Milano, Egea, 2011.

⁵⁰ Serena G., Private equity and venture capital: theory, evolution and valuation, Cham, Springer Nature Switzerland AG, 2022.

⁵¹ Tesauro F., Manuale di diritto tributario, Milano, Giuffrè, 1987.

trattativa tra le controparti, svolgendo una funzione strumentale alla negoziazione. L'ammontare definitivo del prezzo dipenderà dal potere contrattuale delle parti negoziali coinvolte nella trattativa, e dalle loro rispettive volontà a concludere l'operazione⁵².

3.1.1 I principali metodi di valutazione

Nell'elaborato, per quanto riguarda il tema delle metodologie di valutazione aziendale, si andrà a fare una panoramica teorica delle metodologie di valutazione, approfondendo in particolare modo due modelli: il *Discounted Cash Flow* e il metodo dei Multipli, essendo questi ultimi i metodi applicati per la valutazione del caso oggetto del nostro studio.

È bene anticipare che non esiste una metodologia migliore di altre, ma a seconda delle caratteristiche dell'azienda presa in analisi, del contesto in cui essa opera, delle informazioni disponibili, nonché delle finalità del processo di valutazione, vengono scelti differenti modelli di valutazione, eventualmente raggruppabili fra loro.

Una prima macro-suddivisione dei metodi di valutazione distingue quelli assoluti, basati sui fondamentali aziendali (risultati patrimoniali, reddituali, finanziari), da quelli relativi, nei quali il valore viene stimato per confronto con altre operazioni similari. I metodi assoluti vengono definiti “metodi diretti”, poiché si valuta la società sulla base di caratteristiche direttamente afferenti alla stessa. Mentre nel caso dei metodi relativi si parla, di “metodi indiretti”, in quanto il valore economico dell'impresa viene determinato per comparazione con società simili sul mercato, facendo ricorso ai cosiddetti “moltiplicatori”⁵³.

Le valutazioni relative, definite anche “empiriche”, si basano sulla costruzione di multipli di mercato, indicatori che esprimono il rapporto tra prezzi di mercato e determinate variabili economiche aziendali (fatturato, patrimonio netto, margine operativo, etc.) riguardanti un insieme di imprese ritenute *comparables*, e sulla successiva applicazione dei *ratios* ottenuti dalle variabili economiche della società oggetto del processo valutativo, giungendo in questo modo al valore della medesima.

Le valutazioni assolute, definite anche valutazioni “analitiche”, stimano grandezze che possono essere flussi, *stock* o grandezze miste. Le metodologie di valutazione basate sui flussi di risultato, sia reddituali che finanziari, conducono a stime decisamente significative nelle

⁵² DeMarzo P.M., Berk J. B., Corporate finance, Harlow, Pearson, 2020.

⁵³ Tirole J., The theory of corporate finance, Princeton, Princeton University Press, 2006.

valutazioni inerenti alle operazioni di M&A, nelle autodiagnosi e nelle varie forme di gestione strategica del valore dell'impresa⁵⁴.

Tale metodologia esprime il valore dell'azienda in funzione della capacità del business di generare cassa o di produrre reddito, strutturandosi in tre macrofasi:

- I) Quantificazione dei flussi di risultato rilevanti: i flussi di cassa attesi (*cash flows*) per gli approcci finanziari e i flussi di reddito futuri per i metodi reddituali.
- II) Selezione di un adeguato tasso di attualizzazione: deve risultare coerente con la metodologia di valutazione condotta e riflettere adeguatamente le incertezze e i rischi associati all'oggetto in analisi. Si può far ricorso al costo opportunità, ovvero il rendimento che il mercato offre per investimenti alternativi caratterizzati dal medesimo livello di rischio; o al costo del capitale, inerente alle caratteristiche economico-finanziarie della società, e di conseguenza più attinente al contesto valutato.
- III) Definizione dell'orizzonte temporale di riferimento: se l'obiettivo è valutare un'impresa che è già in funzione da tempo e che si prevede abbia una vita aziendale a lungo termine, allora l'orizzonte temporale è "indefinito". In questo caso, si presume che l'impresa continuerà ad operare e generare *cash flow* anche in futuro sul medio lungo-termine. Invece, se si valuta un investimento in assets produttivi, l'orizzonte temporale di riferimento dipende dal tempo necessario affinché l'investimento stesso possa produrre flussi attesi. Si sta parlando quindi di un periodo di tempo "limitato", e viene definito in funzione della durata prevista dell'investimento stesso

3.2 Il modello Discounted Cash Flow (DCF)

Si premette che questa metodologia si serve del paradigma dell'*ongoing concern*, vale a dire considerare la durata di vita infinita dell'impresa. Il *Discounted Cash Flow* (DCF), è quindi un metodo finanziario nel quale si stabilisce che il valore dell'azienda sia pari alla somma dei flussi di cassa operativi attualizzati (FCF) e del *terminal value* (TV). Il tasso di attualizzazione dei flussi di cassa (k) rappresenta la rischiosità dei cash flow derivanti dall'investimento⁵⁵.

FORMULA:

⁵⁴ Terence C. M., *Corporate finance: The Basics*, Londra, Routledge, 2017.

⁵⁵ Berk J., DeMarzo P., Morresi O., Venanzi D., *Finanza aziendale 2*, Milano, Pearson, 2018.

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

DOVE:

$EV =$ Enterprise value

$FCF_t =$ Flussi di Cassa Finanziari al tempo t

$TV_n =$ Terminal value al tempo n

$k =$ Tasso di attualizzazione

È bene precisare che, vista l'ipotesi di partenza dell'*ongoing concern*, il *terminal value* rappresenta il valore atteso dell'azienda dopo il periodo di previsione esplicita, cioè il periodo in cui è ancora possibile fare previsioni sui flussi di cassa.

Il valore terminale è calcolabile attraverso due metodologie:

- 1) *Perpetuity*, in pratica si suppone che l'azienda continuerà a generare flussi di cassa anche dopo il termine dell'orizzonte temporale di riferimento, con una crescita costante rappresentata dal tasso (g), scelto sulla base del settore di appartenenza e delle condizioni di mercato. Questo flusso di cassa viene poi capitalizzato, ovvero si applica il tasso di sconto (k) per calcolare il valore attuale del flusso di cassa futuro; questo tasso rappresenta il rendimento richiesto dall'investitore per compensare il rischio associato all'investimento, tenendo conto del costo del capitale dell'azienda.

FORMULA:

$$TV = \frac{FCF_n * (1 + g)}{(k - g)}$$

- 2) Multipli di uscita, con questa metodologia si moltiplica un termine economico, come l'EBITDA/il fatturato/il *Price to Earnings* (P/E) ecc... previsto all'anno n-esimo, per un valore derivante dal confronto con il mercato. Dopodiché si attualizza il risultato ottenuto, alla data di riferimento della stima, tramite l'appropriato tasso di sconto⁵⁶.

Il modello *Discounted Cash Flow* ha due possibili approcci: *Equity Side e Asset Side*, i quali permettono di avere due punti di vista differenti sul valore della società in questione. Infatti, per degli investitori il valore aziendale d'interesse corrisponde all'*enterprise value*, vale a dire il valore di mercato delle attività di impresa. Dall'altra parte, per degli azionisti l'interesse si ripone nell'*equity value*, che non è altro che l'*enterprise value* sottratto della *Net Financial Position* (corrispondente alla differenza tra debiti finanziari e attività finanziarie liquide), e rappresenta il valore delle quote della società.

È bene sottolineare che i due approcci se eseguiti correttamente portano allo stesso risultato in termini di *equity value*.

3.2.1 L'Asset Side Approach

Anche chiamato metodo patrimoniale, l'*Asset Side Approach*, come in parte già anticipato, è la valutazione preferita dagli investitori perché può calcolare il capitale investito nell'azienda, o il suo valore complessivo⁵⁷.

Per ottenere l'*enterprise value*, è necessario attualizzare i *Free Cash Flow from Operations* (FCFO), ovvero i flussi di cassa attesi disponibili per tutti i finanziatori, quindi sia i finanziatori di debito che di equity. I FCFO vengono attualizzati al *Weighted Average Cost of Capital* (WACC), ossia il costo medio ponderato del capitale.

⁵⁶ Dallochio M., Salvi A., Finanza d'azienda, Milano, Egea, 2021.

⁵⁷ Regalli M., Soana M.G., Tagliavini G., Analisi finanziaria, Milano, McGraw-Hill Education, 2018.

FORMULA:

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

DOVE:

EV= Enterprise value

FCFO_t= Free Cash Flow from Operations nell'anno t di previsione esplicita

TV_n= Terminal value riferito all'anno n (fine dell'arco temporale di previsione esplicita)

WACC= Weighted Average Cost of Capital

Per arrivare a questo risultato sarà prima necessario calcolare le seguenti componenti:

- 1) Il *terminal value* (TV)
- 2) I *Free Cash Flow from Operations* (FCFO)
- 3) Il *Weighted Average Cost of Capital* (WACC)

1) Avendo già trattato precedentemente il suo significato, partiremo dal *terminal value*, analizzandone solamente la sua formula.

FORMULA:

$$TV_n = \frac{FCFO_{n+1}}{WACC_n - g_n}$$

DOVE:

TV_n = Terminal value riferito all'anno n (fine dell'arco temporale di previsione esplicita)

$FCFO_{n+1}$ = Free Cash Flow from Operations successive al primo anno di crescita stabile

$WACC_n$ = Weighted Average Cost of Capital riferito alla crescita stabile

g_n = Tasso di crescita perpetuo dei flussi di cassa operativi

2) Per il calcolo dei Flussi di cassa Operativi (FCFO), bisogna servirsi del Conto Economico e prendere l'indicatore aziendale che misura la redditività, vale a dire l'EBIT (*Earnings Before Interests and Taxes*). A partire dal Margine Operativo Netto si sottraggono le imposte relative, così da arrivare al NOPAT (*Net Operating Profit After Taxes*), per svolgere questo passaggio si applica l'aliquota di riferimento marginale, che nel caso dell'Italia è la somma di IRAP e IRES. Successivamente si sommano tutte le possibili voci non monetarie, tra cui gli ammortamenti e le svalutazioni, visto che la loro manifestazione finanziaria è passata e/o futura, non comportando un'uscita di cassa. Finite queste somme, si sottraggono prima l'indice rappresentante il tempo che l'azienda impiega per trasformare il capitale circolante in cassa, quindi il Net Commercial *Working Capital*, in italiano Capitale Circolante Netto Commerciale (CCC), frutto della differenza tra capitale circolante corrente e passivo circolante corrente. Poi le eventuali variazioni di fondi. Infine, il CAPEX (*CAPital EXpenditure*), ossia l'insieme degli investimenti e disinvestimenti aziendali in beni capitali, ed in caso ci siano, si considerano

anche, tutte le altre voci di natura straordinaria⁵⁸. In questo modo si arriverà ad ottenere i FCFO⁵⁹.

SCHEMA RAPPRESENTATIVO:

Risultato operativo (EBIT)
– imposte sul risultato operativo
<hr/>
= Risultato operativo al netto delle imposte specifiche (NOPAT)
+ ammortamenti
+ svalutazioni, accantonamenti e altre poste non monetarie
<hr/>
= Flusso di cassa operativo
+/- decrementi/incrementi di capitale circolante netto commerciale (CCNC)
– variazioni fondi
<hr/>
= Flusso di cassa operativo corrente
+/- disinvestimenti/investimenti strutturali in immobilizzazioni materiali
+/- disinvestimenti/investimenti strutturali in immobilizzazioni immateriali
+/- disinvestimenti/investimenti strutturali in immobilizzazioni finanziarie
<hr/>
= Flusso di cassa dopo gli investimenti
+/- altre poste di natura accessoria o straordinaria
<hr/>
= <i>Free Cash Flow from Operations</i> (FCFO)

- 3) L'ultimo fattore da determinare è il tasso di attualizzazione, ovvero il WACC. Il *Weighted Average Cost of Capital* è un indicatore che rappresenta il costo complessivo delle fonti di finanziamento di un'azienda, ponderate per i rispettivi pesi all'interno della struttura finanziaria. Questo costo complessivo serve a riflettere il rendimento minimo richiesto dagli investitori per acquisire il business dell'azienda.

⁵⁸ Brealey R. A., Myers S. C., Allen F., *Principi di Finanza Aziendale*, New York, McGraw-Hill Education, 2002.

⁵⁹ Franceschi L. F., Comi L., *Modelli finanziari per la valutazione d'azienda*, Milano, EDUCatt, 2015.

FORMULA:

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

DOVE:

K_e = Costo del capitale

K_d = Costo del debito

E = *Equity*

D = Debito

τ =Aliquota fiscale

Il Costo Medio Ponderato del Capitale tiene conto sia del costo del debito (K_d) che del costo dell'equity (K_e). Il costo del debito rappresenta il costo dei fondi presi a prestito dall'azienda per finanziarsi. Il costo dell'equity, invece, indica il rendimento richiesto dagli azionisti a seguito del capitale apportato⁶⁰

Per calcolare il WACC, è necessario definire i pesi di ciascuna fonte di finanziamento all'interno della struttura finanziaria. Questi pesi possono essere calcolati considerando il valore contabile o il valore di mercato di ciascuna fonte di finanziamento. Solitamente, i pesi di ponderazione utilizzati si riferiscono alla struttura finanziaria attuale.

Per le aziende quotate il valore di mercato del capitale netto, $E/(D+E)$, è dato dal prodotto tra il numero di azioni in circolazione e il prezzo corrente dell'azione. Mentre per le società non quotate è il rapporto tra il patrimonio netto e le fonti totali di finanziamento, ossia il patrimonio netto stesso e l'indebitamento finanziario. Per il valore di mercato del capitale di debito, $D/(D+E)$, viene assunto che il valore contabile corrisponda al valore di mercato, per due motivi: l'esiguo numero di società aventi obbligazioni dotate di un rating sul mercato e per il fatto che la maggior parte del debito di un'impresa deriva da finanziamenti bancari⁶¹.

⁶⁰ Berk J., Demarzo P., Finanza Aziendale 1, Milano, Pearson, 2018.

⁶¹ Damodaran A., Corporate Finance: Theory and Practice, Hoboken, John Wiley & Sons, 2010.

3.2.2 L'Equity Side Approach

In italiano noto con il termine Metodo del Reddito Residuo, l'*Equity Side Approach* permette di calcolare direttamente l'*equity value*, attraverso la determinazione dei *Free Cash Flow to Equity* (FCFE), ossia i flussi cassa disponibili per gli azionisti. Per trovare il valore di questi flussi di cassa *levered*, è necessario calcolarli al netto dei costi operativi, del rimborso dei debiti, degli oneri finanziari, degli investimenti in immobilizzazioni e degli altri investimenti funzionali al mantenimento delle condizioni produttive utili al sostegno della crescita aziendale.

SCHEMA RAPPRESENTATIVO:

$$\begin{aligned} & \text{Flusso di cassa disponibile per gli azionisti e i finanziatori (*Free Cash Flow to the Firm,* \\ & \text{FCFF)} \\ & - \text{Interessi} \\ & + \text{Scudo fiscale sugli interessi} \\ & +/- \text{Variazione debito finanziario} \\ \hline & = \text{Flusso di cassa disponibile per gli azionisti (*Free Cash Flow to Equity, FCFE*)} \end{aligned}$$

I *free cash flow* vengono attualizzati al tasso relativo al K_e , che corrisponde al tasso di rendimento minimo richiesto dagli azionisti. Per calcolare il costo del capitale, è necessario servirsi del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM).

Il CAPM è un modello dato dalla somma del rendimento di un'attività priva di rischio, e del coefficiente beta che misura il rischio sistematico, moltiplicato per il premio per il rischio richiesto dagli azionisti, ovvero la differenza tra il rendimento medio di mercato e il rendimento del titolo privo di rischio.

FORMULA:

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

DOVE:

K_e = Costo del Capitale

r_f = Rendimento del titolo *risk free*

r_m = Rendimento medio di mercato

β = Coefficiente di volatilità

Approfondendo queste voci, un titolo *risk free* è considerato un titolo privo di rischio, che per questa peculiarità presenterà bassi rendimenti, ma la certezza di rimborso; nella maggior parte dei casi si tratta di titolo emessi dallo Stato.

Il *risk premium* (r_m-r_f), è il premio richiesto dagli investitori per assumere il rischio di investire in un titolo azionario.

Beta (β), è il coefficiente che misura la volatilità del rendimento dell'azienda rispetto al rendimento del mercato, ovvero la sua sensibilità alle fluttuazioni del rendimento del mercato. La dipendenza tra i due determina se un titolo è rischioso o meno; infatti, se la loro sincronia è maggiore di 1 il titolo è rischioso, se è 1 si sta parlando del Beta del portafoglio di mercato (r_m), se minore di 1 il titolo è poco rischioso, fino a Beta uguale a 0 che corrisponde al titolo *risk free*. Per la stima del Beta solitamente si usa il metodo di regressione lineare che mette in relazione il rendimento del titolo in questione con il rendimento dell'indice di mercato, tramite una retta la cui inclinazione rappresenta proprio il β ⁶².

Una volta calcolato il tasso di sconto, sarà possibile stimare il valore dell'equity value, procedendo con l'attualizzazione dei flussi di cassa disponibili per gli azionisti (FCFE), e del *terminal value* visto che anch'esso è attualizzato al tasso del costo del capitale proprio (K_e), a cui si aggiunge la PFN.

⁶² Damodaran A., Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, New York, John Wiley & Sons, 2012.

3.2.3 Vantaggi e svantaggi del metodo Discounted Cash Flow

Il DCF presenta grossi vantaggi ma anche grossi svantaggi. I grandi meriti di questa metodologia sono in primis, il fatto che considera i flussi di cassa futuri dell'azienda, che rappresentano la fonte principale di valore per gli investitori. Inoltre, tiene conto del valore temporale del denaro, ovvero il fatto che i flussi di cassa futuri non hanno lo stesso valore dei flussi di cassa presenti. Un'ulteriore peculiarità tecnica del *Discounted Cash Flow* è di essere un modello che considera il rischio dell'investimento, attraverso l'utilizzo del tasso di sconto. Per concludere i suoi "pro", il DCF è un metodo che consente di valutare aziende in diversi settori e fasi di sviluppo, visto che si basa sui FCF.

D'altro canto, il metodo dei flussi di cassa attualizzati, ha diversi svantaggi, tra cui la difficoltà nel prevedere con precisione i flussi di cassa (soprattutto se si parla di aziende in via di sviluppo o operanti in settori volatili). Il tasso di sconto è influenzabile da diversi fattori soggettivi, come il tasso di interesse di mercato o il rischio dell'investimento. Inoltre, il DCF omette tutti i fattori qualitativi, che hanno un peso sulla valutazione aziendale. Un altro aspetto che non considera sono gli effetti delle fluttuazioni del mercato e i possibili cambiamenti normativi. L'ultimo "contro" di questa metodologia, è di non fornire informazioni sul valore relativo dell'azienda rispetto ai suoi competitors o al mercato in generale.

3.3 Il modello dei multipli di mercato

Il metodo dei multipli di mercato, anche detto metodo comparativo di mercato, consiste nel confrontare le metriche finanziarie dell'azienda target, come il fatturato, l'Ebitda, l'utile netto, il flusso di cassa, con quelle di altre aziende comparabili, quindi con caratteristiche simili ed operanti nel medesimo settore.

In pratica, si cercano aziende *comparables* per dimensioni, tipologia di attività, profittabilità, si calcolano i relativi multipli di mercato, dati dai rapporti tra il valore di mercato dell'azienda e la metrica finanziaria scelta. Ed infine si applicano tali valori all'azienda in esame, per determinare il suo valore di mercato⁶³.

⁶³ Sandri S., Brealey R. A., Myers S. C., Allen F., *Principi di Finanza Aziendale*, Milano, McGraw-Hill Education, 2020.

A differenza di altre metodologie come il *Discounted Cash Flow* che sono considerate assolute, per quanto detto, il metodo dei multipli di mercato è considerato un modello di valutazione aziendale relativo, visto il necessario confronto fra società per arrivare al risultato.

3.3.1 Possibili classificazioni dei multipli

I multipli possono essere classificati tra:

- *Business Multiples*, sono multipli che si concentrano sulla valutazione del valore operativo dell'azienda, e sono più specifici per il settore d'appartenenza dell'azienda. Tengono conto della sua redditività, la sua crescita, la posizione di mercato e la capacità di generare cash flow positivi. Includono quindi metriche come il multiplo del fatturato, il multiplo dell'EBITDA, e il multiplo del cash flow.
- *Financial Multiples*, sono multipli che servono a stimare il valore patrimoniale della società. Servono a valutare la redditività, l'efficienza e il potenziale di crescita dell'azienda. I multipli finanziari sono il P/E (*Price to Earnings ratio*), il P/B (*Price to Book ratio*) e il P/S (*Price to sales ratio*), hanno il compito di misurare il rapporto tra il prezzo di mercato dell'azione e le entrate, o gli utili o il patrimonio netto dell'azienda⁶⁴.

Un'altra possibile suddivisione può essere:

- *Stock market multiple* (o *Public market multiples*), sono utilizzati per valutare il valore delle società quotate in borsa, e si basano sui prezzi di mercato delle azioni di quest'ultime. Per *Public market multiples* s'intendono il P/E (*Price to Earnings ratio*), il P/B (*Price to Book ratio*) e il P/S (*Price to sales ratio*), ovvero tutti quei multipli che permettono la valutazione della performance e della redditività per le società quotate in borsa.
- *Deal market multiple* (o *Private market multiple*), sono quei comparabili impiegati per valutare tutte le società di tipo privato, sulla base dei prezzi delle transazioni effettuate nel mercato M&A. Le metriche dei *Private market multiple* sono l'EV/EITDA (*enterprise value to Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization*),

⁶⁴ Copeland T., Koller T., Murrin J., Il valore dell'impresa: Strategie di valutazione e gestione, Milano, Il Sole 24 Ore Libri, 1991.

l'EV/S (*Enterprise Value to Sales*) e l'EV/FCF (*enterprise value to Free Cash Flow*), e sono tutti utilizzati per valutare la società private sotto l'aspetto dell'operatività.

Un'ultima rilevante classificazione dei multipli impiegati nel processo valutativo è:

- Multipli di mercato *equity side*, calcolati in base all'*equity value*, sono solitamente il P/E (*Price to Earnings ratio*), che rapporta il prezzo di Borsa dell'azione e l'utile netto per azione (*Earnings per share*, EPS), esprime la convenienza di un'azione, fornendoci l'indicazione di quante volte il mercato moltiplica gli utili della società. Il P/BV (*Price to Book Value*), ossia il rapporto tra il valore di mercato del capitale netto e il suo valore contabile (dato sottraendo al valore netto contabile dell'attivo patrimoniale il valore netto contabile del passivo). Questo multiplo dà indicazioni sul rendimento degli investitori. L'ultimo multiplo in ottica equity side è il PEG (*Price Earnings / Growth ratio*), che rapporta il multiplo P/E al tasso di crescita atteso degli utili per azione (g); solitamente è usato per individuare titoli sottovalutati o sopravvalutati.
- Multipli di mercato *asset side*, il loro calcolo si basa sull'*enterprise value*, si tratta dell'EV/EBIT, ossia il multiplo che rapporta l'enterprise value all'EBIT, evidenziando la capacità dell'azienda di ottenere un risultato economico positivo dall'area caratteristica, antecedentemente l'imposizione fiscale. L' EV/EBITDA, rapporta l'enterprise value all'EBITDA. E l'EV/Sales, rappresenta il rapporto fra l'enterprise value e il fatturato aziendale. Viene utilizzato maggiormente nei casi di aziende in fasi di ristrutturazione o società con margini negativi.

3.3.2 Indicazioni per l'utilizzo del metodo dei multipli

Il metodo dei multipli parte da due assunzioni⁶⁵:

1° Le aziende comparabili hanno tassi di crescita e di rischio simili fra loro, e i multipli derivati da esse possano essere applicati all'azienda in esame. Ciò implica che le aziende abbiano prospettive simili in termini di profittabilità, crescita ed esposizione al rischio. Per questo, i

⁶⁵ Guatri G., Bini M., Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende, Milano, Egea, 2009.

multipli derivati dal gruppo di comparabili possono essere applicati in modo affidabile alla società in esame.

2° Esiste una correlazione diretta fra la variabile economica presa come indice di performance e il valore dell'azienda. Pertanto, i multipli di mercato derivati dalle aziende *comparables* possono essere utilizzati per il calcolo del valore dell'azienda target, basandosi sulla stessa metrica finanziaria. Tuttavia, è importante sottolineare che l'accuratezza di questa relazione dipende dalla scelta della metrica finanziaria, e dal livello di omogeneità delle aziende comparabili rispetto alla metrica utilizzata.

Assunte queste ipotesi, utilizzando le informazioni contenute nelle principali banche dati internazionali, in relazione alle caratteristiche dell'impresa in analisi, si svolge una fase di campionamento. Facendo riferimento al mercato, si determinano le aziende con caratteristiche simili appartenenti allo stesso settore. Dopodiché avviene un'ulteriore scrematura, ancora più approfondita perché svolta sul business d'appartenenza, sui margini reddituali, e sugli indici di bilancio. Per evitare influenze negative nella valutazione, è necessario tenere in considerazione i rispettivi correttivi, come l'omogeneità temporale e geografica delle comparabili. A questo punto si otterrà il gruppo di aziende comparabili, e si calcolerà il valore dei multipli ritenuti d'interesse, scartando i valori distortivi rispetto alla media, considerando la mediana⁶⁶. Per concludere, si otterrà il range di valori dei multipli settoriali, da applicare alla metrica relativa all'azienda oggetto di valutazione, ottenendo il suo *enterprise value*, che sommata o sottratta la posizione finanziaria netta, porterà all' *equity value*.

3.3.3 Vantaggi e svantaggi del metodo dei multipli di mercato

Partendo dai vantaggi, il metodo dei multipli ha come pro il fatto della semplicità di applicazione e calcolo, questo comporta un utilizzo di risorse e tempo, minore rispetto a tutte le altre metodologie. La capacità di individuare eventuali errori quando il mercato è efficiente, quindi, i prezzi a cui vengono scambiati i titoli sono vicini al valore attuale dei flussi finanziari. È una metodologia molto pragmatica ed empirica, perché basata sui prezzi correnti delle

⁶⁶ Confalonieri M., Trasformazione, fusione, conferimento, scissione e liquidazione delle società, Milano, Il Sole 24 Ore, 2002.

aziende realmente esistenti e non su previsioni di flussi di cassa/dividendi/di riacquisto azioni futuri che possono essere irrealistiche.

I limiti del modello dei multipli di mercato sono sicuramente rappresentati dal fatto che non esistono imprese identiche; anche solo trovare aziende simili è complesso, vista la mancanza di chiare informazioni per aggiustare le differenze nei tassi di crescita attesi, nel livello di rischio nei principi contabili. Un ulteriore grosso limite è il fatto che utilizzando i multipli l'unico modo per aggiustare le differenze è quello di ridurre il numero di aziende comparabili utilizzate. Infine, il basare il valore di un'azienda basandosi sul valore del gruppo di comparabili, senza tener conto di fattori come la competenza del management, l'aver sviluppato eventuali brevetti o processi produttivi efficienti, è sicuramente una grossa limitazione⁶⁷.

3.4 Le sinergie ricercate

L'obiettivo principale che sottende le operazioni di M&A, è la creazione di valore per mezzo dell'effetto sinergico, creato dall'unione delle società coinvolte nell'operazione. Queste sinergie sono eterogenee fra loro ed appartenenti a settori differenti⁶⁸:

Le prime sono le sinergie di ricavi, a loro volta molteplici. La prima è rappresentata dal maggior potere di mercato, semplicemente l'aver acquisito un competitor o essersi fuso con esso, riduce la concorrenza e conseguentemente aumenta le proprie quote di mercato. Una seconda sinergia in termini di ricavi è rappresentata dagli effetti del *cross selling*, vale a dire vendere prodotti aggiuntivi ai clienti già acquisiti. Questo può avvenire in mercati complementari, andando a completare la propria offerta di prodotti, o in mercati adiacenti offrendo prodotti simili.

Passando alle sinergie di costo, esse sono legate alle economie operative, che si traducono principalmente in economie di scala ed economie di scopo⁶⁹. Le economie di scala avvengono quando all'aumentare della scala di produzione diminuiscono i costi unitari del prodotto. Nel concreto, in caso dell'acquisizioni si tratta solitamente di eliminare attività ridondanti oppure eliminare stabilimenti/punti vendita. Invece le economie di scopo riguardano l'utilizzo delle stesse risorse per attività appartenenti a settori diversi, facendo diminuire i costi produttivi. Altre sinergie di costo sono rappresentate dalle economie finanziarie, vale a dire dei vantaggi

⁶⁷ Guatri G., La valutazione delle aziende: teoria e pratica a confronto, Milano, Egea, 1990.

⁶⁸ Sandri S., Brealey R., Myers S., Allen F., Principi di Finanza Aziendale, Milano, McGraw-Hill Education, 2020.

⁶⁹ Blanchard O., Amighini A., Giavazzi F., Macroeconomia: Una prospettiva europea, Bologna, Il Mulino, 2018.

derivanti dalla sola crescita della dimensione aziendale che permettono alla società di avere un accesso al credito più agevole. Infatti, un'operazione di M&A ben strutturata, riduce la rischiosità percepita dal mercato, facendo diminuire il costo del capitale. Un caso emblematico è la possibilità di quotarsi in borsa grazie alla maggiore dimensione, che permette un risparmio sul costo del capitale. Un'ultima tipologia di sinergie di costo è rappresentata dall'ottenimento di economie di integrazione verticale, ovvero acquisendo un proprio fornitore si internalizzano le materie prime necessarie alla propria attività produttiva. Questa strategia riduce i costi di approvvigionamento, migliora la qualità delle forniture e accelera i tempi di consegna.

Il terzo tipo sono le sinergie manageriali, il loro obiettivo è ridurre le inefficienze aziendali. Il caso principe è il *change management*, una pratica che consiste nella sostituzione del precedente management con uno più qualificato, per migliorare la performance dell'azienda. Ad esempio, introducendo un management più attento alla massimizzazione del valore azionisti, a fronte della massimizzazione dei benefici personali.

Per ultime, ci sono le sinergie fiscali ottenibili sfruttando i crediti d'imposta derivanti dalle perdite d'esercizio presenti nel bilancio della società target; infatti, la normativa fiscale permette di dedurre le perdite della società target dal reddito dell'impresa acquirente. la leva fiscale diventa quindi un fattore cruciale nel processo di valutazione del progetto di fusione o acquisizione⁷⁰.

In un'ottica negoziale, per ottenere il prezzo maggiore possibile, l'entourage dell'azienda target tende a sopravvalutare le possibili sinergie attivabili dall'operazione. Dall'altro, l'azienda acquirente, conscia di questo fatto compie un'accurata analisi delle sinergie, determinando quali sono effettivamente conseguibili, in che tempi, in quali condizioni di realizzazione, che effetti finanziari ed economici porteranno, ma soprattutto stimando un range periodale tra il *payback period*, e il periodo massimo accettabile per la manifestazione dei ritorni dell'investimento.

Al giorno d'oggi, il modo in cui si considerano le sinergie in un processo di M&A è schematico. Si parte con il calcolo del valore *stand alone* delle aziende coinvolte, attraverso l'utilizzo dei flussi di cassa attesi. Successivamente si stima sommano i valori delle due entità aziendali per ottenere il loro oggettivo valore combinato. E infine, si incorporano gli effetti delle sinergie attese nei flussi di cassa. In questa maniera si otterrà un valore della società considerando sia l'integrazione che le sinergie, confrontandolo con quello senza sinergie, si riesce a quantificare il valore delle sinergie ipotizzate. Visto che la riuscita di un'operazione di fusione o

⁷⁰ Tesauro F., Codice tributario e leggi complementari, Torino, UTET, 2021.

acquisizione dipende anche dalla corretta valutazione quantitativa delle sinergie potenziali e dei loro effetti, è fondamentale (soprattutto per la società *buyer*) non compiere errori di valutazione, perché si ripercuotono direttamente sulla stima del prezzo.

3.5 Il valore dell'acquisizione

Nella valutazione aziendale lo scopo principale è individuare il valore oggettivo del capitale economico societario. Ciononostante, è frequente una differenza tra il prezzo stimato e il prezzo effettivamente sborsato, il motivo è dovuto alla considerazione che si ha dell'impresa target, che viene vista non come un'entità indipendente, bensì nell'ottica dell'utilità attesa che può offrire alla società acquirente; nel pratico consiste nelle sinergie attivabili una volta integrata. Durante la fase di negoziazione, inizia una contrattazione nella quale, la parte che vende è a conoscenza di questo aspetto e chiede un prezzo maggiorato, l'acquirente ovviamente con l'intenzione di ottenere il prezzo di acquisto più basso possibile, sa che il limite oltre il quale non può spingersi è dettato dalla convenienza dell'operazione di acquisizione, ovvero dal valore aggiunto generato. Per valore aggiunto s'intende che il valore delle due realtà aziendali unite è superiore alla somma del valore delle due entità separate (*stand alone*)⁷¹.

FORMULA:

$$\mathbf{W_{A+B} = W_A + W_B}$$

DOVE:

W_{A+B} = Valore società post operazione

W_A = Valore società buyer

W_B = Valore società target

Al fine di quantificare gli effetti di un'operazione M&A, si confrontano due scenari: base e innovativo.

Lo scenario base quantifica il valore dell'azienda acquirente senza considerare l'operazione.

⁷¹ Damodaran A., Manuale di valutazione finanziaria, Milano, McGraw-Hill Education, 1996.

Lo scenario innovativo calcola il valore dell'impresa acquirente considerando la riuscita dell'operazione.

FORMULA:

$$W_{ACQU. (B)} > W_{A+B} - W_A$$

DOVE:

$W_{ACQU. (B)}$ = Valore della società target

W_{A+B} = Valore società post operazione (scenario innovativo)

W_A = Valore società acquirente (scenario base)

Seguendo il modello di stratificazione del valore, il valore di un'acquisizione è frammentato nei seguenti strati⁷²:

- Valore stand alone della società acquisita. Come già precedentemente descritto s'intende il valore intrinseco della società, come se operasse in modo indipendente dal contesto esterno,
- Valore di tutte le sinergie generate. Quando la combinazione tra l'azienda acquisita e acquirente genera un valore superiore rispetto a quello delle singole entità.
- Valore del differenziale di rischio. Un'operazione di M&A potrebbe aumentare o ridurre il rischio dell'impresa acquirente a seconda dei casi. Ad esempio, il rischio diminuisce se tramite l'acquisizione le probabilità di uscita del mercato si abbassano. Mentre il rischio potrebbe aumentare se a seguito di un'operazione di *Leverage Buyout*, l'aumento del debito incide negativamente sul valore prospettico della società, qualora non si verificassero i flussi di cassa attesi.
- Valore strategico dell'operazione. È un valore il più delle volte non quantificabile, ma che presenta un'alta utilità per la società *buyer*, gli esempi più comuni sono l'aumento

⁷² Buttignon F., Modelli finanziari di valutazione delle strategie, Milano, Etaslibri, 1991.

del potere negoziale, l'accesso a nuovi mercati o il consolidamento della propria posizione sul mercato.

FORMULA:

$$W_{ACQU. (B)} > W_B + W_S + W_{\Delta RISCHIO} + W_O$$

DOVE:

$W_{ACQU. (B)}$ = valore di acquisizione della società target (B)

W_B = valore stand alone della società acquisita (B)

W_S = valore delle sinergie a seguito del processo di acquisizione

$W_{\Delta RISCHIO}$ = valore del differenziale di rischio

W_O = valore delle opportunità strategiche incrementali

CAPITOLO IV : L'ACQUISIZIONE DI TANNICO DA PARTE DI CAMPARI

4.1 Overview

In questo capitolo si descriverà un caso specifico relativo ad un'operazione di M&A per analizzarne i dettagli, con particolare riferimento agli aspetti valutativi. Per fare ciò ci serviremo dell'acquisizione svolta da Campari S.p.a nei confronti di Tannico S.r.l.

Questa operazione ha molte peculiarità: è stata svolta in due *tranches*, la prima nel giugno 2020 e la seconda nel dicembre 2022, con nel mezzo la realizzazione in data 12/07/2021 di una JV con Möet Hennesy S.E (società francese operante nel settore del *spirits&wine*); è stata caratterizzata da un'ulteriore acquisizione rappresentata dall'acquisto della maggioranza del capitale di Ventealropriete S.a.; rappresenta un esempio di come una *big company* del calibro di Campari, riesca a rimanere competitiva sul mercato, seguendo i *trends* di mercato, in particolare con riferimento all'innovazione digitale, evidenziando l'importanza dell'M&A per la crescita e la competitività delle imprese.

Questo capitolo di tesi inizierà con una presentazione delle due compagnie italiane che hanno avuto i ruoli principali in questa operazione. Soprattutto per quanto concerne Campari, si descriverà nello specifico la storia dell'azienda, e il coinvolgimento passato in operazioni di finanza straordinaria. Successivamente si analizzerà il settore di riferimento nella quale è avvenuta l'operazione, ovvero quello delle bevande alcoliche. Infine, verranno spiegate le ipotesi utilizzate per l'elaborazione del *business plan* della società target, costruito per poter applicare il metodo di valutazione del *Discounted Cash Flow*, che assieme al metodo dei multipli di mercato, serviranno per verificare il valore dell'*equity value* di Tannico.

4.2 Tannico S.r.l

La società target, si chiama Tannico S.r.l, azienda italiana fondata nel 2012 da Marco Bagnacavallo, attuale presidente onorario ed amministratore delegato fino al 2022. L'idea del fondatore nasce da un gap di mercato, ovvero che in Italia in quel momento storico il commercio digitale fosse poco sviluppato, per questo si decise di creare una piattaforma digitale per la

vendita online di vino. La scelta ricadde inizialmente sulla nicchia di mercato del vino di qualità, ancora oggi il business core della società, ma col tempo si allargò il portafoglio di business aggiungendo principalmente vini comuni e distillati, oltre a birre artigianali (anche se quest'ultime marginali in termini di ricavi sul totale).

Oggi Tannico è il leader digitale del mondo del vino in Italia, visto che vanta più di 10 mila referenze provenienti da più di 2500 cantine, e presenta un fatturato nel 2021 pari a 76 milioni di euro, derivanti dai 600 mila ordini per 4,5 milioni di bottiglie vendute (il 40% del business è realizzato via *mobile* attraverso *website e app*). Tannico è da considerarsi in generale un importante operatore *e-commerce* di vino e distillati, non solo in Italia ma anche a livello globale. Infatti, il suo forte *imprinting* internazionale è dimostrato dal fatto che nel 2023 Tannico esporta in 23 paesi al mondo. Oltre all'Europa, dove opera in 14 paesi, questa società ricopre eterogeneamente la sfera globale, presenziando in tutti i continenti tranne l'Oceania: Giappone, Taiwan, Corea del Sud, Singapore e Hong Kong in Asia; Colombia in Sud America; Sud Africa in Africa; Usa in America del Nord.

Le milestones di Tannico sono in primis il fatto di essere passata da una logica inizialmente solo B2C, all'aver compreso anche il versante B2B, con il servizio Tannico.biz dedicato al canale Ho.re.Ca., e il retail, tramite la costituzione dei locali Tannico Wine Bar e Tannico Wine Corner a Milano; l'accademia Tannico Flying School organizza percorsi di educativi sul vino e il servizio di Delivery Tannico Express sempre attivo nell'area metropolitana di Milano che garantisce consegne in 60 minuti⁷³.

Le altre milestones della storia di Tannico sono tutte da registrarsi a partire dal 2020, anno di grandi cambiamenti nella società a seguito dell'entrata di Campari nel capitale della società; nell'aprile 2021 Tannico ha firmato con Ice, (Istituto per la promozione all'estero e l'internazionalizzazione delle imprese italiane) un accordo per promuovere l'internazionalizzazione di 400 imprese artigiane italiane, operanti nel settore vinicolo. In questo accordo, Tannico aveva il compito di offrire supporto logistico e tecnologico tramite WinePlatform, ed Ice di indirizzare i fondi del piano "Export Sud", come supporto economico, a Tannico e alle altre aziende coinvolte. Questo contratto ha permesso a Tannico di acquisire come clienti oltre 400 piccole cantine italiane e di riuscire ad accedere a 18 nuovi mercati esteri⁷⁴.

⁷³ Informazioni consultabili presso il sito ufficiale di Tannico, Home/Chi siamo.

⁷⁴ Il sole 24 Ore, Accordo Ice-tannico, export più facile per 400 piccole cantine, 2021.

Sempre nel 2021 avviene l'inaugurazione del nuovo avveniristico magazzino di Castel San Giovanni, un investimento importante per Tannico, da quasi 5 milioni di euro, ritenuto cardine per la strategia industriale della società, visto che si tratta di un impianto completamente automatizzato e robotizzato, che può ospitare oltre 500 mila bottiglie. Il management considera la realizzazione di questo progetto, come un vero e proprio simbolo di consolidamento dell'azienda.

Forse, l'evento più importante successo nel 2021 è stata l'acquisizione della maggioranza del capitale di Valap S.a.s, acronimo di Ventealapropriete. Valap è una società francese, fondata a Mâcon (Francia) nell'aprile del 2017, diventata leader nella vendita *e-commerce* di vino e *champagne*, puntando su prodotti di alta gamma, è riuscita ad aggiudicarsi le onorificenze di “*Best Consumer Service*” da Capital Magazine, e al quinto posto come “Best e-commerce site” nella categoria private sales. Come numeri, Ventealapropriete presenta nel 2021 48,6 milioni di ricavi, e 28 dipendenti.

Nell'operazione di acquisizione di Valap, Tannico ha rilevato il 68,5% delle azioni, lasciando il restante 31,5% all'attuale CEO, Arvitis Bordeaux. Il controvalore è stato di 32 milioni e 655 mila euro comprensivo di oneri accessori, a fronte di passività nette acquisite pari a 3 milioni e 900 mila euro. La differenza pari a 36 milioni e 555 migliaia è stata interamente allocata ad avviamento.

L'operazione prevede, altresì, un meccanismo di *put and call option*, per l'acquisto da parte di Tannico della restante quota del 31,5% di partecipazione al Capitale di Valap, da esercitarsi entro il 2024, con uno *strike price* legato al raggiungimento di determinati risultati economico-finanziari.

La realizzazione di questa operazione è stata resa possibile grazie a Campari, visto che in quella data aveva già rilevato il 49% di Tannico, e che ha sottoscritto l'aumento di capitale di Tannico necessario a finanziare l'operazione, pari a 32 milioni e 655 mila euro.

L'obiettivo strategico di questa acquisizione è quello di costruire un player di *e-commerce* europeo di alta fascia, a favore di tutti i marchi di vino e distillati e dei loro consumatori europei.

4.3 Risultati finanziari di Tannico S.r.l

In questo paragrafo, si andranno a vedere nel dettaglio i principali recenti risultati finanziari ottenuti da Tannico fino al 2021, l'ultimo anno di bilancio a disposizione.

Al 31/12/2021 i ricavi delle vendite di Tannico ammontano a 33,5 milioni, contro i 37 milioni del 2020, in riduzione del 9,5%. Il motivo principale di questa decrescita è dovuto al ritardo

dell'avvio del nuovo magazzino automatizzato. Ma andando a guardare lo storico dei ricavi della società si ha una crescita netta; infatti, nel 2017 si avevano soltanto 10,5 milioni di euro di ricavi, l'anno successivo 14,7 milioni, e nel 2019 20,25 milioni. Il tasso di crescita dei ricavi raggiunto in soli 5 anni è stato del 220%.

I valori in termini assoluti di EBITDA, EBIT ed EBT non discostano di tanto fra loro, questo è dovuto ai pochi ammortamenti ed interessi, inoltre è possibile notare che non c'è differenza tra EBT e utile d'esercizio, visto che negativo e quindi non soggetto a tassazione. È possibile notare che tutti questi margini hanno valori negativi, aspetto abbastanza logico essendo Tannico una società che ancora deve crescere per consolidarsi, non avendo raggiunto il *break even point* in termini di marginalità. Guardando il loro andamento, si è passati da un EBITDA di -1.754.006 milioni di euro nel 2017, a -4.508.442 milioni nel 2021, il motivo è dovuto principalmente all'innalzamento del costo per le materie prime e dei servizi; anche se il delta a livello di EBITDA tra il 2020 e 2021, è imputabile sempre all'incremento dei costi per servizi, ma non al costo delle materie prime che sono in diminuzione, l'altra voce che partecipa a questo fenomeno è la variazione delle rimanenze, che passa dai -22 mila euro del 2020, agli oltre 800 mila del 2021.

Essendo ininfluenti i valori di EBIT ed EBT, andando a guardare l'andamento dell'utile si è sempre avuta una distribuzione lineare, con addirittura una decrescita nel 2020. Ma nel 2021 è diminuito del 200%, passando da -1.591.846 a -4.795.223, per i motivi citati in precedenza⁷⁵.

€ Milioni	2021	2020	2019	2018	2017
Ricavi	33.505.817,00 €	37.064.475,00 €	20.250.639,00 €	14.717.186,00 €	10.469.459,00 €
EBITDA	-4.508.442,00 €	-1.474.754,00 €	-1.543.797,00 €	-1.844.990,00 €	-1.754.006,00 €
EBIT	-4.773.237,00 €	-1.569.042,00 €	-1.591.136,00 €	-1.890.280,00 €	-1.765.738,00 €
EBT	-4.795.223,00 €	-1.594.070,00 €	-1.621.887,00 €	-1.891.433,00 €	-1.769.042,00 €
Utile netto	-4.795.223,00 €	-1.591.846,00 €	-1.616.487,00 €	-1.684.285,00 €	-1.383.028,00 €

Figura 8 : Tabella raffigurante i principali risultati a conto economico di Tannico. Fonte: bilanci Tannico.

⁷⁵ Dati consultabili presso la banca dati Aida: <https://aida-r1.bvdinfo.com/version-20221207-3288-0/Search.QuickSearch.serv?product=AidaNeo&>

Dagli indici di redditività invece è possibile capire perché il gruppo Campari ha deciso di investire in Tannico.

Nonostante la loro negatività, tipica di una società start-up, è osservabile un andamento decrescente dei loro valori, indicante un miglioramento delle performance aziendale.

Partendo dal ROE (*Return on Equity*), si può dire che Tannico nel 2021 stia migliorando i propri risultati assoluti in termini di rendimento del capitale conferito a titolo di rischio, raggiungendo un -13,3%; in forte miglioramento se si guarda a soli due anni prima, quando il valore della redditività del capitale proprio registrava un -156%.

Per il ROA (*Return on Assets*), il discorso è analogo a quanto detto prima, nel senso che la società nel 2021 ha ottenuto i migliori risultati in termini assoluti, registrando un -9,7% nel 2021. Questo indica che Tannico è nella direzione giusta, per ottenere un rendimento dalle risorse aziendali.

Per quanto riguarda l'indice MOL/ricavi il valore registrato nel 2021 è legato ad elementi straordinari (ritardo nella realizzazione del magazzino), mentre fino al 2020 invece si è assistito ad un progressivo miglioramento.

Il ROI (*Return on Investments*), come il ROE e il ROA, è caratterizzato da un positivo decremento che in 5 anni, è passato da oltre il -60% al -10,6% registrato nel 2021.

Infine, il ROS (*Return on Sales*) è peggiorato nel 2021 a causa degli stessi elementi straordinarie che hanno impattato sul rapporto MOL/Ricavi e che hanno portato ad un decremento dei ricavi di vendite⁷⁶.

€ Milioni	2021	2020	2019	2018	2017
ROE	-13,30	-18,00	-156,00	-63,50	-31,90
ROA	-9,70	-10,10	-22,50	-30,10	-25,80
MOL/Ricavi	-14,80	-4,90	-9,00	-13,60	-17,40
ROI	-10,60	-12,20	-26,40	-32,30	-26,80
ROS	-14,30	-4,20	-7,90	-12,80	16,90

Figura 9 : Tabella raffigurante principali indicatori di bilancio di Tannico. Fonte: AIDA 2023.

⁷⁶ Dati consultabili presso la banca dati Aida, Tannico, Bilanci Ottici.

4.4 Campari

La storia del gruppo Campari comincia a Milano grazie a Gaspare Campari che inventa nel 1860 la famosa miscela rossa, nota appunto come Campari. Ben presto Campari ottiene un successo internazionale e nel 1904 costruisce il suo primo stabilimento produttivo a Sesto San Giovanni (Milano). Nei decenni successivi Campari si affermerà attraverso la nascita dei cocktail Americano e Negroni e anche grazie al legame con l'arte, che ha sempre caratterizzato questa società dagli anni '20 ad oggi; infatti nel XX° secolo si possono contare collaborazioni con artisti del calibro di Depero, Fisanotti, Marangolo, Munari (artefice del logo simbolo dell'azienda) e il regista Federico Fellini⁷⁷.

Gli anni '90 segnano l'inizio del coinvolgimento di Campari nella finanza straordinaria. Infatti, nel 1995 Campari compie la sua prima acquisizione, rilevando Cynar, una società produttrice di distillati. Quattro anni più tardi avverrà un'altra operazione di M&A, tramite l'acquisizione del 100% delle quote del brand Cinzano.

Nel 2001, avviene un'ulteriore *milestone* della storia di Davide Campari-Milano S.p.a, ovvero la quotazione presso la borsa di Milano. Un'IPO di grande successo, in quanto la capitalizzazione è stata sottoscritta oltre tre volte da investitori istituzionali e *retail*, per un complessivo di 12.705.000 azioni con un prezzo fissato a 31 euro ad azione. Con una capitalizzazione della società al prezzo di offerta pari a 900 milioni, l'IPO di Campari è stata la più grande operazione di quotazione pubblica in Italia per l'anno 2001⁷⁸.

Nello stesso anno, avverrà anche un'altra importante operazione di M&A, ovvero l'acquisto del marchio Skyy vodka, prima delle innumerevoli acquisizioni compiute da Campari negli anni successivi: nel 2003 la rilevazione del gruppo Aperol; nel 2006 di Glen Grant; nel 2009 di un altro produttore di whiskey, Wild Turkey; sempre nel 2009 verrà acquisito il produttore di tequila Espolòn; nel 2010 l'acquisizione di Frangelico; nel 2012 di Appleton Estate; nel 2014 del noto amaro italiano Averna e di un altro amaro italiano ovvero Braulio; nel 2016 di Grand Marnier; nel 2017 di Bulldog gin⁷⁹. Venendo agli anni più recenti, dal 2018 il gruppo Campari ha compiuto cinque acquisizioni in Francia, rilevando il 100% di Bisquit Cognac (2018), Rhumantillies (2019); Baron Philippe de Rothschild France (2020) e Picon nel 2022; inoltre l'80% di Champagne Lallier SARL nel 2020. In Messico ha rilevato il 51% dei marchi Ancho

⁷⁷ Campari, la nostra storia, 2022.

⁷⁸ Campari Group, investors, comunicati stampa.

⁷⁹ Campari Group, il Gruppo, la nostra storia.

Reyes e Montelobos nel 2019. Negli Stati Uniti il 15% di Howler Head e il 70% di Wilderness Trail Distillery, entrambe operazioni avvenute nel 2022. Sempre in quest'anno, è avvenuto il completamento di un'operazione tutta italiana tra Campari e Tannico, oggetto del nostro caso di studio⁸⁰.

Dopo questa *overview* riguardante le operazioni di finanza straordinaria compiute da Campari dal 1995 ad oggi, è possibile capire la strategia di crescita del gruppo, che è passata in soli 28 anni dall'essere completamente organica, all'essere per metà organica e per l'altra metà inorganica, con l'intento come dichiarato dal management, di spostarsi in futuro, sempre più verso il lato della crescita per linee esterne.

Campari, oggi, è da considerarsi come uno degli attori italiani più importanti in termini di operazioni finanziarie, perché in meno di 30 anni ha totalizzato 38 acquisizioni, per un controvalore complessivo totale di quasi 4 miliardi, il che significa un controvalore medio di circa 105 milioni ad operazione. La più rilevante è stata l'acquisizione nel 2016 del 71,2% della società francese Produits Marnier Lapostolle S.A, ad un prezzo di 489,8 milioni di euro. Queste operazioni hanno coinvolto aziende provenienti da ogni parte del globo, dagli Stati Uniti al Brasile, dalla Giamaica all'Ucraina, dal Messico alla Grecia⁸¹. Ciò evidenzia ancora una volta, il forte impulso alla crescita e all'internazionalizzazione, testimoniato anche dall'operare in 190 mercati di distribuzione nel mondo, 23 siti di produzione globali, con una ripartizione del fatturato a livello geografico molto equidistribuita: Sud Europa, Medio Oriente e Africa (29,4%), Americhe (42,7%), Nord Europa, Europa Centrale e Europa Orientale (20,2%) e Asia Pacifico (7,7%)⁸².

⁸⁰ Campari Group, Investors, Acquisizioni e cessioni.

⁸¹ Campari Group, Investors, Acquisizioni e Cessioni.

⁸² Borsa italiana, Campari, profilo società.

mercato è costante, e molto probabilmente si raggiungeranno i 3,72 bilioni di fatturato per 1,25 bilioni di litri nel 2027.

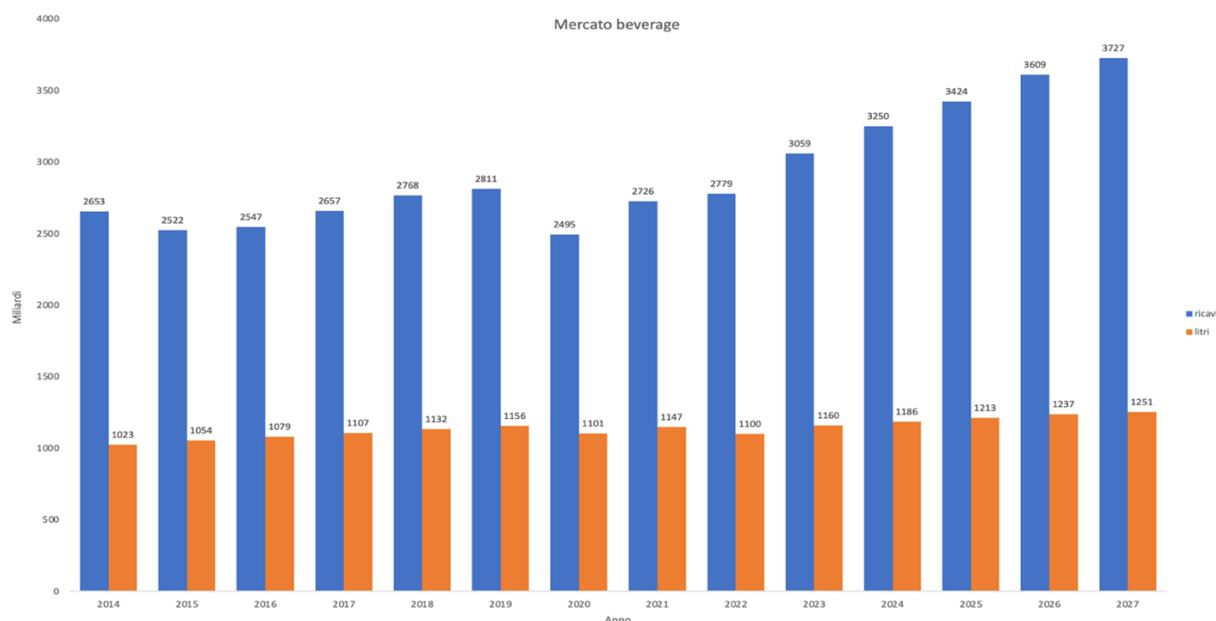


Figura 11 : Istogrammi rappresentanti il mercato del beverage dal 2014 al 2027 in termini di ricavi e litri. Fonte: Elaborazione propria su dati Statista 2023.

4.5.2 Il mercato delle bevande alcoliche

Nel 2023 all'interno di questi 3,06 bilioni di ricavi, 1,61 sono generati dal mercato delle bevande alcoliche, per un volume di 282 miliardi di litri⁸⁴. Se i ricavi prodotti sono equidistribuiti tra il mercato dell'alcool (52,5%) e il mercato del non alcool (47,5%), per quanto concerne il mercato totale delle bevande, si nota che il volume di litri è molto a favore del mercato degli analcolici (76%), rispetto agli alcolici (24%). Questo è dovuto al maggior ricarico che si può ottenere su un'unità d'alcool venduta, rispetto ad un'unità analcolica.

Si stima che il CAGR annuo (*Compound Average Growth Rate*) sarà del 5,42%, per i successivi 4 anni, si arriverà quindi ad ottenere nel 2027 un mercato da 1,99 bilioni di dollari, per una crescita totale tra il 2023 e il 2027 del 23,5% in termini di *revenues*; per quanto riguarda il volume del mercato si raggiungeranno i 306 miliardi di litri, con una crescita in 4 anni del 7,9%.

⁸⁴ Statista, alcoholic drinks | Consumer markets. Market forecast for alcoholic drinks in the world.

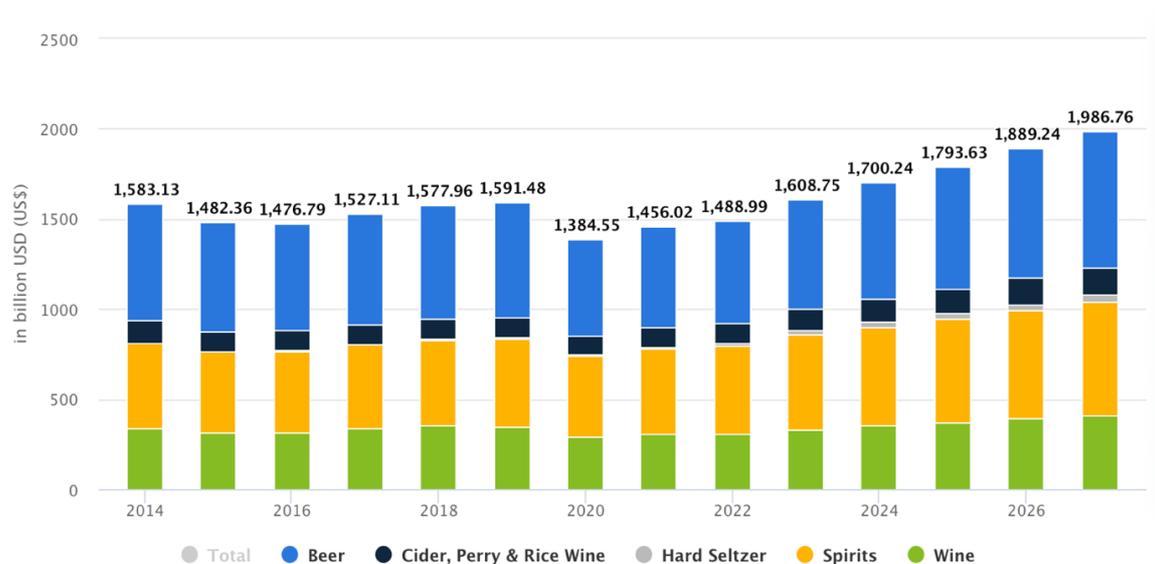


Figura 12 : Istogramma rappresentante il mercato degli alcolici in termini di ricavi. Fonte: Statista 2023.

Visto il business di Campari, è necessario fare riferimento solo al mercato aggredibile dalla società, quindi ai segmenti dei distillati e del vino. Escludendo di conseguenza i segmenti dei *cider, perry e rice wine*, della birra, e degli *hard seltzer*.

Essendo la birra il segmento più redditizio e utilizzato in questo mercato, c'è un drastico calo nel settore al quale si fa riferimento. Infatti, nel 2023 all'interno di un mercato stimato pari a 1.608 miliardi di dollari, solo 858 miliardi sono generati da *spirits and wine*, quindi poco più del 50%. Con una suddivisione a favore dei distillati rispetto al vino; visto che i primi generano 525 miliardi di dollari, ovvero il 61% del mercato, mentre il vino, il restante 39% che si traduce in 333 miliardi di dollari di vendite.

La forbice maggiore è però rappresentata dai litri consumati, infatti se nel 2023 il totale dei litri nel mercato dell'alcool è di 282 miliardi, solamente 61 miliardi di litri (21,5%) derivano dal vino e distillati. Questo fenomeno è dovuto da due fattori, in primis che ancora una volta la birra rappresenta una consistente maggioranza e che il prezzo di vendita di queste due tipologie di alcolici è molto alto.

In linea con l'andamento del mercato beverage, questi due segmenti di mercato hanno avuto una crescita moderata dei ricavi dal 2014 al 2019, interrottasi nel 2020 a causa della pandemia, ma con una ripresa sin dall'anno successivo che si stima possa permettere di superare i risultati raggiunti nel 2019, già dall'anno 2023. Nel quinquennio a partire dal 2023 è prevista una crescita futura dei due settori sul 18%, con spartizione dei ricavi proporzionale al passato: 60%

generati per i distillati e 40% per il vino. Il fattore che più influisce su questa crescita non sarà l'incremento del numero di unità vendute, ma l'aumento unitario dei prezzi, che per quanto concerne i distillati passerà dai 14,37 \$ del 2023, ai 16,66\$ del 2027; mentre riguardo al vino, si passerà dai 13,80\$ del 2023, ai 15,65\$ del 2027⁸⁵.

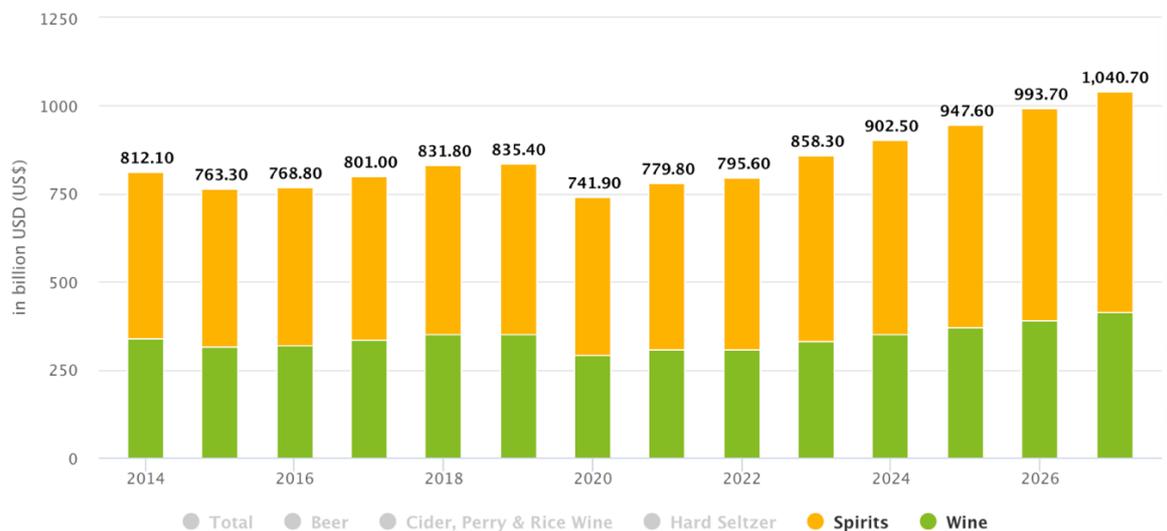


Figura 13 : Istogramma rappresentante il mercato dei distillati e del vino in termini di ricavi.

Fonte: Statista 2023.

4.5.3 Il mercato digitale delle bevande

A livello di volumi, il mercato dell'*e-commerce* delle bevande vede una netta crescita relativa, passando dai 56,5 miliardi di ricavi del 2017, ai possibili 380 miliardi di ricavi, prospettati nel 2027. Un aumento delle vendite di ben il 578% in soli 11 anni, testimoniando ancora una volta il forte trend di crescita di questo segmento, sempre più fondamentale nella filiera distributiva-commerciale. Un'altra caratteristica è la ripartizione delle vendite nel mercato del digitale; infatti, se nel 2017 i drink alcolici creavano la maggior parte delle vendite, generando 26,5 miliardi (46,9%), contro i 22,3 miliardi dei drink analcolici (39,4%), già dall'anno successivo, i non-alcoholic drinks hanno superato i volumi di revenues degli alcoholic drinks, con un 33,8 miliardi di revenues generate (45%), contro i 29,44 miliardi degli alcolici (40%). Questa discrepanza nel 2027 dovrebbe ulteriormente incrementarsi, fino a raggiungere volumi di vendite per i non-alcoholic drinks di 206,4 miliardi (54,2%), rispetto ai 112,4 miliardi previsti

⁸⁵ Statista, Alcoholic Drinks Report 2023, Statista Consumer Markets Insights.

per i drink alcolici (29,5%). Le proiezioni indicano che, nonostante il possibile aumento in valore assoluto, avverrà una decrescita della quota di mercato degli alcolici nell'*e-commerce* dovuta all'insediamento del segmento delle altre bevande e dell'aumento più che proporzionale degli hot drinks.

Focalizzandoci sul 2023, il mercato dell'*e-commerce* si prevede in crescita rispetto al 2022 del 17,5%, toccando i 235 miliardi. Di questo valore, 80,5 miliardi sono derivati dalla vendita di alcolici, i quali rappresentano il 34,2% del mercato relativo, contro il 50% delle quote, del segmento degli analcolici.⁸⁶

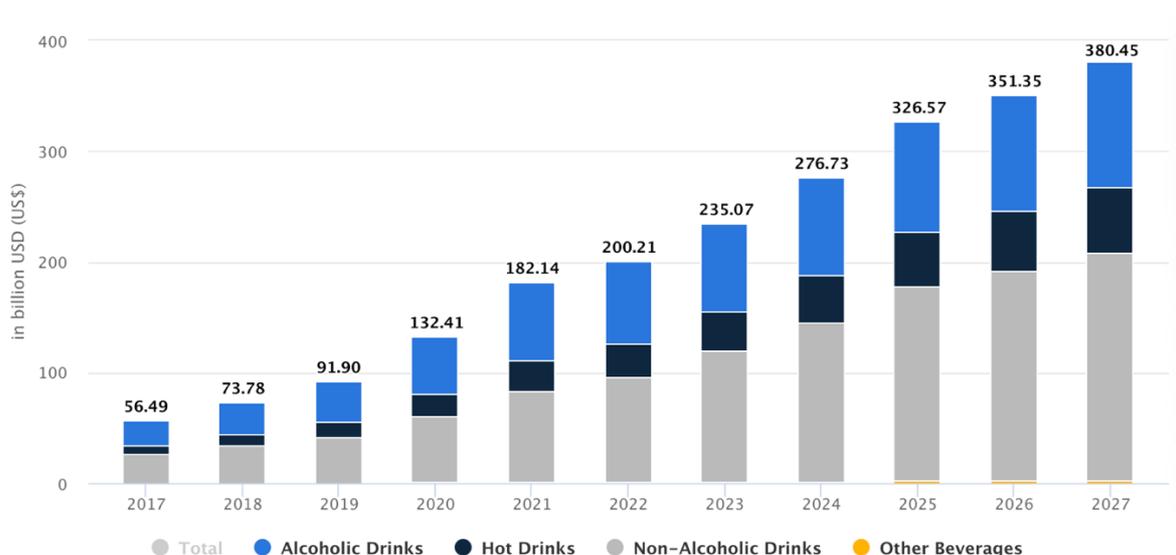


Figura 14 : Istogramma raffigurante la crescita dei di vendita dell'e-commerce nel mercato dell'alcool. Fonte: Statista 2023.

4.5.4 Il mercato digitale delle bevande alcoliche

Oggi l'e-commerce come canale di vendita nel mondo dell'alcool, rappresenta una minima percentuale, ossia il 6.6%. Questo perché è ancora nettamente preferito dai consumatori e venditori il commercio offline. Ciononostante, questa trend è in crescita, essendo in soli cinque anni passati da un 2,4% del 2017, al 6,6% stimato per il 2022, un aumento di quasi tre volte, che va di pari passo alla tendenza generale globale dei settori, sempre più orientato all'acquisto tramite canali digitali. Andando ancora più a fondo, gli esperti affermano che in questo

⁸⁶ Statista, Alcoholic Drinks | Digital Markets. Market forecast for alcoholic drinks in the world.

segmento di mercato gli acquisti tramite dispositivo mobile supereranno quelli tramite desktop già dal 2024⁸⁷.

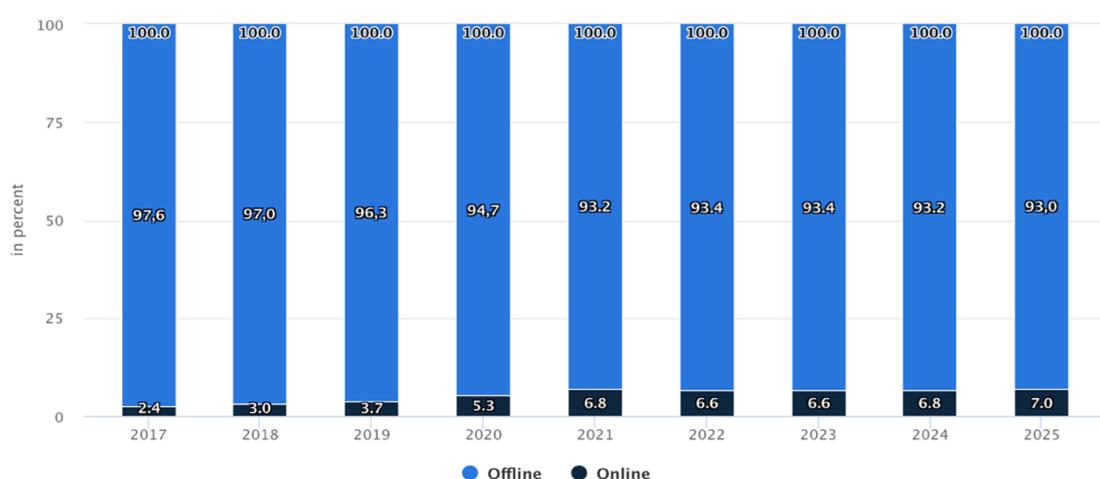


Figura 15 : Istogramma raffigurante la divisione dei canali di vendita nel mercato dell'alcool.
Fonte: Statista 2023.

Il mercato digitale esclusivamente degli alcolici è suddiviso in quote di mercato differenti rispetto al mercato del beverage generale. Infatti, se come visto in precedenza, era la birra il prodotto che generava la maggior parte dei ricavi, nel campo dell'e-commerce, sono i distillati il prodotto più redditizio. Questi ultimi sono seguiti appunto dalla birra, poi dal vino e infine dal segmento *cider, perry & rice wine*. Si stima che tutti questi segmenti di prodotto otterranno nell'arco temporale che va dal 2017 al 2027 una crescita almeno superiore al 200%.

A fine 2023 si supereranno gli 80 miliardi di ricavi, derivanti per più del 41% dal mercato della Cina, per il 21% dagli U.S.A, seguiti dal Giappone che rappresenta un 10% di quota di mercato, e dal Regno Unito, che è il 6,6% del mercato⁸⁸. È quindi possibile concludere che quasi l'80% dei ricavi derivanti dalla vendita e-commerce degli alcolici, è racchiuso in quattro stati.

⁸⁷ Statista, Alcoholic Drinks | Consumer markets. Market forecast for alcoholic drinks in the world.

⁸⁸ Statista, Alcoholic Drinks Report 2023, Statista Consumer Markets Insights.

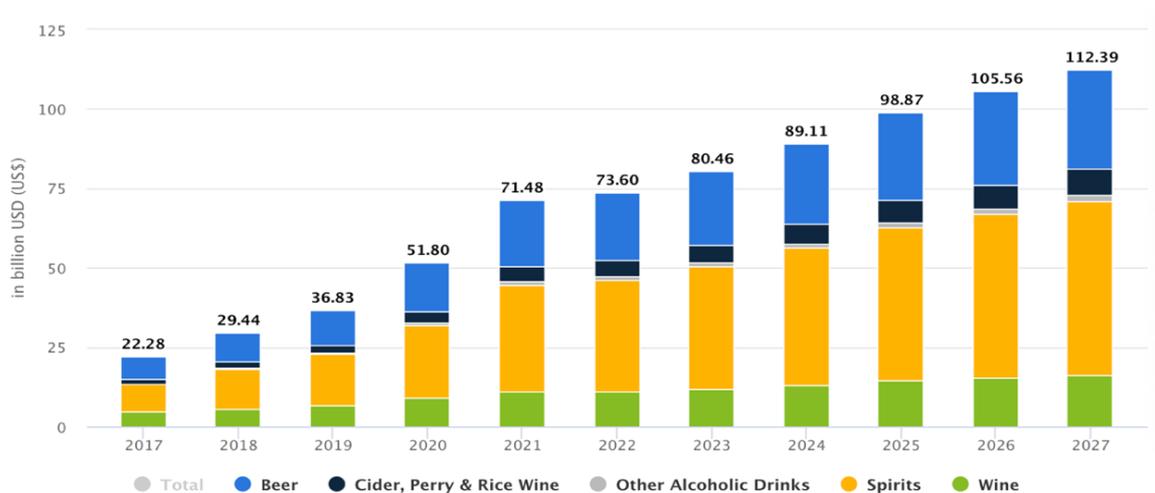


Figura 16 : Istogramma rappresentante il mercato e-commerce degli alcolici in termini di ricavi.
Fonte: Statista 2023.

Visto il business di Campari, ma soprattutto di Tannico, si è deciso di prendere in considerazione solo il mercato aggredibile da parte di queste società, considerando esclusivamente i segmenti *spirits & wine*. Nel 2023, questi due segmenti si stima che genereranno oltre 50 miliardi di dollari di ricavi, rappresentando il 62,5% dei ricavi totali dell'e-commerce. Nel 2027 il vino e i distillati, da soli raggiungeranno i 71 miliardi di ricavi, una cifra enorme se si pensa che nel 2017 si superavano appena i 13 miliardi.

Come detto in precedenza, nell'arco temporale dal 2017 al 2027, gli *spirits* sono stati, sono, e saranno il prodotto che genera il maggior numero di ricavi nel mercato digitale, ottenendo una crescita in 11 anni del 556%, partendo dai 8,38 miliardi generati nel 2017, passando ai 38,38 attuali, e raggiungendo i 55 miliardi nel 2027.

Per quanto concerne il vino, la crescita seppur enorme è meno della metà rispetto a quella dei distillati, 233%, visto che si parte dai soli 4.86 miliardi del 2017 ai 16,18 previsti nel 2027. Oggi il mercato digitale del vino genera ricavi per 12 miliardi di dollari⁸⁹.

⁸⁹ Alcoholic Drinks | Digital Markets. Market forecast for alcoholic drinks in the world.

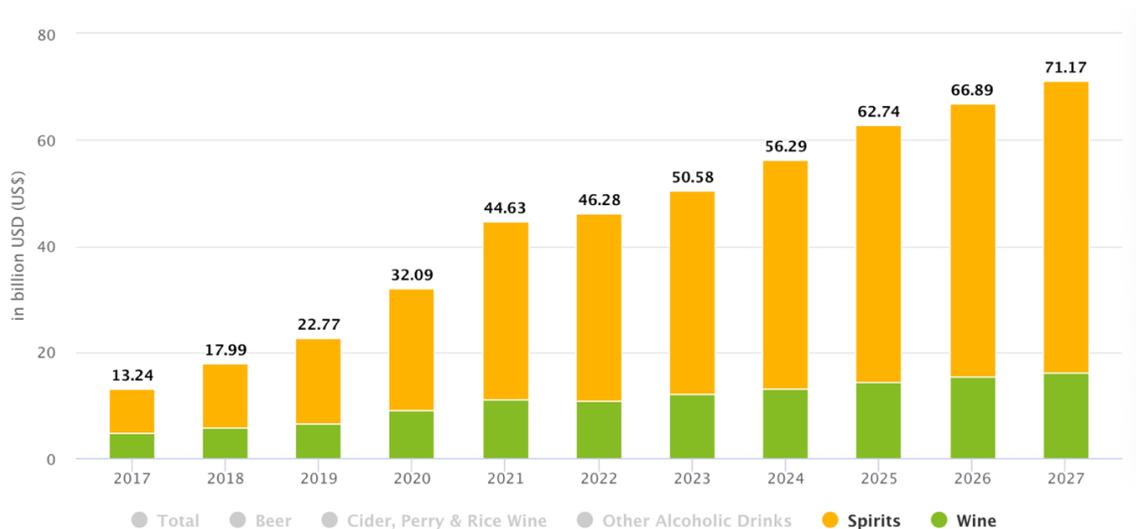


Figura 17 : Istogramma rappresentante i ricavi del mercato e-commerce *spirits & wine*. Fonte: Statista 2023.

4.5.5 Il TAM di Tannico

In conclusione, se la parte di analisi di mercato svolta, è adatta a capire quale può essere il TAM (*Total Adressable Market*) di Campari, visto che questa società è presente in tutto il globo, proprio come i dati riportati da Statista, e lavora sia nel mercato offline che online degli alcolici. È evidente che non è possibile dire la stessa cosa, per quanto riguarda Tannico, essendo una società presente a livello globale sì, ma solo in 23 paesi, ed opera esclusivamente nel mercato digitale. Quindi, si è deciso di costruire *ad hoc*, il mercato aggredibile da parte di questa società, seguendo un arco temporale, in linea con i parametri dell'analisi svolta fin'ora; quindi, che dal 2017 al 2027, considerando solo i ricavi potenziali nel mercato dell'*ecommerce*, derivanti dai segmenti *spirits & wine*, esclusivamente nei 23 paesi dove esporta, senza considerare possibili ingressi in altri mercati geografici (ipotesi conservativa in quanto i ricavi del business plan sono stati determinati sulla base dell'andamento del mercato aggredibile). Il risultato ottenuto è il seguente:

	Mercato digitale spirits & wine	UdM	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
1	ITALIA	milioni	161,02	205,79	260,3	317,28	427,47	375,59	387,83	399,98	412,02	419,99	426,52
2	FRANCIA	milioni	335,46	371,03	409,9	600,7	732,3	634,5	646,3	657,8	668,9	679,4	687,2
3	SVIZZERA	milioni	163	178,47	189,34	274,87	283,26	257,86	260,9	270	279,11	282	285,2
4	HONG KONG	milioni	35,77	39,22	41,36	53,21	61,71	65,58	79,35	97,26	119,18	128,29	140,23
5	SUD AFRICA	milioni	15,75	17,07	18,86	27,89	36,65	32,86	31,72	31,99	32,43	32,89	33,2
6	SVEZIA	milioni	95,28	102,54	112,87	164,1	204,9	186,13	187,76	193,86	199,74	203,67	206,92
7	UK	milioni	1780	1890	1980	2660	2790	2780	3270	3840	4500	4760	5110
8	GERMANIA	milioni	238,43	261,55	301	357,9	417,8	363,4	371,3	378,9	386,1	389,9	393,3
9	USA	milioni	3210	3780	4310	5980	7670	8040	8870	9280	9670	10240	10720
10	NUOVA ZELANDA	milioni	117,02	136,2	147,32	200,2	207,64	224,98	286,05	363,2	460,4	496,6	546,2
11	KOREA DEL SUD	milioni	153,28	204,51	265,37	363,96	504	495,4	540,2	588,4	640	679,7	717,8
12	DANIMARCA	milioni	88,7	94,86	102	114,19	117,15	107,6	109,66	111,61	113,42	113,95	114,56
13	AUSTRIA	milioni	31,95	36,3	39,57	57,54	64,89	56,57	56,4	56,91	57,41	58,04	58,46
14	PAESI BASSI	milioni	91,91	102,63	116,52	161,16	190,12	174,03	176,82	183,94	190,85	194,07	197,14
15	SINGAPORE	milioni	7,62	10,22	13,67	20,95	31,13	36,58	45,24	57,15	72,09	79,36	88,28
16	NORVEGIA	milioni	73,2	84,73	97,05	134,96	148,29	135,68	137,81	143,16	148,49	150,55	152,64
17	COLOMBIA	milioni	3,08	4,44	6,14	9,03	12,22	11,32	11,11	11,2	11,34	11,6	11,75
18	FINLANDIA	milioni	53,4	58,64	64,34	79,3	78,35	69,8	71,03	73,07	75,06	75,41	75,94
19	BELGIO	milioni	21,92	24,61	27,33	34,93	39,37	35,93	37,44	39,45	41,48	42,21	43,01
20	SPAGNA	milioni	88,94	122,67	140,78	180,21	232,9	195,51	204,32	207,7	210,86	214,63	217,2
21	GIAPPONE	milioni	1210	1520	1860	2530	4060	4280	5020	6040	7280	7800	8430
22	ISLANDA	milioni	5,3	6,05	6,51	10,87	9,99	11,04	12,75	15,07	17,91	19,28	20,97
23	TAIWAN	milioni	14,3	15,33	16,8	23,93	28,48	31,29	37,33	45,37	55,11	58,79	63,71
TOTALE MERCATO AGGREDIBILE DA TANNICO			7995,33	9266,86	10527,03	14357,18	18348,62	18601,65	20851,32	23086,02	25641,9	27130,33	28740,23

Figura 18 : Tabella rappresentante il mercato potenziale aggredibile da Tannico. Fonte: Elaborazione propria su dati Statista 2023.

Commentando il TAM di Tannico, anche qui si ha un mercato in crescita che passa dai quasi 8 miliardi di dollari del 2017, ai 28,750 del 2027, siglando un possibile aumento del 260%. Questo evidenzia le interessanti prospettive di crescita del core business core di Tannico, e dell'azienda in generale, che oggi fa riferimento ad un mercato da oltre 20 miliardi di dollari di ricavi, con gli Stati Uniti d'America come mercato principale (43% del totale) data la dimensione di 8,87 miliardi di ricavi, seguiti dal Giappone (21%) e il Regno Unito (16%), artefici rispettivamente 5 e 3,2 miliardi. Se in questi tre mercati al grande potenziale Tannico deve ancora consolidare la propria presenza, non è possibile dire la stessa cosa per quanto riguarda l'Unione Europea, dove la Francia e l'Italia, sono i mercati più redditizi, e Tannico vi opera maggiormente, visto che è una società italiana, che ha acquisito la società francese Ventealpropriete.

4.6 I players di settore

In questo parte dell'elaborato si analizzeranno i principali player di mercato negli ambiti dove operano i business di Campari e Tannico. Verrà svolta una distinzione fra Tannico e Campari sulla base del principale segmento di appartenenza, il vino per quanto riguarda Tannico, e i distillati per Campari; e della tipologia di approccio al mercato, che nel caso di Campari si tratta di un approccio *omnichannel*, mentre per Tannico solo legato alla vendita online.

4.6.1 Principali competitors di Campari

Nel mercato degli alcolici, i *main players* sono grandi multinazionali operanti nel settore della birra. Il più importante è il gruppo belga Anheuser-Busch InBev, proprietario di famosi marchi come Budweiser, Corona e Beck's, con un fatturato 2022 sui 57,8 miliardi di dollari. Il secondo è il gruppo Heineken, che controlla oltre che il marchio Heineken, anche le società Desperados e Amstel Beer, il fatturato di questo gruppo ammonta a 36,6 miliardi nel 2022. Il core business di queste *holding*, focalizzato nel segmento della birra, non è però strettamente comparabile con Campari, che opera nel mercato dei distillati.

Ci si concentra quindi su altri profili operanti nel segmento d'interesse, come il gruppo Diageo, terzo gruppo industriale nel settore dell'alcool. Diageo è un gruppo inglese fondato nel 1997 dalla fusione dell'inglese GrandMet, e la compagnia irlandese Guinness Plc. Con un fatturato di 19,5 miliardi di cui 15,5 derivano dal segmento dei distillati, gli utili del gruppo si aggirano sui 5 miliardi, e conta più di 28 mila dipendenti. Grazie all'attività di M&A e allo sfruttamento di economie di scala, il gruppo è cresciuto esponenzialmente nel segmento dei distillati, se si conta che soli 10 anni fa, nel 2013 aveva un fatturato di 11,5 miliardi, ha registrato un avanzamento del 35% del proprio fatturato, consolidando la propria posizione di leader di settore⁹⁰.

Un altro competitor rilevante è il gruppo francese Pernod Ricard. Il gruppo Pernod Ricard nasce nel 1975 dalla fusione di due società francesi, Pernod e Ricard due marchi famosi di aperitivi all'anice. Oggi è diventata una multinazionale che conta oltre 350 marchi, tra i più celebri ci sono gli champagne Mumm e Perrier Jouet, i whisky Jameson, Chivas Regal, Ballantine's, il cognac Martell, e la vodka Absolut. Il fatturato del gruppo derivante dalla vendita dei distillati ha sempre avuto un andamento crescente fino al 2019 e 2020 dove ha subito una brusca decrescita di quasi un miliardo, ma a seguito di operazioni di crescita inorganica nel 2022 il gruppo è riuscito a superare la soglia dei 10 miliardi, ottenendo una crescita dei ricavi di quasi 2 miliardi in un solo anno. Pernod Richard, è quotata dal 2017 presso la Borsa di Parigi, e fa parte dell'indice CAC40⁹¹.

Anche il gruppo Bacardi è da ritenersi un player principale di settore e quindi un competitor diretto di Campari. Bacardi è un'azienda di produzione e distribuzione di alcolici, nota in particolare per il rum. La sua sede è ad Hamilton, nelle Bermuda, ma le sue origini sono cubane

⁹⁰ Dati consultabili sul sito aziendale di Diageo: <https://www.diageo.com/en>

⁹¹ Dati consultabili sul sito aziendale di Pernod Richard: <https://www.pernod-ricard.com/en>

e risalenti al 1862 quando il signor Don Facundo Bacardi Massò fondò l'azienda a Santiago. A seguito dello scoppio della rivoluzione cubana, ad opera di Fidel Castro, Bacardi fu costretta all'esilio da Cuba e trasferì la propria produzione a Porto Rico. Sarà proprio Porto Rico insieme a Messico, Stati Uniti e Bahamas lo stato che salverà la compagnia, portandola ad essere oggi leader mondiale nel prodotto rum, dove Bacardi conta marchi del calibro di Bacardi Superior, Bacardi Gold, Bacardi Reserva ed altre decine di tipologie. Oltre al marchio Bacardi, la società ha il merito di aver realizzato il prodotto *ready to drink* di nome Breezer, che ha ottenuto un successo planetario, e aver compiuto profittevoli acquisizioni rilevando marchi come Bombay Sapphire, noto brand di Gin, e la prestigiosa vodka Grey Goose; ma su tutte l'acquisizione più importante del gruppo è stata nel 1993, della torinese Martini & Rossi, operazione che ha lanciato Bacardi, e dato il via alla realtà che oggi rappresenta. A seconda di quanto detto, è facile notare il forte *imprinting* alla diversificazione nella strategia del gruppo, rimanendo sempre all'interno del segmento dei distillati. Oggi Bacardi è un gruppo privato, che nel 2022 ha superato i 7 miliardi di ricavi⁹².

L'ultima società da prendere in considerazione, è la statunitense Brown Forman. Azienda che prende il nome dal suo fondatore George Garvin Brown, che ebbe l'innovativa idea di vendere whisky in bottiglie di vetro sigillate nel 1870, anno di fondazione. 153 anni dopo, la Brown Forman corporation, ha ancora sede a Louisville, Kentucky, e il 70% delle azioni con diritto al voto è in mano alla famiglia Brown. Oggi questa società può ritenersi leader nella produzione e distribuzione di whisky, con il Jack Daniel's come marchio di punta, ma nel suo portafoglio di business, sono presenti marchi appartenenti alla vodka, gin, vino e tequila, che uniti rendono per il gruppo quasi 4 miliardi di dollari di ricavi⁹³.

4.6.2 Principali competitors di Tannico

Per quanto riguarda l'analisi dei competitors di Tannico, a differenza di quanto visto con Campari, non si farà riferimento ai *main players* del mercato degli alcolici, ma ad aziende di minori dimensioni ed operanti nel business core di Tannico, ovvero la vendita di vino online, oltre a quella dei distillati.

⁹² Informazioni consultabili sul sito aziendale di Bacardi: <https://www.bacardi.com/it/it/>

⁹³ Informazioni consultabili sul sito aziendale di Brown-Forman: <https://www.brown-forman.com/>

Citando, ma non considerando vista la loro grandezza in termini valori di bilancio, operatori come Drizly I.n.c, società statunitense leader nel commercio digitale di alcolici, acquisita da Uber nel 2021 per 1.1 miliardi⁹⁴. Oppure la Naked Wine P.l.c, società inglese fondata a Norwich nel 2008, che oggi è arrivata ad essere quotata presso la Borsa di Londra, con una capitalizzazione di 85,3 milioni, un fatturato di 460 milioni, e 486 dipendenti⁹⁵.

La prima società alla quale si può fare riferimento è sicuramente la Virgin Wines Uk P.l.c. Fondata nel 2000, pur mantenendo il nome Virgin, la società nel 2005, è diventata una sussidiaria di Direct Wines, anche se continua a collaborare con la multinazionale Virgin Group. Tre anni dopo, nel 2008, è avvenuta un'altra tappa fondamentale della storia del gruppo, ovvero la fusione con Warehouse Wines, per mano dell'amministratore delegato Jay Wright, che era anche il fondatore di Warehouse Wines.

Oggi Virgin Wines Uk P.l.c è una compagnia da 83 milioni di fatturato, con un Ebit di 6,258 milioni, un numero di dipendenti pari alle 200 unità, e un *market cap* di 21,8 milioni; infatti, dal 2021 la società è quotata presso la Borsa di Londra nel mercato AIM⁹⁶.

Un ulteriore player europeo nel commercio online dei vini e distillati, è Bodeboca S.l, società spagnola acquisita da Pernod Ricard nel 2019, per 10 milioni di euro⁹⁷. A seguito dell'entrata del gruppo Pernod Richard nel capitale di Bodeboca, la società di Madrid ha registrato 37 milioni di ricavi dalle vendite solo dal mercato spagnolo, che secondo gli analisti potrebbe superare i 50 milioni nel 2022. Il gruppo presenta un Ebit positivo di 732 mila euro e 45 dipendenti⁹⁸.

La società francese Millesima S.a, è sicuramente un altro competitor diretto di Tannico, visto che Tannico è proprietario della maggioranza di Ventealappropriete, un'altra società della Francia. Inoltre, la società appartenente al gruppo Bernard ha anche numeri molto simili a Tannico e Valap, perché registra nel 2021, 56 milioni di ricavi, 68 dipendenti e un Ebit di 3,5 milioni. Seppur nata nel 1983, come un venditore all'ingrosso di vino, oggi Millesima è riuscita

⁹⁴ Dati consultabili presso la banca dati Orbis M&A: <https://orbismanda-r1.bvdinfo.com/version-20230324-2-3/OrbisMA/1/Deals/Report>

⁹⁵ Dati consultabili presso il sito Yahoo Finance:

<https://it.finance.yahoo.com/quote/NWINF?p=NWINF&.tsrc=fin-srch>

⁹⁶ Dati consultabili presso la banca dati Orbis, company information across the globe, Virgin Wines UK Plc.

⁹⁷ Dati consultabili presso la banca dati Mergermarket, deals:

<https://www.mergermarket.com/deals/view/1006858?currency=EUR&lang=en>

⁹⁸ Informazioni consultabili presso la banca dati Orbis, company information across the globe, Bodeboca SL.

a seguire le tendenze del mercato, e spostare il proprio business sull'e-commerce, che le permette di esportare oltre 2,5 milioni di bottiglie all'anno in 120 paesi del mondo⁹⁹.

Per concludere, è doveroso citare due competitors italiani, essendo l'Italia il mercato principale di Tannico. Il primo è Callmewine S.r.l, società milanese che si è posizionata al secondo posto (alle spalle di Tannico) come “*top online stores in the Wine & liquor segment in Italy in 2021*”, registrando oltre 39 milioni di ricavi¹⁰⁰, operante solo ed esclusivamente nel canale di vendita online. A differenza del gruppo Italian Wine Brands S.p.a, che nonostante la forte propensione alla produzione di vino e l'approccio *omnichannel*, ad oggi più sbilanciato a favore del commercio offline, negli ultimi anni il gruppo ha intrapreso una strategia di crescita orientata al mondo dell'*e-commerce*. A conferma di quanto detto, basti pensare alle acquisizioni di Enoitalia S.p.a e Giordano Vini S.p.a, due dei più importanti players nel commercio digitale del vino. Si sta parlando di una società quotata presso Borsa Italiana nel mercato Euronext Milan, con una capitalizzazione di 215 milioni¹⁰¹, che le permette quindi di avere una forza economica elevata per svolgere investimenti in questo settore. Come già dimostrato tramite l'acquisizione della rinomata cantina Giordano Vini, molto specializzata nella vendita e-commerce di vini; infatti, la società Giordano Vini si è posizionata al quinto posto della classifica di Statista “*top online stores in the Wine & liquor segment in Italy in 2021*” con 10.7 milioni di ricavi, ottenuti tramite il relativo sito e-commerce, di nome Svinando.com.

4.7 L'acquisizione tra Campari S.p.a e Tannico S.r.l

La storia di questa acquisizione inizia nel 2019 quando la società Campari nota gli ottimi risultati e la continua crescita di Tannico e a seguito di una breve fase di contrattazione il 5 giugno 2020 il gruppo Campari annuncia l'acquisizione del 49% di Tannico S.p.a, per una cifra di 23,825 milioni, di cui 0,325 milioni di costi di transazione. Il valore stimato dell'*equity value pre-money* è stato pari a 40,1 milioni, calcolati dividendo i 23,5 milioni pagati per il 49%, ed ottenendo una valutazione di 47,96 milioni, a cui è stato sottratto l'aumento di capitale di 7,84 milioni; considerando la cassa presente in quel periodo, pari a 1,6 milioni, l'*enterprise value* è stato pari a 38,5 milioni. In particolare, la struttura della transazione ha previsto che Campari ottenesse il 49% di Tannico in due step: acquisendo il 39% del capitale esistente pari a € 15,66

⁹⁹ Dati consultabili presso la banca dati Orbis, company information across the globe, Millesima SA.

¹⁰⁰ Statista, Wine e-commerce report, Statista dossier on wine e-commerce worldwide.

¹⁰¹ Borsa Italiana, Azioni, Euronext Milan, Italian Wine Brands, Dati Completi.

milioni, e contestualmente sottoscrivendo un aumento del capitale sociale per €7,84 milioni incrementando la sua partecipazione fino ad arrivare al 49%, per un esborso totale di €23,5 milioni; il valore di 7,84 milioni di euro non è proporzionale al 10% perché essendo l'aumento di capitale effettuato tramite emissione di nuove azioni questo ha implicato la diluizione della precedente partecipazione già detenuta (dal 39% al 32,6%), e quindi per raggiungere il 49% Campari ha sottoscritto un aumento di capitale pari al 16,4%. Nell'operazione è stata prevista una clausola di *put and call* per il restante 51%, esercitabile nel 2025. Si precisa inoltre che l'importo è stato pagato totalmente con liquidità disponibile nelle casse di Campari. L'operazione è stata formalmente completata in data 29 giugno 2020.

Il 10 maggio 2021 Campari ha dichiarato di impegnarsi a sottoscrivere un ulteriore aumento di capitale per complessivi 32 milioni proposto da Tannico, con il fine di concludere la trattativa per la sottoscrizione della maggioranza dell'azienda Ventalapropriete. L'impegno di Campari è stato pari a 25,4 milioni, con i restanti 6,6 milioni sottoscritti dagli altri soci di Tannico, ed ha permesso alla società di incrementare la propria partecipazione nel capitale di Tannico S.p.a, raggiungendo il 62%.

Il 18 maggio 2021, viene costituita Dioniso S.r.l, con lo scopo di svolgere il ruolo di capogruppo sulla società Tannico S.p.a e il 10 giugno 2021 Campari vi conferirà il 49% delle quote di Tannico S.r.l.

Il 1° luglio 2021 Campari conferisce un ulteriore 8,61% delle quote di Tannico S.p.a in Dioniso S.r.l. e l'8 luglio 2021, tramite i fondi raccolti con l'aumento di capitale, Tannico annuncia l'acquisizione del 68,5% di Ventalapropriete, per un importo pari a 32 milioni. Anche in questo caso è previsto un meccanismo di *put and call* per il restante 31,5% esercitabile nel novembre 2024. L'acquisizione è stata completata in data 8 luglio 2021.

Il 12 luglio 2021 Campari e Möet Hennesy annunciano un accordo di joint venture al 50%, per creare un player europeo di e-commerce di alta fascia operante nel settore *wine&spirits*. Essendo Campari già proprietaria di Dioniso S.r.l, quindi di una società con queste caratteristiche, si è deciso di fare diventare quest'ultima l'azienda partnership della joint venture, in cui Möet Hennesy ha rilevato per un ammontare di 25,6 milioni di euro 50% del capitale sociale. Questo importo è stato calcolato sommando il valore di 23,825 milioni pagati per l'acquisto del 49% di Tannico, più 2 milioni di piano di incentivazione, più i 25,4 milioni di aumento di capitale sottoscritto da Campari nei confronti di Tannico in data 8 luglio 2021. Il valore totale stimato dell'*equity value* della JV è di 51,2 milioni di euro, che rapportato al 50% è pari a 25,6 milioni.

L'11 novembre 2021 Dioniso acquista ulteriori 664.847 azioni di Tannico, corrispondenti a una quota del 4,27%, per un corrispettivo complessivo di euro 4.800 migliaia, comprensivo di oneri accessori raggiungendo una partecipazione in Tannico del 62,11%. Campari e Möt Hennesy contribuiscono in parti uguali a tale transazione, arrivando ciascuna ad un investimento complessivo di circa 28 milioni di euro, 56 milioni in totale.

Il 1° dicembre 2022 è stata infine annunciata e completata l'acquisizione delle restanti azioni di Tannico S.r.l, quindi il 37,89%, per una cifra di 33 milioni di euro, equamente suddivisa tra i due partner, anticipando l'esercizio della clausola di *put and call* prevista in data 2025¹⁰². Il valore complessivo investito nel capitale di Tannico passa quindi da 56 milioni a 89 milioni di euro.

Si chiarisce che ai fini della nostra analisi si farà riferimento al valore del capitale di Tannico *pre-money* alla data della prima acquisizione avvenuta nel giugno 2020, ossia 40,1 milioni di euro, corrispondenti ad un *enterprise value* di 38,5 milioni.

4.8 La strategia di Campari dietro l'operazione Tannico

Campari ha avviato una strategia di gruppo che consiste in una crescita non solo organica, ma anche per linee esterne¹⁰³. I parametri per i quali il gruppo compie un'acquisizione sono molteplici: la possibilità di sfruttare sinergie, acquisire un posizionamento di mercato unico, rilevare un'azienda con una forte *brand identity* o *brand reputation*, partecipare ad una società che abbia un forte potere di determinazione dei prezzi di mercato, oppure con l'opzione di poter costruire una nuova piattaforma di distribuzione¹⁰⁴. L'acquisizione di Tannico rientra in quest'ultimo aspetto e, infatti, le sinergie attivabili da questa operazione sono prettamente di tipo distributivo. Inoltre, Campari ha deciso di avviare questa operazione in generale per rafforzare le proprie capacità digitali, in particolare l'intenzione era di rifocalizzare gli investimenti strategici di *brand building* sui media digitali, e accelerare i piani di sviluppo *e-commerce*, ritenuto di fondamentale importanza per il proseguimento del business, a seguito della pandemia Covid-19. Inoltre, l'aver acquisito Tannico ha avviato conseguentemente la nascita del progetto di *joint venture* con uno dei suoi principali concorrenti, Möt Hennesy, e

¹⁰² Campari Group, Investors, Acquisizioni e Cessioni.

¹⁰³ Campari Group, Investors, Presentazioni 2023:

https://www.camparigroup.com/sites/default/files/homepage/Corporate%20Presentation%202023_%20Final.pdf

¹⁰⁴ Campari Group, Investors relations, Bilanci e relazioni, 2020, Annual report at 31 December 2020.

quindi il gruppo LVMH. Da due competitors è nata l'intenzione di costruire un player di e-commerce paneuropeo di fascia alta a favore di tutti i marchi di vino e distillati, e dei loro consumatori europei, comportando la possibilità di svolgere strategie di prezzo, condivisione di *know how*, risorse e rischi, che altrimenti non sarebbero state possibili. Per dare un'idea dell'importanza strategica derivante da questa operazione, si riportano le parole del CEO Moët Hennesy, Philippe Schaus, il giorno dell'ufficialità della JV: "Questa partnership è un significativo passo avanti nella nostra strategia di e-commerce. Mentre l'e-commerce era già un canale in crescita per vini e liquori, la pandemia globale ha innescato un'accelerazione significativa. Siamo quindi lieti di collaborare con Campari Group e Tannico per creare un player paneuropeo premium nel canale e-commerce di *wine&spirit*¹⁰⁵.

4.9 La valutazione dell'operazione Campari -Tannico

Per la nostra analisi si è deciso di prendere come riferimento la prima acquisizione di Tannico da parte di Campari completata il 29 giugno 2020, a seguito di un processo avviato nel 2019, che ha portato ad una valorizzazione *pre-money* dell'*equity value* della società target di 40,1 milioni di euro. Tale valore è stato preso come riferimento negli anni successivi nell'ambito degli aumenti di capitale e degli ulteriori acquisti di azioni che hanno riguardato il capitale Tannico.

L'obiettivo è quello di verificare la correttezza di questo valore e la corrispondenza con quelli che si otterranno nella valutazione effettuata sulla base di un business plan rielaborato per tale fine.

Come già preannunciato, per quantificare l'*equity value* e l'*enterprise value* di Tannico, si è scelto di utilizzare due delle più usate metodologie di valutazione: il Metodo dei Multipli e il *Discounted Cash Flow* (DCF). La scelta è dovuta alla loro eterogeneità, che offre al nostro studio maggiore completezza, questo perché nel caso del metodo dei multipli si tratta di una tecnica di valutazione empirica e relativa, in quanto basata sul confronto di reali valori di mercato, a differenza del DCF che è una metodologia assoluta, fondata su valori intrinseci della società.

¹⁰⁵ Campari Group, Investors, Comunicati Stampa, 2021, Comunicato Stampa 12 luglio 2021.

4.9.1 L'utilizzo del *Discounted Cash Flow* su Tannico

Nell'analisi svolta per calcolare il valore della società Tannico tramite il modello DCF, si è ipotizzato come orizzonte temporale di riferimento il 31 dicembre 2019 e si sono stimati quindi i flussi di cassa societari dal 2020 al 2027, ultimo anno per il quale erano disponibili le stime del mercato di riferimento in termini di fatturato; dopo il 2027 si è ipotizzato un *terminal value*, calcolato attualizzando il flusso di cassa prospettico dell'ultimo anno.

Si precisa che per quanto riguarda i valori degli anni 2020 e 2021, si è fatto riferimento ai bilanci depositati e pubblicati da parte di Tannico, assumendo quindi che per tali anni i valori previsionali coincidessero con quelli di consuntivo. A partire dal 2022, sono state svolte diverse stime per elaborare il *business plan* delle principali grandezze economiche e finanziarie della società, di seguito riportate:

- Sulla base delle previsioni offerte dalla banca dati Statista, si è calcolato il mercato potenziale nel settore digitale degli *spirits&wines* per Tannico, considerando la crescita dei mercati dove opera la società. Questo è servito per individuare l'andamento della crescita percentuale dei ricavi, in funzione della crescita del mercato digitale dei vini e distillati.
- Per i ricavi 2022, si è supposto un rimbalzo positivo delle vendite a seguito della loro decrescita anomala del 2021 dovuta al ritardo di costruzione del magazzino automatizzato; perciò, si è calcolata la crescita media dei tre anni precedenti, che ha portato ad un valore del +53,73% e tale valore è stato assunto per il 2022. Successivamente si è applicata una riduzione progressiva della crescita del fatturato fino ad arrivare nell'ultimo anno di piano ad un valore coerente con quella prospettata nel mercato digitale *spirits&wines*.
- Il margine di contribuzione negli anni è stato stimato utilizzando una marginalità del 29%, coerente con i valori storici registrati dalla società negli ultimi anni. Dal prodotto fra ricavi e la percentuale del margine di contribuzione si è calcolato il margine di contribuzione in valore assoluto che passa dai 14,9 milioni del 2021, ai 35,6 milioni dell'anno relativo al *terminal value*.
- La differenza tra ricavi e margine di contribuzione ha permesso di determinare il valore dei COGS (*Cost Of Goods Sold*), che include la voce 'variazione magazzino'.
- La voce "altri ricavi", seguendo l'andamento passato della società, è stata calcolata costante negli anni e pari all'1% dei ricavi totali.

- Il calcolo degli OPEX, *Operational Expenditures*, raggruppa diverse voci tra cui: i costi per servizi, calcolati per il 2022 sulla media della loro incidenza rispetto ai ricavi 2019 e 2020; al risultato ottenuto è stato applicato una diminuzione del 2% annuo fino al *terminal value*. L'altra voce che compone gli OPEX di Tannico è il costo del personale, che si è ritenuto aumentasse lievemente nel triennio 2022-2024, per poi rimanere costante. Mentre la voce "godimento di beni terzi" è rimasta quasi invariata nel tempo.
- I risultati in termini di EBITDA sono negativi nel 2022 e 2023 con valori rispettivamente di -2,56 milioni euro, e -1,13 milioni di euro e si raggiunge un *break even point* nell'anno 2024 con un valore di 1,03 milioni, che a seguito di una crescita nel 2025 del 3,6%, nel 2026 del 4,8%, nel 2027 del 5% permette di ottenere un EBITDA pari a 5,9 milioni di euro nell'ultimo anno di piano.
- Per quanto riguarda gli ammortamenti, la voce principale è l'ammortamento del nuovo magazzino costruito da Tannico, per un costo di 5 milioni ammortizzabili in 8 anni (come indicato nel bilancio ufficiale della società), comportando un ammortamento annuo di 624,8 mila euro. A questo importo è sommata una componente meno rilevante di ammortamenti riguardanti le immobilizzazioni materiali e immateriali presenti nel bilancio 2021 per un totale annuo di 671 mila euro, ipotizzato costante negli anni considerati.
- Il *Tax Rate* non è stato considerato nell'orizzonte di piano perché Tannico ha ottenuto perdite fiscali negli ultimi anni che le permetteranno di fatto di non pagare imposte negli anni del business plan. Per questo motivo si è deciso di considerare il *Tax Rate* solo nel *terminal value*.
- Il NOPAT (*Net Operating Profit After Taxes*) che ne deriva è negativo di 3,24 milioni e 1,8 milioni nel biennio 2022-2023, per poi risultare positivo dal 2024 con un valore di 366 mila euro, crescendo fino a superare nell'anno 2027 i 5 milioni. Per il *terminal value*, visto che sono state considerate le tasse si ha un NOPAT pari a 4,3 milioni.

Tannico	UDM	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	TV
Inflazione italia							0,12	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02
Mercato Digitale Spirits & Wine x Tannico	<i>mid \$</i>	7.995	9.267	10.527	14.357	18.349	18.602	20.851	23.086	25.642	27.130	28.740	
Crescita annuale	%		16%	14%	36%	28%	1%	12%	11%	11%	6%	6%	
Ricavi	€ / 1000	10.469	14.717	20.251	37.064	33.506	51.510	70.876	88.596	101.885	112.073	118.724	122.879
Crescita annuale	%		40,57%	37,60%	83,03%	-9,60%	53,73%	37,60%	25,00%	15,00%	10,00%	5,93%	3,50%
COGS	€ / 1000	(8.090)	(11.217)	(14.834)	(26.366)	(24.469)	(36.572)	(50.322)	(62.903)	(72.338)	(79.572)	(84.294)	(87.244)
Variazione materie	€ / 1000	564	380	76	22	811	-	-	-	-	-	-	-
Margine Contribuzione	€ / 1000	2.943	3.881	5.493	10.721	9.848	14.938	20.554	25.693	29.547	32.501	34.430	35.635
% Margine		28,1%	26,4%	27,1%	28,9%	29,4%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%
Altri ricavi	€ / 1000	451	310	341	383	510	533	733	916	1.053	1.159	1.228	1.271
Opex	€ / 1000	(4.767)	(5.861)	(7.316)	(12.527)	(14.791)	(18.035)	(22.418)	(25.572)	(26.958)	(28.237)	(29.764)	(30.747)
Servizi	€ / 1000	(3.933)	(4.678)	(5.891)	(10.583)	(12.313)	(14.846)	(19.010)	(21.990)	(23.251)	(24.456)	(25.907)	(26.814)
% su ricavi		-37,6%	-31,8%	-29,1%	-28,6%	-36,7%	-28,8%	-26,8%	-24,8%	-22,8%	-21,8%	-21,8%	-21,8%
Godimento beni di terzi	€ / 1000	(67)	(65)	(142)	(149)	(222)	(249)	(254)	(259)	(264)	(269)	(274)	(280)
Costo del personale	€ / 1000	(767)	(1.119)	(1.284)	(1.796)	(2.256)	(2.940)	(3.154)	(3.323)	(3.443)	(3.512)	(3.582)	(3.654)
Personale fine periodo		23	26	28	33	56	60	62	64	64	64	64	64
Personale medio			25	27	31	45	58	61	63	64	64	64	64
Costo medio per FTE	€ per FTE		46	48	59	51	51	52	53	54	55	56	57
B.12. Accantonamenti per rischi	€ / 1000	-	(15)	(1)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
B.13. Altri accantonamenti	€ / 1000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
B.14. Oneri diversi di gestione	€ / 1000	(381)	(174)	(61)	(52)	(75)	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA	€ / 1000	(1.754)	(1.860)	(1.545)	(1.475)	(4.508)	(2.564)	(1.131)	1.037	3.642	5.423	5.894	6.158
% EBITDA		-16,8%	-12,6%	-7,6%	-4,0%	-13,5%	-5,0%	-1,6%	1,2%	3,6%	4,8%	5,0%	5,0%
Ammortamenti e svalut.	€ / 1000	(12)	(30)	(47)	(94)	(265)	(671)	(671)	(671)	(671)	(671)	(671)	(191)
EBIT	€ / 1000	(1.766)	(1.890)	(1.591)	(1.569)	(4.773)	(3.235)	(1.801)	366	2.971	4.753	5.223	5.967
Tax Rate		27,9%	27,9%	27,9%	27,9%	27,9%	27,9%	27,9%	27,9%	27,9%	27,9%	27,9%	27,9%
Tasse		493	527	444	-	-	-	-	-	-	-	-	(1.665)
NOPAT	€ / 1000	(1.273)	(1.363)	(1.147)	(1.569)	(4.773)	(3.235)	(1.801)	366	2.971	4.753	5.223	4.302

Figura 19 : Raffigurazione Excel del *business plan* riguardante il conto economico di Tannico.
Fonte: Elaborazione propria su dati Aida 2023.

Successivamente sono state fatte delle assunzioni per il calcolo dei *cash flow*, di seguito riportate:

- A partire dal NOPAT, vengono aggiunti nuovamente gli ammortamenti precedentemente sottratti, perché appunto non hanno una manifestazione monetaria diretta.
- Si sono stimati i CAPEX ricorrenti, *Capital Expenditures*, sulla base dell'incidenza storica sui ricavi dal 2017 al 2021, calcolando la media di questi cinque valori, che è risultata essere pari al 0,2% del fatturato, senza considerare l'investimento straordinario per il nuovo magazzino, trattato separatamente. Si è deciso di applicare questo tasso di incidenza costante per tutti gli anni del piano.
- Si è calcolato il capitale circolante netto in ciascun anno, considerando la sommatoria tra crediti, debiti e magazzino. A partire dal 2022 fino al *terminal value*, si sono calcolati i crediti, facendo la media dal 2019 al 2021 dei giorni medi di incasso dei crediti, e la si è moltiplicata per i ricavi, e poi diviso il valore ottenuto per 360 (cifra rappresentante il numero di giorni in un anno); i debiti, sono stati calcolati utilizzando la media dei giorni di pagamento fornitori dal 2019 al 2021, e tale valore è stato moltiplicato per la sommatoria tra i COGS, il costo dei servizi, il costo di godimento

dei beni di terzi e gli investimenti, il valore ottenuto è stato diviso per 360; infine il magazzino, è stato calcolato dalla media dei giorni di rotazione di magazzino degli ultimi 3 anni, moltiplicata per i COGS e si è diviso il risultato per 360.

Per concludere, dai valori annui del CCN si è calcolata la variazione da un anno all'altro.

- Il risultato finale rappresentato dai *cash flow* evidenzia valori positivi dall'anno 2023, quando si stima una generazione di cassa di 156 mila euro grazie al contributo della variazione del CCN, con un aumento progressivo fino a raggiungere 6,2 milioni di euro nel 2027.

Tannico	UdM	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	TV
NOPAT	€ / 1000	(1.273)	(1.363)	(1.147)	(1.569)	(4.773)	(3.235)	(1.801)	366	2.971	4.753	5.223	4.303
D&A	€ / 1000	12	30	47	94	265	671	671	671	671	671	671	191
Capex	€ / 1000	(53)	(141)	(15)	(88)	33	(80)	(110)	(138)	(158)	(174)	(184)	(191)
% capex mantenimento / ricavi		-0,5%	-1,0%	-0,1%	-0,2%	0,1%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Capex Nuovo Magazzino (amm.to 8Y)	€ / 1000				(956)	(4.042)	-	-	-	-	-	-	-
Variazione CCN	€ / 1000	(77)	614	431	1.208	468	691	1.396	1.135	684	566	484	303
Cash Flow	€ / 1000	(1.391)	(859)	(684)	(1.311)	(8.049)	(1.953)	156	2.035	4.168	5.815	6.194	4.605

Figura 20 : Raffigurazione Excel del *business plan* riguardante il rendiconto finanziario di Tannico. Fonte: Elaborazione propria su dati Aida 2023.

Il valore del WACC è pari al 9,02%, per ottenerlo sono state fatte diverse assunzioni:

- Per quantificare il rapporto debito su patrimonio netto (D/D+E) di Tannico, si è partiti ricercando il D/E, tramite la banca dati disponibile sul sito del Prof. Damodaran, il quale ha indicato un tasso di D/E per il settore del *retail online* nel gennaio 2020 pari a 6,41%¹⁰⁶.
- Il tasso risk free è stato ipotizzato pari a zero in quanto il valore del bund decennale alla fine del 2019 e nei primi mesi del 2020 era negativo.
- Per calcolare il costo del capitale proprio si è utilizzato il metodo del CAPM, dove il *risk free* come in precedenza detto è stato assunto pari a zero, mentre come Beta si è preso inizialmente il Beta *Unlevered* riportato dalla banca dati Damodaran, facendo riferimento a quello europeo nel settore *retail (online)* del gennaio 2020, pari all'1,23¹⁰⁷, trasformato in Beta *Levered* utilizzando la formula di Hamada. Il valore del Beta

¹⁰⁶ Damodaran, Archived Data, Risk / Discount Rate, Levered and Unlevered Betas by Industry, Europe, 1/20, D/E ratio.

¹⁰⁷ Damodaran, Archived Data, Risk / Discount Rate, Levered and Unlevered Betas by Industry, Europe, 1/20, Beta Unlevered.

Levered ottenuto è stato pari all'1,29. Il premio per il rischio ancora una volta è stato assunto dal sito di Damodaran, selezionando nel 2020 il *total equity risk premium* dell'Italia, pari al 7,37%. Il valore finale del K_e è stato del 9,48%.

- Il costo del capitale debito è stato definito con la tabella del syntetic rating che stima lo spread sulla base del rating finanziario della società: attraverso la banca dati Damodaran si è scelto con riferimento alle società con capitalizzazione bassa un rating BB. In assenza di informazioni alternative per stimare il valore del costo del debito e considerando la scarsa rilevanza di tale valore al fine del calcolo del costo medio ponderato del capitale per effetto del basso peso del debito sulla struttura del capitale, si è infatti ipotizzato un rating intermedio che ha portato a determinare uno spread del 3,5%¹⁰⁸. Il costo del debito è quindi pari al 3,5% considerando un tasso risk free pari a zero.
- L'aliquota fiscale è stata calcolata prendendo come riferimento l'IRES pari al 24%.

Il valore del tasso di crescita perpetuo g è stato stimato al 3,5% in base a diverse variabili come:

- Le aspettative di crescita economica generale in Italia nel 2019.
- I *trend* di settore del 2019, considerando soprattutto le innovazioni tecnologiche, le esigenze dei consumatori e le politiche governative.
- Il ciclo di vita del mercato, ritenuto in una fase ancora iniziale.
- La performance storica in termini di crescita di Tannico.

D/E	6,4%
D/(D+E)	6,8%
E/D+E	93,2%
rf	0,00%
BETA Unlevered	1,23
BETA levered	1,29
Total equity risk premium	7,37%
K_e	9,48%
K_d	3,50%
t	24%
WACC	9,02%

Figura 21 : Rappresentazione calcolo del WACC. Fonte: Elaborazione propria su dati Damodaran 2023.

¹⁰⁸ Informazioni consultabili presso il sito ufficiale della banca dati Damodaran:

https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/valquestions/syntrating.htm

Dopo aver determinato il cash flow prospettico e il tasso di sconto sono stati attualizzati i flussi di cassa in base al proprio periodo di riferimento: si è calcolato il *Net Present Value* (NPV) attualizzando i flussi di cassa dal 2020 al 2027 con il WACC ottenuto, il risultato è stato un NPV di 715 mila euro. Il *terminal value* è stato determinato con la formula di Gordon ed attualizzato utilizzando il tasso WACC.

Dalla somma del Net Present Value totale dei flussi di cassa compresi tra il 2020 e il 2027 più il terminal value attualizzato si è ottenuto un *enterprise value* di 42,56 milioni. Come da teoria, all'EV si è aggiunta la PFN, che nel caso specifico al bilancio 2019 segnalava solo una cassa di 1,6 milioni. L'*equity value* calcolato è stato quindi di 44,16 milioni.

WACC	9,02%
g	3,5%
NPV 2020-2027	715
TV	41.844
Firm Value	42.559
Net Cash	1.600
Equity Value	44.159

Figura 22 : Rappresentazione i valori aziendali di Tannico tramite il calcolo dei flussi di cassa.
Fonte: Elaborazione propria su dati Aida 2023.

Per finire si è svolta una *Sensitivity Analysis*. Partendo da un valore dell'*equity value* pari a 44,16 milioni di euro con uno scenario base di un WACC al 9,02% e un tasso g del 3,5%, si è studiato come il valore della società cambi al modificarsi di queste due variabili. La variazione dei loro valori è avvenuta aggiungendovi/sottraendovi 0,25% e 0,5%.

Dalla tabella sottostante è possibile notare che dalla combinazione di questi scenari l'*equity value* di Tannico è compreso in un range tra un minimo di 35,67 milioni, quando si ha un tasso g al minimo, ovvero del 3% e un WACC al massimo, pari al 9,52%, e un massimo di 56,47 milioni se il tasso di crescita è al massimo valore del 4%, e il valore minimo del *Weighted Average Cost of Capital*, pari al 8,52%.

	8,52%	8,77%	9,02%	9,27%	9,52%
3,00%	45.229	42.515	40.035	37.760	35.666
3,25%	47.638	44.691	42.008	39.555	37.305
3,50%	50.287	47.073	44.159	41.505	39.079
3,75%	53.214	49.693	46.514	43.632	41.008
4,00%	56.465	52.587	49.105	45.962	43.111

Figura 23 : Tabella raffigurante l'analisi di sensitività al variare dei tassi g e WACC. Fonte : Elaborazione propria derivante da dati Damodaran 2023.

4.9.2 L'utilizzo del metodo dei multipli su Tannico

Il primo step per l'utilizzo del metodo dei multipli è individuare società comparabili, che sono state selezionate sulla base del settore d'appartenenza, ovvero il commercio di vino; ma soprattutto del business model adottato, nel caso specifico l'*e-commerce*.

Sono state identificate come *peers* le seguenti società pubbliche:

- Italian Wine Brands S.p.a (ITA).
- Naked Wines P.l.c (UK).
- Hawesko Holding S.e (GER).

Inoltre, si è anche effettuata un'analisi sulla base delle transazioni comparabili, sulla base di società coinvolte in passato in operazioni di M&A, e si è riusciti a svolgere un ulteriore approfondimento prendendo in considerazione, oltre alle variabili riguardanti il settore d'appartenenza e il modello di business, la variabile dimensionale, per fare in modo di trovare società di dimensioni simili a Tannico S.r.l, operanti negli stessi mercati geografici di riferimento.

Sono state quindi identificate le seguenti società:

- Bodeboca, acquisita per il 100% da Pernod Ricard.
- Giordano Vini, acquisita per il 100% da Italian Wine Brands SPA.
- Winelivery, soggetta ad un round di finanziamento risalente al 2019.

L'ultima premessa riguarda il multiplo che è stato considerato ai fini della valutazione:

- *Enterprise value/Sales*

Specificando che è stato utilizzato solo il multiplo *EV/sales*, anche se da prassi si è soliti utilizzare pure il multiplo *EV/EBITDA*, ma avendo Tannico un *EBITDA* negativo, non è possibile implementarlo ai fini della valutazione.

Si è quindi calcolato l'*enterprise value (EV)* delle società quotate, sulla base della loro capitalizzazione estrapolata dalla banca dati Orbis al 31/12/2019 per quanto riguarda IWB¹⁰⁹ e Hawesko Holding¹¹⁰, mentre per Naked Wines si fa riferimento al 30/03/20¹¹¹ (data di chiusura dell'esercizio sociale), e tenendo in considerazione la relativa posizione finanziaria netta (PFN) di quel periodo estratta dai relativi bilanci consolidati di Hawesko Holding¹¹², Naked Wines¹¹³ ed Italian Wine Brands¹¹⁴.

DATA	SOCIETA'	MARKET CAP	PFN	EV
31/12/19	Italian Wine Brands	94.380.000,00 €	10.700.000,00 €	105.080.000,00 €
30/03/20	Naked Wines	203.213.010,00 €	-60.771.700,00 €	142.441.310,00 €
31/12/19	Hawesko Holding	317.110.000,00 €	134.100.000,00 €	451.210.000,00 €

Figura 24 : Tabella rappresentante il calcolo dell'*enterprise value* delle società quotate comparabili. Fonte: Elaborazione propria sui dati relativi ai bilanci depositati e Orbis 2023.

Successivamente si sono calcolati i multipli di mercato delle società quotate comparabili, rapportando l'*enterprise value* calcolato, alle voci che fanno riferimento ai ricavi di vendita, presenti nei rispettivi conti economici dei bilanci consolidati.

DATA	SOCIETA'	SALES	EV	EV/SALES
31/12/19	Italian Wine Brands	157.500.000,00 €	105.080.000,00 €	0,67
30/03/20	Naked Wines	225.421.900,00 €	142.441.310,00 €	0,63
31/12/19	Hawesko Holding	556.000.000,00 €	451.210.000,00 €	0,81

Figura 25 : Tabella rappresentante il calcolo del multiplo *EV/SALES* delle società quotate comparabili. Fonte: Elaborazione propria sui dati relativi ai bilanci depositati e Orbis 2023.

¹⁰⁹ Orbis, Italian Wine Brands Spa, Dati di Borsa e Earnings Estimates, Dati annuali sulle azioni.

¹¹⁰ Orbis, Hawesko Holding SE, Dati di Borsa e Earnings Estimates, Dati annuali sulle azioni.

¹¹¹ Orbis, Naked Wine Plc, Dati di Borsa e Earnings Estimates, Dati annuali sulle azioni.

¹¹² Dati ottenuti dal bilancio depositato presso il sito ufficiale di Hawesko Holding SE, *Investors, Annual report and year-end financial statements 2019, group management report and accounts 2019*.

¹¹³ Dati ottenuti dal bilancio depositato presso il sito ufficiale di Naked Wines PLC, *Investors, Results reports and presentations, Investors presentation – 2020 - FY2020 Results*.

¹¹⁴ Dati ottenuti dal bilancio depositato presso il sito ufficiale di Italian Wine Brands SPA, *Investors, Documenti finanziari, Fascicolo bilancio consolidato 31 dicembre 2019*.

Dai tre valori ottenuti si calcola la media aritmetica, quindi 0,7. Questo valore rappresenta il multiplo di mercato, e lo si moltiplica per il fatturato di Tannico nel 2019, così da ottenere l'enterprise value della società. Essendo l'equity value il valore di riferimento per un'acquisizione, viene sottratta/aggiunta algebricamente la posizione finanziaria netta¹¹⁵. Si segnala che la metodologia dei multipli porta ad una valorizzazione decisamente bassa di Tannico a causa dei diversi tassi di crescita del fatturato delle società comparabili (5,1% IWB, 13,7% Naked Wines, 6,0% Hawesko) rispetto a quello registrato da Tannico (37,6%). Tale metodologia è quindi utile a dare una indicazione di un possibile valore minimo dell'equity della società target.

MEDIA MULTIPLO EV/SALES	0,70x
SALES TANNICO 2019	20.250.639,00 €
ENTERPRISE VALUE	14.246.938,87 €
PFN 2019	-1.600.000,00 €
EQUITY VALUE	15.846.938,87 €

Figura 26 : Tabella rappresentante il calcolo dell'*equity value* di Tannico Srl. Fonte: Elaborazione propria su dati Aida 2023.

Venendo alla seconda parte della nostra valutazione col metodo dei multipli, si è calcolato il valore dell'*equity value* di Tannico, utilizzando i valori relativi a transazioni comparabili avvenute prima della conclusione dell'acquisizione. Rispetto a quanto visto prima, in questo processo si lavora a ritroso, nel senso che, si conosce l'*equity value* pagato dal *buyer* e si calcola l'*Enterprise Value* sommando la PFN dell'anno in cui è avvenuta l'operazione. Al risultato ottenuto si divide tale valore per la voce di riferimento del conto economico sempre relativa all'anno in cui è avvenuta l'operazione, che nel nostro caso è rappresentata dai ricavi, e si ottiene il multiplo utilizzato.

Dalla banca dati Mergermarket è possibile notare che le società coinvolte presentavano valori simili in due casi: 13,7 milioni per Giordano Vini, e 10 milioni per Bodeboca¹¹⁶. Mentre Winelivery aveva un equity value nel 2018 di 3 milioni.

¹¹⁵ Informazioni consultabili presso la banca dati Aida: <https://aida-r1.bvdinfo.com/version-20221207-3288-0/Search.QuickSearch.serv?product=AidaNeo&>

¹¹⁶ Dati disponibili presso la banca dati Mergermarket, Deals.

Giordano Vini presentava nell'anno precedente all'operazione ricavi superiori ai 100 milioni e un forte indebitamento finanziario di oltre 68 milioni¹¹⁷. Si specifica che per calcolare la PFN di Giordano Vini Spa sono state considerate le voci: disponibilità liquide e strumenti equivalenti, debiti finanziari correnti e strumenti finanziari derivati correnti. Il multiplo dell'EV/sales ottenuto è stato pari a 0,79.

Winelivery nel 2018 presentava una posizione finanziaria netta di 900 mila euro, e ricavi dalle vendite poco superiori ai 500 mila euro¹¹⁸. In questo caso il multiplo è risultato pari al 5,8.

Infine, Bodeboca nel 2018 aveva una PFN negativa di 1,24 milioni euro, e 9,8 milioni di sales¹¹⁹. Si precisa che la PFN di Bodeboca, è stata calcolata considerando le voci: cassa, debiti a lungo termine, debiti finanziari correnti. Il multiplo calcolato è stato pari a 0,89.

SOCIETA' TARGET	ANNO OPERAZIONE	EQUITY VALUE	PFN	EV	SALES	EV/SALES
GIORDANO VINI	2014	13.700.000,00 €	68.196.896,00 €	81.896.896,00 €	103.921.167,00 €	0,79
WINELIVERY	2019	3.025.425,00 €	-909.935,00 €	2.115.490,00 €	521.625,00 €	5,80
BODEBOCA	2019	10.000.000,00 €	-1.243.742,87 €	8.756.257,13 €	9.801.642,41 €	0,89

Figura 27 : Tabella rappresentante il calcolo dei multipli utilizzati nei tre *peers transactions* presi come riferimento. Fonte: Elaborazione propria su dati Aida e Orbis 2023.

Come fatto in precedenza si calcola la media dei tre valori, che nel caso specifico è 2,49, così da ricavare il multiplo da applicare ai ricavi di Tannico nel 2019, ottenendo l'*enterprise value*. A quest'ultimo verrà sottratta/sommata la posizione finanziaria netta di Tannico (a seconda che sia positiva o negativa), e si otterrà l'*equity value*.

MEDIA MULTIPLIO EV/SALES	2,49x
SALES TANNICO 2019	20.250.639,00 €
ENTERPRISE VALUE	50.501.134,15 €
PFN 2019	-1.600.000,00 €
EQUITY VALUE	52.101.134,15 €

Figura 28 : Tabella rappresentante il calcolo dell'*equity value* di Tannico Srl, ottenuta dai *peers transactions*. Fonte: Elaborazione propria su dati Aida 2023.

¹¹⁷ Dati consultabili presso la banca dati Aida, Giordano Vini, Bilanci Ottici, Bilancio annuale 31/12/2013.

¹¹⁸ Dati consultabili presso la banca dati Aida, Winelivery Srl.

¹¹⁹ Dati consultabili presso la banca dati Orbis, Bodeboca Sl, Dati finanziari, Formato global standard.

Per concludere, vista l'ampia differenza dell'equity value ottenuto tra l'uso delle società comparabili quotate e delle società comparabili soggette a operazioni di M&A - che nel primo caso è pari a 16 milioni con un multiplo di 0,71 volte i ricavi, e nel secondo caso ammonta a 52,1 milioni con un multiplo di 2,49 volte i ricavi - si è deciso di utilizzare i multipli come metodologia di confronto al fine di avere una indicazione di un possibile floor dell'equity value, in relazione ai multipli delle società comparabili quotate (in quanto i tassi di crescita più bassi dei comparable quotati rispetto a quelli registrati da Tannico rendono i relativi multipli poco adatti alla valutazione di quest'ultima), e al fine di ottenere un ulteriore valore, in relazione alle transazioni comparabili, da prendere come riferimento per verificare i risultati della valutazione effettuata con la metodologia del *Discounted Cash Flow*.

4.9.3 Considerazioni finali sulla valutazione

L'obiettivo della valutazione svolta su Tannico era ottenere un valore dell'*equity value* paragonabile a quello implicito nel prezzo pagato da Campari, pari a 40,1 milioni. Nel caso del metodo del *Discounted Cash Flow* l'*equity value* è risultato compreso tra 35,7 e 56,5 milioni, coerente quindi con il prezzo riconosciuto da Campari. Si evidenzia che il valore massimo determinato con il metodo del *Discounted Cash Flow* risulta molto vicino al valore ottenuto utilizzando i multipli di transazioni comparabili. Il metodo dei multipli ha inoltre evidenziato come l'*equity value* di 40,1 milioni sia superiore al valore minimo determinato con la metodologia dei multipli applicata alle società quotate comparabili.

Si ritiene quindi di aver raggiunto un risultato soddisfacente, perché il valore di 40,1 milioni si colloca esattamente all'interno del range della nostra valutazione.

Si sottolinea che non si sono considerate variabili come il valore strategico dell'operazione e, in particolare, le sinergie attivabili dall'acquisizione in quanto, come confermato da Campari, tali aspetti non sono stati oggetto di comunicazione al mercato.

4.10 L'impatto dell'acquisizione sui bilanci consolidati di Campari Group

Considerando che l'acquisizione di Tannico è avvenuta in due periodi separati, giugno 2020 e dicembre 2022, con la nascita della *joint venture* con il gruppo LVMH siglata nel luglio 2021, che ha portato alla costituzione della *newco* Dioniso S.r.l., si andranno ad analizzare i bilanci relativi a tre date per capire i risultati ottenuti e gli effetti prodotti. Si farà riferimento quindi ai bilanci del 31/12/2020, del 31/12/2021 e del 31/12/2022.

4.10.1 Bilancio 31/12/2020

Prima di guardare i risultati del bilancio di chiusura dell'anno 2020, a seguito della prima parte dell'acquisizione, completata in data 29 giugno 2020, è bene fare alcune premesse: primo, come ripetuto più volte anche nel documento del gruppo, i risultati sono fortemente influenzati dal Covid-19. Secondo, in quell'anno sono state effettuate altre acquisizioni, quindi gli impatti sul bilancio relativi alle operazioni straordinarie non possono essere attribuiti solo all'operazione che si presta come caso di studio.

In generale il gruppo Campari afferma che nel bilancio 2020 la variazione attribuibile alla crescita esterna ha comportato un aumento di tutte le voci del capitale investito come segue:

- immobilizzazioni per 96,1 milioni di euro, di cui marchi e avviamento per 59,9 milioni di euro e società collegate per 23,8 milioni di euro;
- passività non correnti (al netto delle altre attività non correnti) pari a -0,6 milioni di euro;
- capitale circolante operativo di 29,8 milioni di euro;
- altre passività correnti (al netto delle altre attività correnti) per 0,9 milioni di euro;
- un indebitamento finanziario netto di 126,2 milioni di euro.

Per quanto riguarda il conto economico di Campari, Tannico non ha generato impatti in quanto, avendo una quota di minoranza, Tannico non è rientrata nel perimetro di consolidamento del gruppo.

Ciò detto, si riportano comunque alcuni dei dati più importanti raggiunti da Campari Group nel 2020; dal conto economico si evince che le *revenues* sono diminuite del 3,8%, passando dai 1842,5 milioni di euro del 2019 ai 1772 milioni di euro del 2020. L'EBITDA nel 2020 è pari a 309,8 milioni, contro i 458,1 del 2019, una riduzione quindi del 32,4%. E l'utile netto 2020 pari a 187,9 milioni è calato del 39,1% rispetto al 2019, quando si attestava sui 308,4 milioni. L'applicazione del metodo del patrimonio netto per tutte le società collegate e joint venture a fine anno ha comportato la rilevazione di una diminuzione della partecipazione di 2,8 milioni di euro nello stato patrimoniale, contabilizzata anche nel conto economico come quota di perdita delle società collegate. Tannico contribuirebbe a tal valore con una svalutazione di -696 mila euro dovuta sempre all'applicazione del metodo del patrimonio netto.

Comunque questa acquisizione seppur di minoranza ha avuto alcuni effetti sullo stato patrimoniale e il rendiconto finanziario di Campari Group, infatti, analizzando lo stato patrimoniale: La voce *'investment in associates and joint ventures'* passa dai 500 mila euro del 2019, ai 26,1 milioni del 2020, di cui 1,4 milioni di valore contabile dovuti alla partecipazione

nella società Trans beverage Company Ltd, e 24,7 milioni per Tannico, calcolati sommando 23,5 milioni per l'acquisto del 49% del capitale della società, 0,3 milioni di costi accessori per l'acquisizione, 1,6 milioni di passività dovute al piano di incentivazione del personale di Tannico, e sottraendo 696 mila euro di svalutazione ottenuta dall'applicazione dell'*equity method*. Un altro aspetto di rilievo da segnalare a stato patrimoniale è la diminuzione della cassa ed equivalenti, che passa dai 704,4 milioni del 2019, ai 548,1 del 2020. Di cui 23,8 attribuibili a Tannico, essendo stata finanziata l'intera prima parte dell'acquisizione con la liquidità di Campari Group.

Per quanto riguarda il rendiconto finanziario, si è partiti considerando la macro-voce '*cash flow generated from investing activities*', e si sono selezionate le seguenti voci in capo a Tannico: *acquisitions of companies and business divisions, cash and cash equivalents at acquired companies e put options and earn outs payments*. Per quanto riguarda l'acquisizione di compagnie e divisioni di business si registra un aumento del 10,28%, perché si sono raggiunti i 95,4 milioni, contro gli 86,5 del 2019; di cui 23,8 dovuti all'acquisizione di Tannico¹²⁰.

4.10.2 Bilancio 31/12/2021

Nonostante sia stato acquisito un ulteriore 12,88% di Tannico, anche il bilancio al 31 dicembre 2021 non è soggetto a cambiamenti nel perimetro di consolidamento derivanti dall'operazione Tannico. Il motivo risiede nel fatto che in data luglio 2021, si è costituita la joint venture paritetica con Mœt Hennesy, Dioniso (nella quale è stata conferita la partecipazione detenuta in Tannico), che ha comportato il non consolidamento della stessa nel perimetro di bilancio del gruppo Campari.

In generale il 2021 di Campari Group è stato un anno molto positivo; infatti, la società ha avuto una reazione alle problematiche causate dalla pandemia. Facendo riferimento ai dati ottenuti nel bilancio consolidato di Campari, il conto economico 2021 vede un aumento delle vendite nette del 22,61%, arrivando a superare i 2,17 miliardi, contro i 1,77 miliardi del 2020. Un EBITDA che passa da 309,8 milioni a 480,6, con una crescita del 55,1%. Un altro grande risultato è il profitto netto del gruppo che è aumentato del 51,6% dal 2020 al 2021 raggiungendo un risultato di 284,8 milioni nel 2021.

¹²⁰ Campari Group, Investors relations, Bilanci e relazioni, 2020, Annual report at 31 December 2020.

Con riferimento allo stato patrimoniale del gruppo il totale degli investimenti in associate e *joint ventures* risulta pari a 25,7 milioni nel 2021, relativi alla partecipazione in Dioniso, contro i 24,7 del 2020 relativi alla partecipazione diretta in Tannico. Nel corso dell'anno una delle operazioni più importanti realizzate dal Gruppo è stato l'accordo di joint venture paritetica con Moët Hennessy per la creazione di Dioniso S.r.l., per un valore di 28 milioni di euro. Si segnala inoltre che per l'esercizio chiuso nel 2021, la società Campari ha registrato una perdita complessiva di 2,2 milioni di euro con riferimento all'applicazione del metodo del patrimonio netto per tutte le sue partecipazioni in società collegate e joint venture (0,7 milioni di euro nel 2020).

Nello stato patrimoniale, è possibile notare come la diminuzione delle partecipazioni (-28 milioni), attribuibile alla vendita del 50% della società Dioniso S.r.l., abbia contribuito all'aumento della cassa che nel 2020 presentava un valore di 548,1 milioni e nel 2021 ha raggiunto i 791,3 milioni. L'indebitamento finanziario netto a breve termine è positivo per 533,2 milioni di euro ed è costituito principalmente da disponibilità liquide (791,3 milioni di euro) al netto dei debiti verso banche e obbligazioni (248,1 milioni di euro). Il significativo miglioramento di 256,6 milioni di euro rispetto all'indebitamento finanziario netto a breve termine al 31 dicembre 2020 è stato determinato dalla straordinaria generazione di cassa di 243,2 milioni di euro (che rappresenta un importo organico di 218,2 milioni di euro) attribuibile alla performance molto soddisfacente delle attività del Gruppo conseguita nel corso dell'esercizio 2021. Il miglioramento della generazione di cassa ha beneficiato anche, come già evidenziato, dalla vendita a Moët Hennessy del 50% di Dioniso per 28 milioni di euro.

La macro voce relativa alle passività finanziarie di lungo periodo, è composta per la maggior parte dai debiti finanziari di lungo periodo per un importo di 1,321 miliardi, di cui 120.9 milioni dovuti alla voce altre passività finanziarie di lungo periodo, 50.4 milioni sono attribuibili alle passività generate dalle *put options* e gli *earn-out* del gruppo, e si segnala 2 milioni riguardano una passività impegnata della società relativa al piano di incentivazione del top management di Tannico, (1,6 milioni di euro nel 2020).

Riclassificando lo stato patrimoniale in attività e passività operative, è possibile vedere la voce 'investments in subsidiaries, associates and joint ventures' che passa dai 1885,2 milioni del 2020 ai 2162,6 del 2021, di cui 25,7 relativi a Dioniso S.r.l.¹²¹.

¹²¹ Campari Group, Investors relations, Bilanci e relazioni, 2021, Annual report at 31 December 2021.

4.10.3 Bilancio 31/12/2022

Anche in questo caso è necessario sottolineare che poiché Dioniso è una joint venture paritetica, Campari non ha fatto rientrare nel perimetro di consolidamento i risultati di Dioniso S.r.l. Ciononostante si analizzeranno alcuni risultati a livello macro di Campari, e quali voci sono state condizionate dall'acquisizione delle quote rimanenti di Tannico.

Partendo dal conto economico del gruppo, si riporta la crescita delle vendite nette del 24,2%, di cui il 7,8% per linee esterne, questa percentuale si traduce in ricavi che passano tra il 2021 e il 2022, da 2,17 miliardi a 2,70 miliardi. L'EBITDA di gruppo cresce ancora più consistentemente con un aumento del 25,3%, che in valori assoluti significa un incremento dai 480,6 milioni del 2021, ai 602 milioni del 2022. Il *group net profit* segnala un valore di 333 milioni nel 2022, contro i 284,8 del 2021, una crescita percentuale quindi del 16,9%.

Il gruppo afferma che l'incremento di perdite a conto economico in associate e joint ventures di 6,6 milioni, è stato influito anche dall'operazione Tannico/Dioniso, senza però quantificare l'importo relativo, registrando un aumento visto che nel 2021 era pari a 3,2 milioni di euro. Gli interessi in società associate e *joint ventures*

sono aumentati dal 2021 (26.1 milioni) al 2022 (36 milioni). Variazione ottenuta sommando ai 26.1 milioni rappresentative del valore della partecipazione, i 6.6 milioni di perdite del 2022 e l'incremento delle partecipazioni in Dioniso di 16.5 milioni.

A stato patrimoniale si segnala al 31 dicembre 2022, un indebitamento finanziario netto consolidato pari a 1.552,5 milioni di euro, in aumento di 721,6 milioni di euro rispetto agli 830,9 milioni di euro registrati al 31 dicembre 2021. L'aumento è stato in gran parte determinato dall'assorbimento di cassa dovuto alle varie acquisizioni e operazioni di asset completate nel corso dell'anno e ad investimenti per l'espansione della capacità produttiva. Più approfonditamente, l'indebitamento finanziario netto è stato influenzato dalle iniziative di acquisizione per un importo complessivo di 732,9 milioni di euro, generate soprattutto dall'acquisizione del 70% di Wilderness Trail Distillery, LLC, per un importo complessivo di 394,5 milioni di euro (a cui si aggiunge una passività per put option, per un importo complessivo di 171,0 milioni di euro); tra questi 732,9 milioni, 16,5 sono imputabili all'acquisizione delle quote rimanenti di Tannico, dal valore complessivo di 33 milioni di euro.

La cassa presente a stato patrimoniale si è ridotta da 791,3 milioni a 435,4 milioni principalmente per l'acquisto di Wilderness Trail Distillery e in parte marginale per l'acquisizione del restante capitale sociale di Tannico attraverso la joint-venture 50-50 del Gruppo Campari e Moët Hennessy per un importo di 16,5 milioni di euro.

Nel rendiconto finanziario, visto quanto detto precedentemente a stato patrimoniale, la voce ‘acquisition of companies or business divisions’ è passata da -3,8 milioni, ai -434,3 del 2022, di cui 16.5 milioni sono dovuti all’importo speso da Campari per rilevare il 37,89% di quote rimanenti di Tannico¹²².

4.11 Analisi andamento titoli Campari collegato alle operazioni straordinarie

Di seguito si riporta un’analisi dell’andamento del titolo di Campari nel rispettivo mercato azionario, dopo l’annuncio delle varie operazioni. Il motivo risiede nel fatto che, spesso quando avviene un’operazione di M&A nella quale è coinvolta una società pubblica, il mercato azionario è un vero e proprio strumento di misura per valutare l’apprezzamento o meno dell’operazione, una volta annunciata.

Si è deciso quindi di compiere un’analisi su diversi livelli:

Il primo livello illustra l’andamento generale del titolo Campari sul mercato Euronext Milan, l’arco temporale riguarda gli ultimi cinque anni, per un periodo compreso fra lo 01/05/2018 e l’01/05/2023. La scelta di questa lunghezza temporale è dovuta alla volontà di offrire una panoramica generale, comprendente l’influenza che ha avuto il Covid-19; la prima acquisizione del 49% di Tannico, avvenuta nel giugno 2020; la dichiarazione di una *joint venture* con Mötet Hennesy, in data luglio 2021; e la seconda parte dell’acquisizione di Tannico, svolta nel dicembre 2022.

Con il fine di fotografare ancor meglio l’impatto che hanno avuto le varie operazioni straordinarie svolte per la totalità dell’acquisto delle azioni di Tannico, seguirà una seconda analisi, ancora più specifica, basata sull’andamento del titolo Campari nei 60 giorni prima e nei 60 giorni dopo l’annuncio delle tre operazioni straordinarie, con annesso confronto dell’andamento fra il titolo Campari Group-Milan e il rispettivo indice di borsa, ovvero il FTSE MIB, nei periodi in cui sono avvenute le tre operazioni straordinarie riguardanti Tannico.

Essendo il FTSE MIB l’indice *benchmark* dei mercati azionari italiani, si ritiene che nel nostro studio, confrontare l’andamento del titolo di una società con quella del relativo indice borsistico, permetta di evincere come questo titolo abbia performato rispetto al proprio mercato di riferimento.

¹²² Campari Group, Investors relations, Bilanci e relazioni, 2022, Annual report at 31 December 2022.

4.11.1 Analisi andamento titoli Campari tra maggio 2018 e maggio 2023

Prima della pandemia legata al Coronavirus, come dimostrabile dal grafico, l'andamento generale delle azioni di Campari in data 01/05/18, partiva da una valutazione poco superiore ai 6 € per azione. Nell'anno successivo il gruppo è riuscito ad aumentare la propria capitalizzazione, raggiungendo i 9 € ad azione di media nel 2019. A seguito dello scoppio del Covid-19 il titolo si è deprezzato, arrivando a toccare i 6,55 € ad azione nell'aprile 2020. Ma la società ha avuto una forte ripresa, aiutata dalle acquisizioni svolte nonostante il periodo di crisi, ritenuto un segnale di forza dagli investitori. Tra le acquisizioni a cui si fa riferimento è compresa quella di Tannico, annunciata con un comunicato stampa in data 5 giugno 2020, quando le azioni di Campari valevano 7,39 €. Un anno dopo, la società è riuscita ad incrementare ulteriormente il proprio valore azionario, toccando i 10,24 € ad azione il 10 maggio 2021, data dell'annuncio della partnership con Mïet Hennesy, controllata del gruppo LVMH; questo accordo ha contribuito ulteriormente all'apprezzamento delle azioni di Campari Group, trattandosi di una collaborazione con il gruppo in assoluto più importante del settore del lusso. Alla fine di dicembre 2021, le azioni di Campari Group-Milan hanno raggiunto il proprio massimo assoluto, con un valore di 12,87 €. Successivamente si ha avuto un fisiologico decremento del valore di mercato, culminato nel marzo 2022 con un prezzo per azione di 9,75€. Dopo una fase di rialzi e ribassi, tra i 10 e i 9 euro ad azione, il titolo nel dicembre 2022 a seguito degli annunci di due operazioni in relazione a Tannico e Wilderness Trail Distillery, ha ottenuto crescita importante, arrivando in 6 mesi agli 11,68 € registrati il primo maggio 2023. Questa tendenza sembra non fermarsi, essendo il valore unitario del titolo, in data 04/05/2023, al di sopra della soglia dei 12 €¹²³.

¹²³ Yahoo Finance, Davide Campari-Milano N.V., Dati Storici.



Figura 29 : Grafico rappresentante l’andamento del titolo Gruppo Campari S.p.a negli ultimi 5 anni. Fonte: Elaborazione propria su dati di Yahoo Finance 2023.

4.11.2 Analisi andamento titoli Campari in relazione all’acquisizione del 49% di Tannico

In data 5 giugno 2020, Campari Group annuncia l’acquisizione del 49% del capitale di Tannico S.r.l. Rispetto al giorno antecedente, il prezzo è rimasto invariato, attestandosi a 7,39 € per azione; stessa cosa vale per il giorno successivo alla data di annuncio. Ma ampliando la visione dei giorni in prossimità della data di annuncio, è possibile cogliere l’impatto di questa prima parte dell’operazione. Infatti, prendendo a riferimento le due settimane precedenti alla ufficiale data di annuncio, si evince che a seguito dei rumors trapelati, il titolo aveva già avuto un netto incremento di valore, perché partiva dai 6,74 € ad azione del 19/05/20, crescendo progressivamente nei successivi 14 giorni lavorativi, fino ad arrivare appunto ai 7,40 € per azione del 5 giugno 2020, un incremento quindi in 2 settimane del 9,8%.

Prendendo invece il periodo delle due settimane successive all’annuncio, è possibile evidenziare come le voci sulla possibile acquisizione di Tannico abbiano potuto contribuire alla crescita del titolo Campari. Difatti, come è possibile notare dal grafico, il rialzo delle azioni nei successivi 14 giorni lavorativi ha portato ad un prezzo per azione di 7,65 € in data 24/06/2020,

toccando nel giorno precedente i 7,85 € per azione, una crescita percentuale rispettivamente del 3,4% e del 6,1% ¹²⁴.

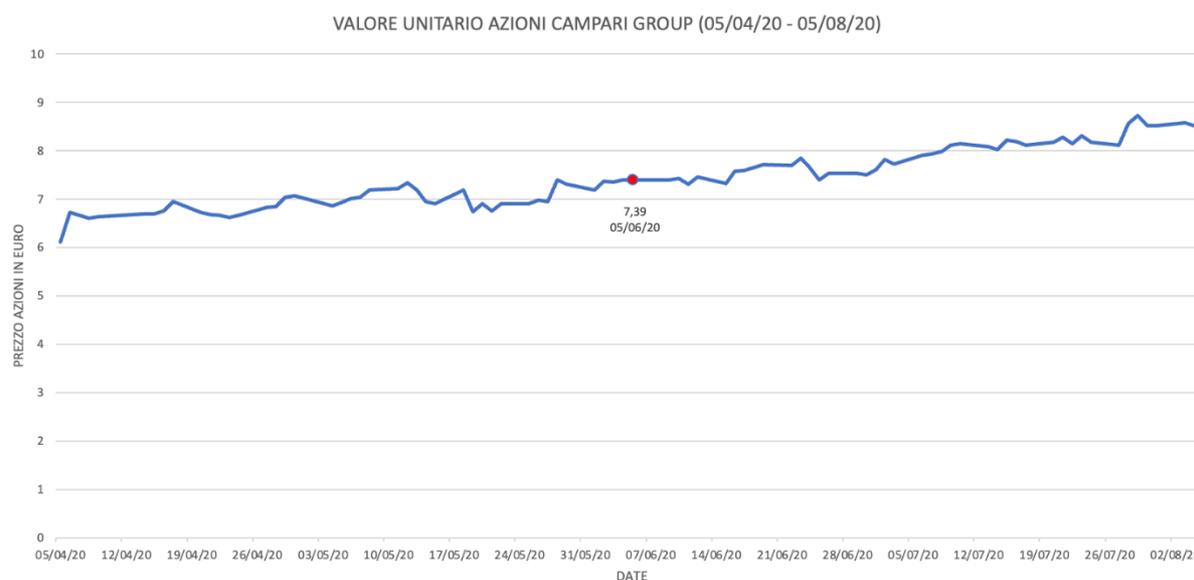


Figura 30 : Grafico rappresentante l'andamento del titolo Gruppo Campari S.p.a nel periodo tra il 05/04/20 e il 05/08/20. Fonte: Elaborazione propria su dati di Yahoo Finance 2023.

Il confronto riguardante la variazione dei prezzi del titolo Campari e dell'indice FTSE MIB nell'anno in cui è compresa la prima parte dell'acquisizione di Tannico, ha evidenziato come la performance del titolo Campari sia stata superiore a quella del mercato nei due mesi antecedenti l'annuncio dell'operazione¹²⁵.

¹²⁴ Yahoo Finance, Davide Campari-Milano N.V., Dati Storici.

¹²⁵ Investing.com, Davide Campari Milano Spa, Dati cronologici.

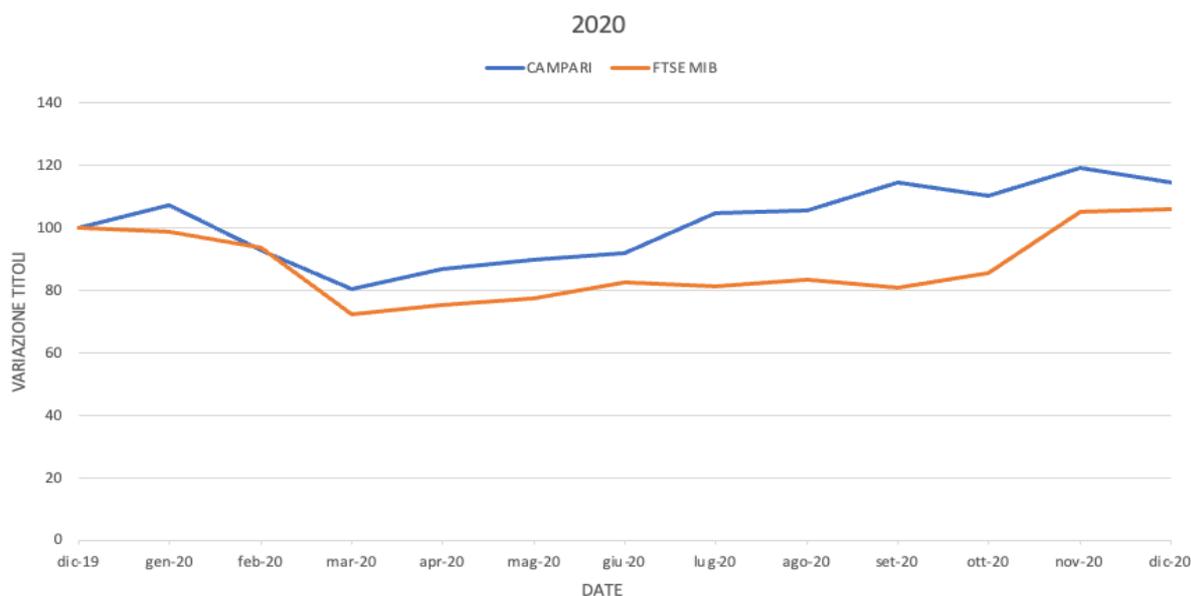


Figura 31 : Grafico rappresentante l’andamento delle variazioni su base 100 del titolo Gruppo Campari S.p.a e dell’indice FTSE MIB nell’anno 2020. Fonte: Elaborazione propria su dati di Investing.com 2023.

4.11.3 Analisi andamento titoli Campari in relazione alla joint venture con Mïet Hennesy

In data 10 maggio 2021 Campari Group annuncia la costituzione di una *joint venture* con la società Mïet Hennesy. Andando a studiare il prezzo unitario azionario al giorno antecedente, si nota che questo era di 10,28 € per azione, sostanzialmente allineato al valore del giorno precedente; il giorno successivo alla data di annuncio si ha avuto invece una riduzione del -3,5%.

Come fatto in precedenza, se si amplia l’orizzonte di osservazione ai giorni prima alla data di annuncio, si coglie che tra i dieci e i quattordici giorni prima della data di annuncio le azioni di Campari si sono apprezzate, molto probabilmente anche per effetto di notizie relative alla possibile collaborazione tra LVMH e Campari Group; infatti, il valore delle azioni è passato da un range tra i 9,80 e i 9,99 euro per azione, ai 10,24 del 10/05/21. Prendendo invece il periodo delle due settimane successive all’annuncio, dopo un iniziale ribasso, è avvenuto un progressivo rialzo, che in data 24/05/21 ha portato il titolo a raggiungere il valore di 10,54 € per azione¹²⁶.

¹²⁶ Yahoo Finance, Davide Campari-Milano N.V., Dati Storici.

La *joint venture* tra la società italiana e la società francese, ha rappresentato l'unica operazione straordinaria svolta da Campari in quell'anno e si ritiene abbia contribuito al raggiungimento del valore massimo azionario mai registrato dal gruppo, fermo restando che tale risultato è stato anche influenzato da altri aspetti.

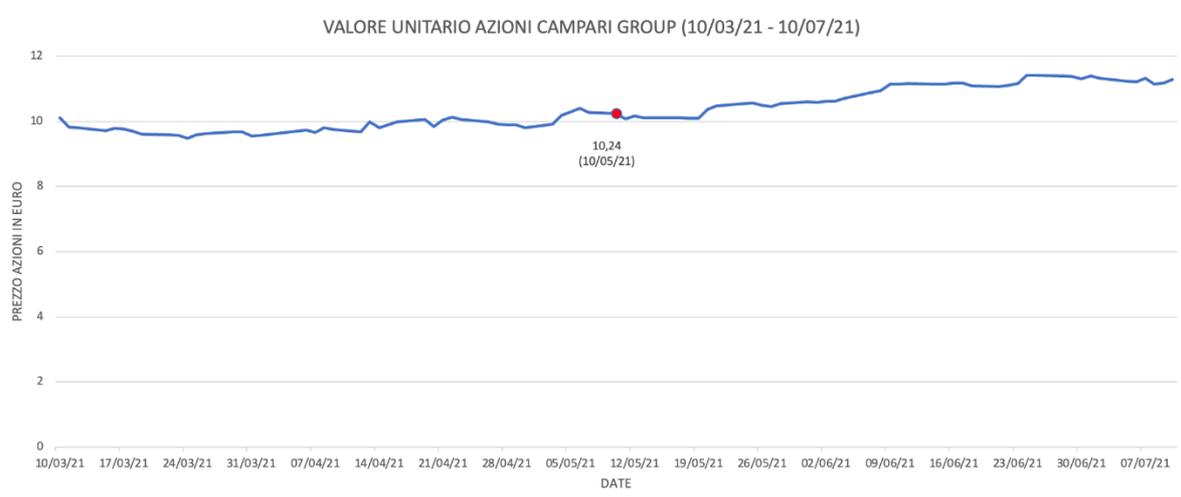


Figura 32 : Grafico rappresentante l'andamento del titolo Gruppo Campari S.p.a nel periodo tra il 10/03/21 e il 10/07/21. Fonte: Elaborazione propria su dati di Yahoo Finance 2023.

L'eccellente performance azionaria del titolo Campari nel corso del 2021 è anche confermata da un andamento migliorativo rispetto a quello dell'indice FTSE MIB come si evince dal grafico successivo.

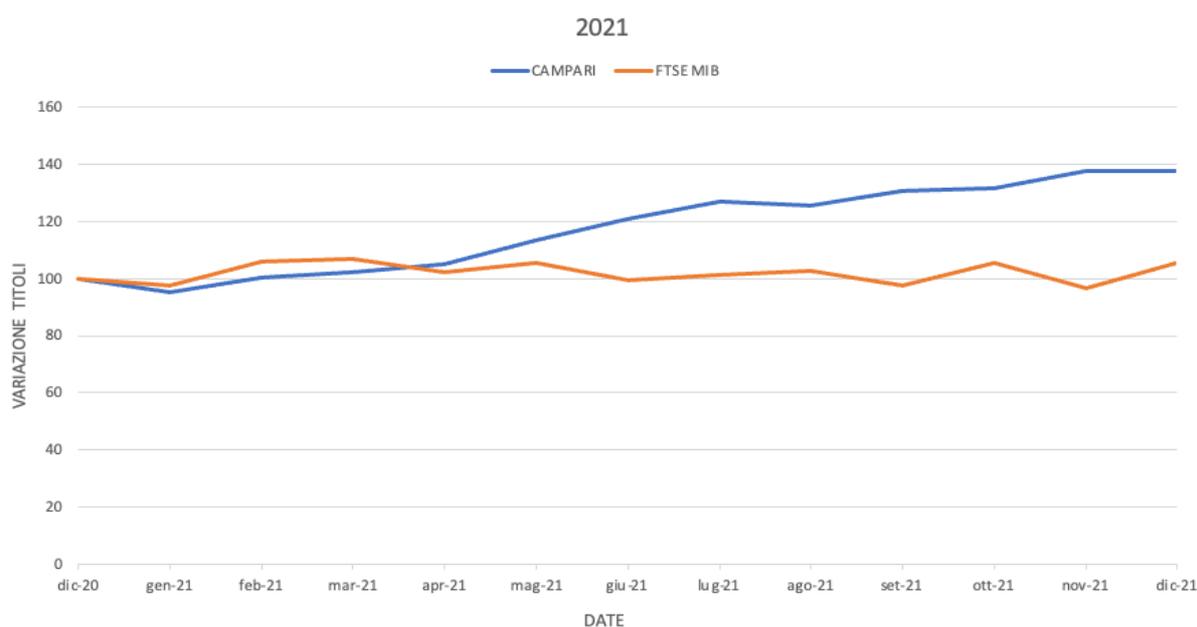


Figura 33 : Grafico rappresentante l'andamento delle variazioni su base 100 del titolo Gruppo Campari S.p.a e dell'indice FTSE MIB nell'anno 2021. Fonte: Elaborazione propria su dati di Investing.com 2023.

4.11.4 Analisi andamento titoli Campari in relazione all'acquisizione del 100% di Tannico

In data 1° dicembre 2022, Campari Group annuncia l'acquisizione della quota residua del capitale azionario di Tannico S.r.l., portando così Dioniso al controllo del 100% delle azioni della società. Nel giorno antecedente all'annuncio si ha avuto un lieve incremento, che ha visto passare il titolo da 10,02€ a 10,07€ per azione, ed un incremento più consistente si ha avuto il giorno successivo, con le azioni di Campari che hanno chiuso ad un valore unitario di 10,27 €, con un incremento del 2%. Dopo questo rialzo limitato il titolo Campari Group si è deprezzato, andando a toccare il 16 dicembre 2022 il valore di 9,81 € *per share*, con un decremento quindi del -2,6%; in generale nell'arco temporale che va fino allo 01/02/2023, il titolo non è mai riuscito a superare il valore di 10 € ad azione.

Si evidenzia che nel mese di dicembre si è finalizzata l'acquisizione della maggioranza del capitale di Wilderness Trail Distillery, operazione che ha previsto un corrispettivo di circa 406 milioni di euro, valore ben superiore rispetto a quello di Tannico. Pertanto, si ritiene che l'acquisizione della quota residua del capitale di Tannico non abbia determinato impatti significativi sul titolo, anche in considerazione del fatto che Campari deteneva già il controllo della società¹²⁷.

¹²⁷ Yahoo Finance, Davide Campari-Milano N.V., Dati Storici.

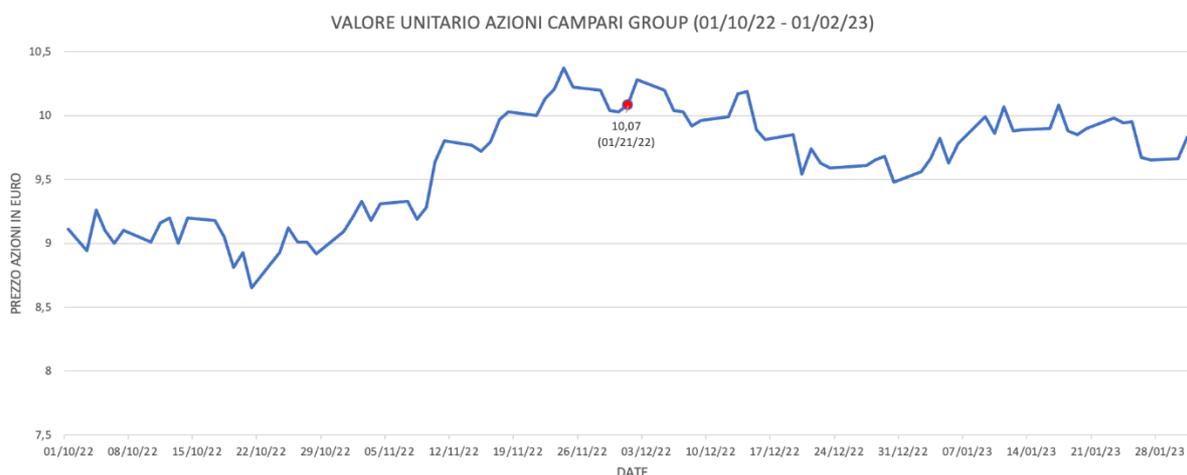


Figura 34 : Grafico rappresentante l’andamento del titolo Gruppo Campari S.p.a nel periodo tra lo 01/10/22 e lo 01/02/23. Fonte: Elaborazione propria su dati di Yahoo Finance 2023.

Il confronto fra l’andamento del FTSE MIB e del titolo Campari nell’arco temporale tra il maggio 2022 e il maggio 2023, ovvero il periodo che comprende l’acquisizione della quota residuale di Tannico da parte di Dioniso evidenzia un andamento altalenante. In particolare, si evidenzia che dopo diversi mesi in cui Campari ha avuto una performance inferiore a quella del mercato, nel mese di maggio di quest’anno si è assistito ad una inversione della tendenza¹²⁸.

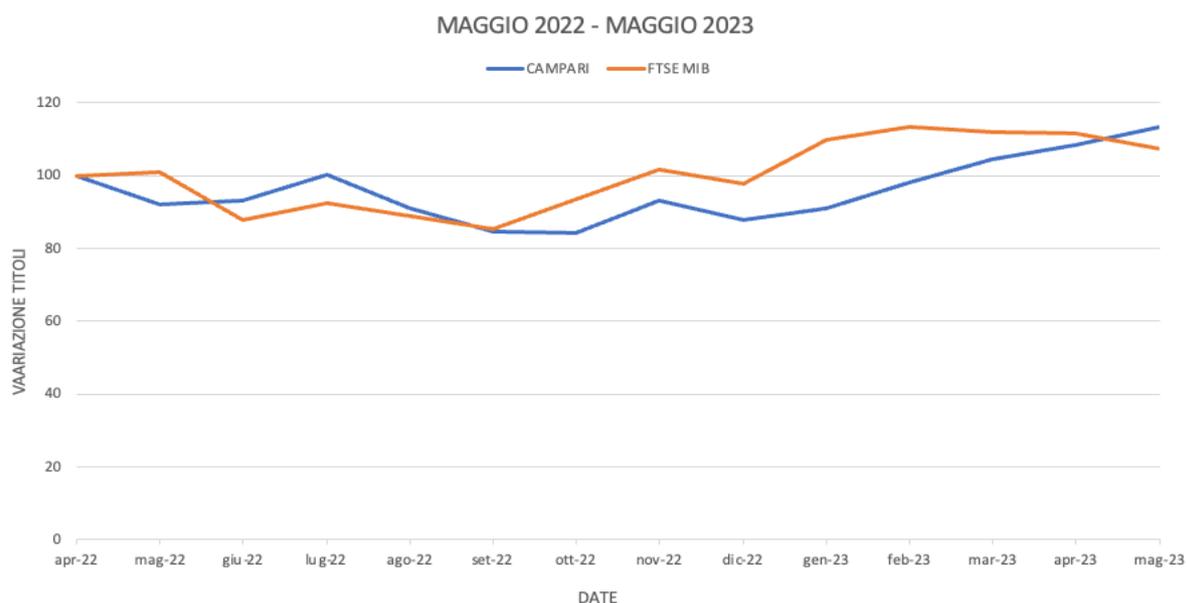


Figura 35 : Grafico rappresentante l’andamento delle variazioni su base 100 del titolo Gruppo Campari S.p.a e dell’indice FTSE MIB nel periodo tra maggio 2022 e maggio 2023. Fonte: Elaborazione propria su dati di Investing.com 2023.

¹²⁹ Campari Group, Investors relations, Bilanci e relazioni, 2023, Primo Trimestre 02 maggio 2023.

CONCLUSIONI

Il presente elaborato ha ampiamente evidenziato come l'M&A sia uno strumento per creare valore, permettendo alle organizzazioni di crescere. L'approccio utilizzato per far capire quanto detto è stato di tipo 'piramidale', nel senso che si è partiti chiarendo in cosa consistono le operazioni di M&A, come sono classificabili e tutte le implicazioni che ne derivano. Successivamente si è illustrato uno studio più di stampo pragmatico, per evidenziare come l'M&A abbia influenzato l'economia tramite l'analisi delle *merger waves* e come impatti su quest'ultima ancora oggi, con lo studio delle tendenze attuali.

Nei capitoli due e tre si sono approfonditi aspetti prettamente teorici, inizialmente per illustrare il processo di acquisizione in tutte le sue fasi dalla preacquisizione all'integrazione della *target*, successivamente per approfondire le modalità con cui svolgere una valutazione aziendale, focalizzandosi sui metodi del *Discounted Cash Flow* e il metodo dei multipli perché utilizzati poi nel capitolo successivo.

Il quarto e ultimo capitolo è senza dubbio il cuore dell'elaborato, perché prettamente attinente al caso scelto, ovvero l'acquisizione di Tannico da parte di Campari. Si è iniziato presentando le caratteristiche delle due società coinvolte, dopodiché si è voluto fare un'analisi del settore in cui operano queste società, focalizzandosi sul segmento dell'*alcoholic e-commerce* ed evidenziandone il potenziale enorme. Successivamente si è passati alla vera e propria analisi dell'acquisizione, illustrandola in tutti i suoi passaggi, ma soprattutto verificando la coerenza della valutazione effettuata da Campari con i risultati ottenuti applicando i metodi del DCF e dei multipli ai dati di business plan elaborati sulla base dei dati di bilancio storico e delle previsioni relative al mercato di riferimento. In particolar modo il *Discounted Cash Flow* ha determinato una valutazione quasi complementare al controvalore stimato da Campari.

In conclusione, si è studiato che impatti avesse avuto questa acquisizione sulla target e sulla buyer. Se per Tannico è ancora presto vedere i benefici economici e finanziari che saranno visibili nel lungo periodo, da un punto di vista strategico è comunque evidente come la sua acquisizione da parte di un operatore industriale leader di mercato come Campari possa rappresentare un fattore abilitante la crescita futura, anche per effetto di sinergie, ancor più rafforzate a seguito della partnership che ha visto entrare nel capitale di Tannico, al fianco di Campari, Mötet Hennessy. Con riferimento a Campari, il gruppo ha registrato nel corso degli anni (2020 escluso) eccellenti risultati in termini di ricavi, EBITDA e utile netto, che, grazie al positivo impatto delle operazioni di acquisizioni poste in essere tra cui quella di Tannico, hanno

determinato un incremento di valore delle azioni di Campari. Inoltre, le prospettive per l'anno 2023 sembrano promettenti, visto che nel primo trimestre 2023 Campari ha confermato il trend di crescita dei ricavi rispetto al 2022, che hanno raggiunto i 667,9 milioni, in miglioramento del 24,9% rispetto al primo trimestre dello scorso anno; anche l'EBITDA è cresciuto da 130 milioni a 177,3 milioni, con un utile netto di gruppo di 133,6 milioni, in miglioramento del 26,2% rispetto al primo trimestre 2022¹²⁹.

L'acquisizione di Tannico, oltre ad aver permesso a Campari di sviluppare ulteriormente il proprio portafoglio prodotti, migliorando nel segmento del vino, ha messo nelle condizioni la società acquirente di poter rispondere a una delle sfide più importanti del mondo post pandemia, ottenendo un importante vantaggio competitivo, attraverso il presidio del mercato digitale dell'e-commerce. Il gruppo Campari stava lavorando su questo aspetto da tempo, ma l'operazione Tannico ha permesso di incrementare e velocizzare il processo di *digitalization*, garantendogli un ruolo da protagonista nel mercato *e-commerce* legato al *wine & spirits*, e permettendogli inoltre di collaborare con Mœt Hennesy, quindi implicitamente con uno dei gruppi più importanti al mondo, LVMH, grazie alla costituzione della joint venture di Dioniso.

¹²⁹ Campari Group, Investors relations, Bilanci e relazioni, 2023, Primo Trimestre 02 maggio 2023.

BIBLIOGRAFIA

Porter Michael E., *Il vantaggio competitivo*, Torino, Einaudi, 2004.

Burlingham B., *Small giants: companies that be great instead of big*, New York, Portfolio, 2016.

Mognetti J.F., *Organic Growth: Cost-effective Business Expansion from Within*, Chichester, Wiley, 2003.

Sudharsan D., *Organic Growth Disciplines*, Bingley, Emerald Publishing Limited, 2019.

Smith P.J., *Joint Ventures: Business Strategies for Accounts*, New Jersey, Wiley, 2007.

Fontana G., *Gestione delle imprese e dei sistemi produttivi*, Milano, McGraw-Hill Education, 2015.

Brealey R. A., Myers S. C., Allen F., *Principi di finanza aziendale*, Milano, McGraw-Hill Education, 2014.

Tedeschi G., Salvadeo S., *Le operazioni straordinarie e la gestione dei processi di acquisizione*, Ipsoa, 2012.

Visentini G., Palazzolo A., *Manuale di diritto commerciale*, Roma, Dike Giuridica, 2017.

Vella F., Bosi G., *Diritto ed economia delle società*, Bologna, il Mulino Manuali, 2020.

Campobasso G.F., *Manuale di diritto commerciale*, Torino, UTET Giuridica, 2022.

Conca V., *Le acquisizioni: il processo, il mercato, i prezzi*, Milano, Egea, 2001.

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

Gagliardi G., L'attività di M&A in Europa: situazione e prospettive, Roma, FrancoAngeli, 2013.

Mishkin F. S., Eakins S. G., Beccalli E., Istituzioni e mercati finanziari, Milano, Pearson, 2020.

Berk J., DeMarzo P., Finanza Aziendale 1, Milano, Pearson, 2018.

Frank R. H., Cartwright E., Piras R., Microeconomia, Milano, McGraw-Hill Education, 2017.

Chiappetta F., Diritto del governo societario, Padova, Cedam, 2020.

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

Daft R., Organizzazione aziendale, Milano, Apogeo, 2003.

V. Conca., Le acquisizioni: valutare e gestire i processi di crescita, Milano, Egea, 2010.

Dagnino G. V., Cinici M. C., La strategia d'impresa, Bologna, Il Mulino, 2019.

De Pamphilis D., Mergers, Acquisitions, and others Restructuring Activities: An integrated Approach to Press, Tools, cases and Solutions, New York, Academic Press, 2018.

DePamphilis D., Mergers and Acquisitions Basics: All You Need to Know, Amsterdam, Academic Press, 2010.

Berta G., L'avventura delle acquisizioni: imprese, strategie, finanza e regole, Milano, Il Sole 24 Ore, 1997.

Caroli M., Gestione delle imprese internazionali, Milano, McGraw-Hill Education, 2020.

Billett M.T., Qian Y., Kale J.R., Merger Waves: Theory and Evidence., New York, Springer, 2007.

Granieri M., Mergers and Acquisitions: Analisi giuridica, economica e finanziaria, Milano, Giuffrè Editore, 2015.

Boltho A., Toniolo G., La crisi finanziaria globale, Bari, LaTerza, 2009.

Boccardelli P., Brunetta F., Istituzioni, mercati e imprese: il ruolo delle istituzioni nelle strategie di crescita, Milano, McGraw-Hill Education, 2014.

Ferrandina A., Carriero F., Il business plan: guida strategico-operativa, Milano, IPSOA, 2012.

Gimede G., Mergers and Acquisitions, Roma, Aracne, 2020.

Di Gianni F., Jerusalmi R., Acquisizioni e fusioni: Valutazione, strutturazione e negoziazione, Milano, Il Sole 24 Ore, 2014.

Zatti A., Romano S., Le acquisizioni di impresa., Milano, Egea, 2019.

Bertacchini E., De Angelis L., Diritto Commerciale, Padova, CEDAM, 2020.

Biffi A., Organizzare e gestire per progetti, Milano, Franco Angeli, 2011.

Pellegrini L., Brunetti F., Progettare il cambiamento: Strategie e tecniche per l'innovazione nelle organizzazioni, Milano, Egea, 2017.

Demattè C., Pasquale A., M&A, la guida pratica: tecniche e strategie per operazioni di acquisizioni e fusioni, Milano, Egea, 2015.

Dalocchio M., Salvi A., Finanza aziendale. V.2, Finanza straordinaria, Milano, Egea, 2011.

Serena G., Private equity and venture capital: theory, evolution and valuation, Cham, Springer Nature Switzerland AG, 2022.

Tesauro F., Manuale di diritto tributario, Milano, Giuffrè, 1987.

DeMarzo P.M., Berk J. B., Corporate finance, Harlow, Pearson, 2020.

Tirole J., The theory of corporate finance, Princeton, Princeton University Press, 2006.

Terence C. M., Corporate finance: The Basics, Londra, Routledge, 2017

Berk J., DeMarzo P., Morresi O., Venanzi D., Finanza aziendale 2, Milano, Pearson, 2018.

Dalocchio M., Salvi A., Finanza d'azienda, Milano, Egea, 2021.

Regalli M., Soana M.G., Tagliavini G., Analisi finanziaria, Milano, McGraw-Hill Education, 2018.

Brealey R. A., Myers S. C., Allen F., Principi di Finanza Aziendale, New York, McGraw-Hill Education, 2002.

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

Damodaran A., Corporate Finance: Theory and Practice, Hoboken, John Wiley & Sons, 2010.

Damodaran A., Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, New York, John Wiley & Sons, 2012.

Sandri S., Brealey R. A., Myers S. C., Allen F., Principi di Finanza Aziendale, Milano, McGraw-Hill Education, 2020.

Copeland T., Koller T., Murrin J., Il valore dell'impresa: Strategie di valutazione e gestione, Milano, Il Sole 24 Ore Libri, 1991.

Guatri G., Bini M., Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende, Milano, Egea, 2009.

Confalonieri M., Trasformazione, fusione, conferimento, scissione e liquidazione delle società, Milano, Il Sole 24 Ore, 2002.

Guatri G., La valutazione delle aziende: teoria e pratica a confronto, Milano, Egea, 1990.

Sandri S., Brealey R., Myers S., Allen F., *Principi di Finanza Aziendale*, Milano, McGraw-Hill Education, 2020.

Blanchard O., Amighini A., Giavazzi F., *Macroeconomia: Una prospettiva europea*, Bologna, Il Mulino, 2018.

Tesauro F., *Codice tributario e leggi complementari*, Torino, UTET, 2021.

Damodaran A., *Manuale di valutazione finanziaria*, Milano, McGraw-Hill Education, 1996.

Buttignon F., *Modelli finanziari di valutazione delle strategie*, Milano, Etaslibri, 1991.

C. Read, *The corporate financiers*, Londra, Palgrave Macmillan, 2015.

SITOGRAFIA

Borsa Italiana: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/venture-capital.html>

Borsa Italiana: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/private-equity.html>

Mckinsey: <https://www.mckinsey.com/capabilities/strategy-and-corporate-finance/our-insights/done-deal-why-many-large-transactions-fail-to-cross-the-finish-line#/>

Boston Consulting Group: <https://www.bcg.com/capabilities/mergers-acquisitions-transactions-pmi/mergers-acquisitions-activity-by-year>

PwC: <https://www.pwc.com/gx/en/news-room/press-releases/2022/global-m-and-a-industry-trends-2022-outlook.html>

Mckinsey: <https://www.mckinsey.com/capabilities/m-and-a/our-insights/global-m-and-a-market-defies-gravity-in-2021-second-half>

KPMG: <https://kpmg.com/it/it/home/insights/2022/05/rapporto-mergers-acquisitions-2021.html>

PwC: <https://www.pwc.com/gx/en/services/deals/trends.html>

EY: https://www.ey.com/it_it/news/2023-press-releases/01/m-and-a-in-italia-nel-2022-quasi-90-miliardi-di-euro-per-oltre-970-operazioni

Borsa Italiana: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/acquisizione-impresa.htm>

Tannico: <https://www.tannico.it/chi-siamo#:~:text=L'avventura%20di%20Tannico%20inizia,la%20societ%C3%A0%20con%20alcuni%20partner>.

Isole24ore: <https://www.ilsole24ore.com/art/piccole-cantine-crescono-export-piu-facile-grazie-all-accordo-ice-tannico-AE6XxHB>

Campari: <https://www.campari.com/it-it/la-nostra-storia/>

Campari: https://www.camparigroup.com/sites/default/files/downloads/campari_in_borsa_a_euro_31_0.pdf

Campari: <https://www.camparigroup.com/it/page/gruppo/la-nostra-storia>

Campari: <https://www.camparigroup.com/it/page/investors/acquisizioni-e-cessioni>

Borsa Italiana: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/azioni/profilo-societa-dettaglio.html?isin=NL0015435975&lang=it>

Statista: <https://www.statista.com/outlook/cmo/alcoholic-drinks/worldwide>

Statista: <https://www.statista.com/study/55484/alcoholic-drinks-report/>

Statista: <https://www.statista.com/outlook/dmo/ecommerce/beverages/worldwide>

Statista: <https://www.statista.com/outlook/dmo/ecommerce/beverages/alcoholic-drinks/worldwide>

Diageo: <https://www.diageo.com/en>

Pernod Richard: <https://www.pernod-ricard.com/en>

Bacardi: <https://www.bacardi.com/it/it/>

Brown Forman: <https://www.brown-forman.com/>

Orbis M&A: <https://orbismanda-r1.bvdinfo.com/version-20230324-2-3/OrbisMA/1/Deals/Report>

Yahoo Finance: <https://it.finance.yahoo.com/quote/NWINF?p=NWINF&.tsrc=fin-srch>

Orbis, Company information across the globe: <https://orbis-r1.bvdinfo.com/version-20230324-3-3/Orbis/1/Companies/Report>

Mergermarket:
<https://www.mergermarket.com/deals/view/1006858?currency=EUR&lang=en>

Statista: <https://www.statista.com/study/123716/wine-e-commerce/>

Borsa Italiana: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/azioni/euronext-growth-milan/dati-completi.html?isin=IT0005075764&lang=it>

Campari:
https://www.camparigroup.com/sites/default/files/homepage/Corporate%20Presentation%202023_%20Final.pdf

Campari:

https://www.camparigroup.com/sites/default/files/downloads/Campari%20Annual%20Report%202020_0.pdf

Campari:

https://www.camparigroup.com/sites/default/files/downloads/01.1%20Campari%20Group_Annual%20Report%20for%20the%20year%20ended%2031%20December%202021_0.pdf

Damodaran: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Damodaran:

https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/valquestions/syntrating.htm

Hawesko Holding Se: https://www.hawesko-holding.com/wp-content/uploads/2020/04/Hawesko_Group_statutory_accounts_2019_web.pdf

Naked Wines Plc:

https://s28.q4cdn.com/964621086/files/doc_events/2020/Naked_Wines_AR20_WEB.pdf

IWB: https://www.italianwinebrands.it/wp-content/uploads/2020/03/IWB_FY_2019.pdf

Aida: [https://aida-r1.bvdinfo.com/version-20221207-3288-](https://aida-r1.bvdinfo.com/version-20221207-3288-0/Search.QuickSearch.serv?product=AidaNeo&)

[0/Search.QuickSearch.serv?product=AidaNeo&](https://aida-r1.bvdinfo.com/version-20221207-3288-0/Search.QuickSearch.serv?product=AidaNeo&)

Mergermarket:

<https://www.mergermarket.com/deals/search/results?q=~%28page~0~pageSize~25~criteria~%28~%28entity~%27anyEntity~attribute~%27sector~value~%28values~%28~%29~entities~>

[%28target~true~bidder~true~vendor~true%29%29~operator~%27is%29~%28entity~%27anyEntity~attribute~%27geography~value~%28values~%28~%29~scenario~%27all~entities~%28target~true~bidder~true~vendor~true%29%29~operator~%27is%29~%28entity~%27anyEntity~attribute~%27anyCompany~operator~%27is~value~%28values~%28~%27prime-174058%29~entities~%28bidder~true~target~true~vendor~true~advisor~true%29%29%29%29%29](#)

Mergermarket:

[https://www.mergermarket.com/deals/search/results?q=~%28page~0~pageSize~25~criteria~%28~%28entity~%27anyEntity~attribute~%27sector~value~%28values~%28~%29~entities~%28target~true~bidder~true~vendor~true%29%29~operator~%27is%29~%28entity~%27anyEntity~attribute~%27geography~value~%28values~%28~%29~scenario~%27all~entities~%28target~true~bidder~true~vendor~true%29%29~operator~%27is%29~%28entity~%27anyEntity~attribute~%27anyCompany~operator~%27is~value~%28values~%28~%27prime-1252068%29~entities~%28bidder~true~target~true~vendor~true~advisor~true%29%29%29%29%29](#)

Campari:

[https://www.camparigroup.com/sites/default/files/downloads/01.1%20Campari%20Group_Annual%20Report%20for%20the%20year%20ended%2031%20December%202022.pdf](#)

Yahoo Finance:

[https://it.finance.yahoo.com/quote/CPR.MI/history?period1=1525392000&period2=1682899200&interval=1mo&filter=history&frequency=1mo&includeAdjustedClose=true](#)

Yahoo Finance:

[https://it.finance.yahoo.com/quote/CPR.MI/history?period1=1589155200&period2=1593475200&interval=1d&filter=history&frequency=1d&includeAdjustedClose=true](#)

Yahoo Finance:

[https://it.finance.yahoo.com/quote/CPR.MI/history?period1=1615334400&period2=1625875200&interval=1d&filter=history&frequency=1d&includeAdjustedClose=true](#)

Yahoo Finance:

[https://it.finance.yahoo.com/quote/CPR.MI/history?period1=1664582400&period2=1675209600&interval=1d&filter=history&frequency=1d&includeAdjustedClose=true](#)

Investing.com: <https://it.investing.com/indices/it-mib-40-historical-data>

Investing.com: <https://www.investing.com/equities/campari-historical-data>

Campari:

<https://www.camparigroup.com/sites/default/files/downloads/Additional%20financial%20information%20for%20the%20three%20months%20ended%2031%20March%202023.pdf>

RIASSUNTO

In un'epoca contraddistinta da una forte competitività dei mercati, dovuta alla globalizzazione derivante da un'economica mondiale di stampo prettamente capitalista, le imprese sono costrette ad essere sempre più dinamiche e attente al fine di rimanere competitive sul mercato evitando di essere emarginate dal proprio settore d'appartenenza.

Per evitare questi rischi, una scelta strategica adottata sempre più frequentemente dalle imprese è la realizzazione di operazioni di M&A, acronimo di *Mergers & Acquisitions*. L'M&A è una attività di finanza straordinaria fondamentale per le aziende, visto che spesso non hanno le capacità interne per sopperire alle sfide che si manifestano, e allora tramite le fusioni ed acquisizioni intraprendono una soluzione esterna che permette non solo di rimanere sul mercato, ma anche di poter raggiungere un vantaggio competitivo, cioè di ottenere costantemente performance superiori rispetto alla concorrenza, che non adotta politiche di crescita esterna, in un arco temporale di medio-lungo termine¹³⁰.

L'obiettivo principale di questa tesi è stato dimostrare come l'M&A sia un acceleratore per lo sviluppo e la competitività sul mercato. A prova di ciò, si è studiato il gruppo Davide Campari Milano S.p.a, e nello specifico l'acquisizione della società italiana Tannico S.r.l.

Per arrivare a questo risultato si spiegherà da un punto di vista teorico che cosa sono le operazioni di M&A, quali sono le alternative e perché un'impresa decide di avviare un'operazione di finanza straordinaria di questo tipo.

Per arrivare a questo risultato è stato spiegato da un punto di vista teorico che cosa sono le operazioni di M&A, quali sono le alternative e perché un'impresa decide di avviare un'operazione di finanza straordinaria di questo tipo.

Dopodiché si è entrati maggiormente nello specifico, illustrando prima in che cosa consiste il processo di acquisizione e successivamente quali sono i metodi principali di valutazione aziendale adottati in tale contesto, fondamentali per permettere di passare dalla teoria alla pratica, vale a dire al caso in questione.

Quindi nell'ultimo capitolo, si sono esposti i metodi di valutazione utilizzati per determinare il valore societario di Tannico, e che valori si sono ottenuti. Parallelamente si è descritta la storia di questa operazione, cioè come è nata e come si è articolata. Da ciò si capirà il perché della

¹³⁰ Porter Michael E., *Il vantaggio competitivo*, Torino, Einaudi, 2004.

scelta di prendere come oggetto proprio questa acquisizione, in quanto in grado di abbracciare molti temi e particolarità, come il fatto di essere un'acquisizione avvenuta in più fasi, l'aver generato un'altra operazione di finanza straordinaria come la JV con la società francese Moët Hennesy e il tema oggi giorno sempre più quotidiano della digitalizzazione aziendale.

Il primo capitolo descrive le modalità con cui una strategia di crescita aziendale può essere perseguita: la crescita organica e la crescita inorganica.

Per crescita organica, anche detta crescita per linee interne, s'intende una tipologia di strategia basata sulla capacità di reinvestimento delle risorse, dello sviluppo delle competenze acquisite dall'impresa nel corso della sua storia, con il fine di generare nuove attività.

La crescita inorganica, chiamata anche crescita per linee esterne, consiste nell'aumentare le dimensioni del gruppo e attivare sinergie tra imprese precedentemente indipendenti, con ciò ottenendo un aumento di valore superiore rispetto a quello che si sarebbe ottenuto considerando la somma dei valori delle singole aziende. A differenza di quanto visto con la crescita endogena, i vantaggi principali della crescita esogena sono i minori tempi di realizzazione e l'ottenimento di risorse irreperibili in-house.

Esistono tre classificazioni di crescita esogena: le alleanze strategiche, gli accordi commerciali e le fusioni ed acquisizioni. Per M&A si intendono tutte quelle attività che riguardano le operazioni di acquisto/cessione di società terze o asset aziendali. Le fusioni a livello economico sono definibili come una concentrazione di società, con lo scopo principale di avviare un processo di rafforzamento delle imprese coinvolte¹³¹.

Le operazioni di M&A si classificano in diverse tipologie¹³²: operazioni verticali (dove rientra l'operazione Campari-Tannico), quando la fusione/acquisizione avviene tra due società che operano nella stessa supply chain; operazioni orizzontali, se la fusione/acquisizione avviene fra due aziende che operano nello stesso settore; operazioni *congeneric*, sono invece operazioni di M&A correlate, cioè tra aziende che fanno riferimento a settori complementari, offrendo al mercato prodotti e servizi differenti ma utilizzabili insieme, o che si rivolgono allo stesso target di clientela; operazioni conglomerate, quando la fusione/acquisizione avviene tra aziende appartenenti a settori differenti, senza alcun tipo di affinità tra loro, in maniera da ridurre il rischio, diversificando i settori di attività; operazioni concentriche, riguardano aziende che

¹³¹ Vella F., Bosi G., Diritto ed economia delle società, Bologna, il Mulino Manuali, 2020.

¹³² Berk J., DeMarzo P., Finanza Aziendale 1, Milano, Pearson, 2018.

appartengono allo stesso settore, ma i prodotti e servizi sono orientati a una clientela differente, oppure sono prodotti differenti ma complementari.

Data una visione generale della teoria economica-finanziaria che delimita il caso di studio, si è passati nel vedere l'impatto delle operazioni di M&A sullo sviluppo economico. Si è cominciato dal passato, osservando che le operazioni di fusione e acquisizione sono un fenomeno globale che ha visto una crescita costante nel tempo. Il fenomeno ha avuto origine negli Stati Uniti verso la fine del 1800, mentre in Europa, la pratica del M&A si è diffusa in modo significativo dopo la Seconda Guerra Mondiale. A partire dal 1890, sono state individuate dalla letteratura scientifica 7 *merger waves* : la prima è chiamata *Horizontal Consolidation*, ed è avvenuta tra il 1887 e il 1904; la seconda è chiamata *Increasing Concentration*, ed è avvenuta tra il 1916 e il 1929; la terza è chiamata *Conglomerate Era*, ed è avvenuta tra il 1965 e il 1969; la quarta è chiamata *Retrenchement Era*, ed è avvenuta tra il 1981 e il 1989; la quinta è chiamata *Strategic Megamerger*, ed è avvenuta tra il 1992 e il 2000; la sesta è chiamata *Cross Border and Horizontal Megamergers*, ed è avvenuta tra il 2003 e il 2008; e la settima non presenta formalmente un nome, ma si riferisce al periodo tra il 2014 e il 2019; quest'ultimo anno non è casuale, perché la pandemia del Coronavirus ha fatto terminare la settima ondata.

Discutendo dei giorni nostri, a livello globale nel 2022 c'è stata una diminuzione del 17% dei volumi e del 37% dei controvalori, rispetto all'anno record 2021. In valori assoluti, sono 54 452 i deal annunciati per 4 900 miliardi di controvalore. Analizzando questa decrescita, è possibile notare che nel primo semestre del 2022 i livelli sono rimasti simili all'anno record 2021, dopodiché l'incertezza creata dalla guerra in Ucraina ha portato una flessione, rispetto al 2021, del 25% dei volumi e del 51% dei valori delle operazioni. Ma questa diminuzione non è drastica, in quanto i valori sono rimasti superiori agli anni pre-pandemia.

Per quanto riguarda il mercato Italia, l'anno 2022 si è rivelato molto positivo sia in termini di numero di operazioni che di controvalori, nel corso di questo periodo sono state chiuse circa 971 operazioni, il che rappresenta un aumento del 31% rispetto ai 742 deal dell'anno precedente. Per un controvalore di 89,4 miliardi di €, rappresentante un +11% rispetto al valore complessivo delle operazioni realizzate nel 2021. Da sottolineare l'importante partecipazione dell'ultimo trimestre, che ha generato più di 41 miliardi di controvalore, registrando un risultato record¹³³.

¹³³ Dati consultabili presso il sito ufficiale Ernst & Young, M&A in Italia nel 2022: quasi 90 miliardi di euro per oltre 970 operazioni, 2023.

Il secondo capitolo descrive le diverse fasi che caratterizzano un processo di acquisizione: la prima fase, è quella relativa alla preacquisizione, la seconda è quella in cui avviene la negoziazione e il closing, la terza è quella dell'integrazione¹³⁴.

La fase di preacquisizione è una fase di preparazione all'acquisizione, che dal punto di vista del buyer consiste nello svolgimento di un'accurata analisi strategica, con il fine di prevenire i possibili rischi derivanti dall'operazione e individuare la società target ideale. A sua volta la strutturazione di una strategia di acquisizione necessita di ulteriori step: l'analisi del settore e della concorrenza; l'analisi SWOT (*Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threat*) delle candidate in questione, con il fine di analizzare i punti di forza e debolezza di ciascuna; lo studio approfondito delle imprese target selezionate, al fine di capire quali sono le loro caratteristiche; infine una volta individuata l'azienda target, si pianifica l'operazione a livello di tempistiche e ricerca delle risorse finanziarie.

Nella fase di negoziazione, avvengono i primi contatti con l'azienda target, per verificare se c'è un'apertura della target alla cessione. Se c'è interesse da parte della target, inizia una fase di negoziazione, supportata da intermediari esterni come banche d'investimento o società di consulenza finanziaria. Per quanto riguarda l'impresa acquirente, una volta ottenute le informazioni e i dati richiesti, il team di supporto stima un valore della società target che si basa sulla documentazione analizzata in due diligence tra cui i bilanci degli ultimi 3/5 anni, i report gestionali, le analisi di mercato, il budget e il *business plan*. Se il valore offerto viene accettato, si è raggiunto un primo importante step di contrattazione, ovvero un accordo di massima in termini di corrispettivo dell'operazione.

Le prime fasi negoziali si formalizzano con la lettera di intenti, le parti firmano questo documento nel quale sottoscrivono la volontà di procedere nello studio della possibile operazione di acquisizione.

L'avanzamento della trattativa porta alla fase di *due diligence*, ovvero all'indagine sullo status quo dell'azienda target. L'obiettivo dell'azienda buyer è quello di studiare approfonditamente l'azienda target a livello operativo e finanziario, in maniera da prendere consapevolezza delle possibili incongruenze e rischiosità fino a quel momento non emerse, ed eventualmente ridiscuterne i valori o abbandonare la trattativa. Ma soprattutto, la due diligence serve a capire se le potenzialità supposte siano effettivamente raggiungibili, verificando la fattibilità del

¹³⁴ Berk J., DeMarzo P., Morresi O., Venanzi D., Finanza aziendale 2, Milano, Pearson, 2018.

*business plan*¹³⁵. Nel caso in cui la due diligence abbia dato esito positivo, la buyer avanza un'offerta finale in cui si definisce l'oggetto dell'acquisizione, la metodologia di pagamento, le garanzie e altre clausole, arrivando così ad un accordo definitivo che porta alla sottoscrizione del contratto di compravendita e al closing dell'operazione.

La fase di integrazione è la fase post acquisizione. In questo processo il focus, oltre che su un possibile cambio organizzativo e manageriale, è la ridefinizione del proprio *business plan*.

L'integrazione è un percorso progressivo che impatta profondamente sui processi e comportamenti già consolidati dalle due imprese. Si concretizza su diversi livelli, come l'integrazione delle procedure organizzative, l'integrazione delle risorse tangibili e intangibili, l'integrazione manageriale e dei sistemi informativi, ma sicuramente l'aspetto che presenta le maggiori difficoltà è l'integrazione culturale. In particolare, quando le due aziende hanno culture e gestione molto differenti fra loro, c'è il rischio di non sfruttare le potenziali sinergie. Il successo del processo di integrazione dipende sempre dalla capacità di analizzare entrambe le società e di capire quali sono le rispettive competenze e risorse, al fine di creare una nuova entità in grado di sfruttare al meglio le sinergie tra le due parti. L'integrazione non è una fase conclusiva, ma piuttosto un percorso di continuo apprendimento e adattamento alle nuove realtà, che richiede una costante attenzione alle relazioni interne ed esterne all'azienda¹³⁶.

Il capitolo terzo si è concentrato sulla valutazione d'azienda, un'attività complessa, finalizzata alla definizione del valore della società mediante la sintesi e l'applicazione di metodologie, principi, competenze ed esperienze, combinati nel processo valutativo aziendale¹³⁷.

I principali metodi di valutazione si dividono in assoluti e relativi.

I metodi assoluti sono basati sui fondamentali aziendali (risultati patrimoniali, reddituali, finanziari), e vengono definiti "metodi diretti", poiché si valuta la società sulla base di caratteristiche direttamente afferenti alla stessa. I metodi relativi stimano il valore per confronto con altre società o con operazioni similari e per questo sono chiamati "metodi indiretti", in quanto il valore economico dell'impresa viene determinato per comparazione con imprese simili sul mercato, facendo ricorso ai cosiddetti "moltiplicatori"¹³⁸.

¹³⁵ Ferrandina A., Carriero F., *Il business plan: guida strategico-operativa*, Milano, IPSOA, 2012.

¹³⁶ Demattè C., Pasquale A., *M&A, la guida pratica: tecniche e strategie per operazioni di acquisizioni e fusioni*, Milano, Egea, 2015.

¹³⁷ Dallochio M., Salvi A., *Finanza aziendale. V.2, Finanza straordinaria*, Milano, Egea, 2011.

¹³⁸ Tirole J., *The theory of corporate finance*, Princeton, Princeton University Press, 2006.

Nell'elaborato, per quanto riguarda il tema delle metodologie di valutazione aziendale, si analizzano nel dettaglio le metodologie del *Discounted Cash Flow* e dei Multipli, essendo queste applicate per la valutazione del caso oggetto di studio.

Il *Discounted Cash Flow* (DCF), metodologia di valutazione basata sui flussi di cassa attualizzati, di origine anglosassone, esprime il valore di un business in funzione della capacità di ottenere adeguati flussi di cassa che soddisfano le aspettative di remunerazione degli investitori. Il modello si basa sull'assunto che il valore dell'impresa sia pari alla somma dei valori attualizzati dei flussi di cassa operativi (*Free Cash Flows*, FCF), i quali vengono generati in maniera previsionale nell'orizzonte del *Business Plan*, e del *terminal value* (TV), che esprime il valore del complesso aziendale nel periodo successivo all'orizzonte temporale esplicito di proiezione. I flussi di cassa vengono attualizzati ad un tasso prescelto (k), il quale deve essere coerente con la rischiosità dei *cash flow* attesi dall'investimento.

Il metodo dei multipli di mercato è la metodologia di valutazione più utilizzata dopo il *Discounted Cash Flow model*. Viene frequentemente adoperato con il fine di controllare le valutazioni effettuate con gli approcci assoluti; tuttavia, molti autori suggeriscono di utilizzarlo come metodo principale per la valutazione delle imprese. L'approccio relativo stima il valore di un'azienda attraverso l'osservazione dei valori con cui imprese comparabili, ovvero con caratteristiche simile, vengono determinati dal mercato. Questo metodo si basa sulla definizione dei "multipli di mercato", i quali vengono costruiti rapportando il prezzo di mercato a grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie di un campione di imprese comparabili, ossia *comparables*.

I multipli così determinati, dopo esser stati opportunamente rettificati, vengono applicati alle corrispondenti grandezze della società *target*, ottenendo il valore ricercato¹³⁹.

Un'operazione di acquisizione è economicamente conveniente quando questa genera un valore aggiunto, ovvero quando il valore delle due realtà aziendali unite è superiore alla somma del valore delle due entità separate (*stand alone*).

Il valore aggiunto è generato dall'effetto sinergico, creato dall'unione delle società coinvolte nell'operazione. Le sinergie possibili possono essere in termini di ricavi, ad esempio il *cross selling*, di costo, come l'attivazione di economie operative, e manageriali, ossia di incremento delle competenze dovuto ad un *change management*.

¹³⁹ Sandri S., Brealey R. A., Myers S. C., Allen F., *Principi di Finanza Aziendale*, Milano, McGraw-Hill Education, 2020.

Nel quarto capitolo si è descritto un caso specifico relativo ad un'operazione di M&A per analizzarne gli aspetti più rilevanti, con particolare riferimento alla valutazione della società target. Per fare ciò ci si è serviti dell'acquisizione svolta da Campari S.p.a nei confronti di Tannico S.r.l.

Questa operazione ha avuto molte peculiarità: è stata svolta in due *tranches*, la prima nel giugno 2020 e la seconda nel dicembre 2022, con la realizzazione in data 12/07/2021 di una joint venture tra Campari e Möet Hennesy (società francese operante nel settore del *spirits & wine*); è stata caratterizzata da un'ulteriore acquisizione effettuata da Tannico, in relazione alla quota di maggioranza del capitale di Ventealropriete S.a.; questa operazione rappresenta un esempio di come una *big company* del calibro di Campari riesca a rimanere competitiva sul mercato, seguendo i *trends* di settore, in particolare con riferimento all'innovazione digitale, evidenziando l'importanza dell'M&A per la crescita e il mantenimento della competitività delle imprese.

Con il fine di comprendere meglio le dinamiche nelle quali operano le società in questione, è stata fatta un'analisi *top-down* del mercato di riferimento, partendo dal settore *beverage*, per poi passare a quello degli alcolici, dove ci si è concentrati nel segmento relativo ai prodotti vini e distillati, in coerenza con il portafoglio prodotti gestito da Campari. Infine, si è svolto un ulteriore approfondimento in relazione al mercato dell'e-commerce delle bevande alcoliche, dove opera Tannico, sempre per quanto riguarda il mercato *wine & spirits*. Dalle analisi di mercato è emerso che il settore delle bevande è un mercato che si stima possa raggiungere nel 2023 i 3,06 bilioni di dollari di ricavi, per un volume di 1,16 bilioni di litri. All'interno di questi 3,06 bilioni di ricavi, 1,6 sono generati dal mercato delle bevande alcoliche, per un volume di 282 miliardi di litri¹⁴⁰. Oggi l'e-commerce come canale di vendita nel mondo delle bevande alcoliche, rappresenta una percentuale bassa, ossia il 6.6%, questo perché è ancora nettamente preferito dai consumatori e venditori il commercio offline. Ciononostante, le vendite online sono caratterizzate da un trend in crescita se si pensa che cinque anni fa il valore si attestava sul 2,4%. A fine 2023 è stato stimato che il *digital market* degli alcolici supererà gli 80 miliardi di ricavi.¹⁴¹

La storia dell'acquisizione di Tannico inizia nel 2019 quando la società Campari nota i suoi ottimi risultati raggiunti e, a seguito di una breve fase di contrattazione, il 5 giugno 2020

¹⁴⁰ Statista, alcoholic drinks | Consumer markets. Market forecast for alcoholic drinks in the world.

¹⁴¹ Statista, Alcoholic Drinks Report 2023, Statista Consumer Markets Insights.

annuncia l'acquisizione del 49% di Tannico S.p.a, per una cifra di 23,5 milioni di euro. Il valore stimato dell'*equity value pre-money* è stato pari a 40,1 milioni di euro, calcolati dividendo i 23,5 milioni di euro pagati per il 49%, e sottraendo a tale valore l'ammontare dell'aumento di capitale sottoscritto, pari a 7,84 milioni di euro, e considerando la cassa presente in quel periodo, pari a 1,6 milioni di euro, l'*enterprise value* è risultato pari a 38,5 milioni di euro. In particolare, la struttura della transazione ha previsto che Campari ottenesse il 49% di Tannico in due step: acquisendo il 39% del capitale esistente pari a €15,66 milioni, e contestualmente sottoscrivendo un aumento del capitale sociale per €7,84 milioni incrementando la sua partecipazione fino ad arrivare al 49%, per un esborso totale di €23,5 milioni. Nell'operazione è stata prevista una clausola di *put and call* per il restante 51%, esercitabile nel 2025. Si precisa inoltre che l'importo è stato pagato totalmente con liquidità disponibile nelle casse di Campari. L'operazione è stata formalmente completata in data 29 giugno 2020.

Il 10 maggio 2021 Campari ha dichiarato di impegnarsi a sottoscrivere un ulteriore aumento di capitale per complessivi €32 milioni proposto da Tannico, con il fine di concludere la trattativa per la sottoscrizione della maggioranza dell'azienda Ventalapropiete. L'impegno di Campari è stato pari a €25,4 milioni, con i restanti €6,6 milioni sottoscritti dagli altri soci di Tannico, ed ha permesso alla società di incrementare la propria partecipazione nel capitale di Tannico S.p.a, raggiungendo il 62%.

Il 18 maggio 2021, viene costituita Dioniso S.r.l, con lo scopo di svolgere il ruolo di capogruppo della società Tannico S.p.a. e il 10 giugno 2021 Campari vi ha conferito il 49% delle quote di Tannico S.r.l.

Il 1° luglio 2021 Campari conferisce un ulteriore 8,61% delle quote di Tannico S.p.a in Dioniso S.r.l. e l'8 luglio 2021, tramite i fondi raccolti con l'aumento di capitale, Tannico annuncia l'acquisizione del 68,5% di Ventealapropiete, per un importo pari a 32 milioni.

Il 12 luglio 2021 Campari e Möet Hennesy annunciano un accordo di joint venture al 50%, per creare un player europeo di e-commerce di alta fascia operante nel settore *wine & spirits*. Essendo Campari già proprietaria di Dioniso S.r.l, si è deciso di fare diventare quest'ultima l'azienda oggetto della joint venture, in cui Möet Hennesy ha rilevato per un ammontare di 25,6 milioni di euro il 50% del capitale sociale. Questo importo è stato calcolato sommando il valore di €23,825 milioni pagati per l'acquisto del 49% di Tannico (che includono €0,325 milioni di costi di transazione), più €2 milioni di piano di incentivazione, più 25,4 milioni di aumento di capitale sottoscritto da Campari nei confronti di Tannico in data 8 luglio 2021. Il valore totale

stimato dell'*equity value* della JV è di 51,2 milioni di euro, che rapportato al 50% è pari a 25,6 milioni.

L'11 novembre 2021 Dioniso ha acquistato ulteriori 664.847 azioni di Tannico, corrispondenti a una quota del 4,27%, per un corrispettivo complessivo di euro 4,8 milioni, comprensivo di oneri accessori raggiungendo una partecipazione in Tannico del 62,11%. Campari e Mœt Hennesy contribuiscono in parti uguali a tale transazione, arrivando ciascuna ad un investimento complessivo di circa 28 milioni di euro, 56 milioni in totale.

Il 1° dicembre 2022 è stata infine annunciata e completata l'acquisizione delle restanti azioni di Tannico S.r.l, quindi il 37,89%, per una cifra di 33 milioni di euro, equamente suddivisa tra i due partner, anticipando l'esercizio della clausola di *put and call* prevista nel 2025¹⁴². Il valore complessivo investito nel capitale di Tannico passa quindi da 56 milioni a 89 milioni di euro.

E' stata quindi eseguita una valutazione sulla base di un business plan elaborato sulla base dei dati storici della società target e tenendo in considerazione la crescita del mercato di riferimento con l'obiettivo di verificare il valore dell'*equity value pre-money* pagato nel 2020 da Campari, pari a €40,1 milioni. Con il metodo del *Discounted Cash Flow l'equity value* è risultato compreso tra €35,7 e €56,5 milioni, coerente quindi con il prezzo riconosciuto da Campari. Si evidenzia che il valore massimo determinato con il metodo del *Discounted Cash Flow* risulta molto vicino al valore ottenuto utilizzando i multipli di transazioni comparabili.

Si ritiene quindi di aver raggiunto un risultato soddisfacente, perché il valore di 40,1 milioni si colloca esattamente all'interno del range della nostra valutazione.

Considerando che l'acquisizione di Tannico è avvenuta in due periodi separati, giugno 2020 e dicembre 2022, con la nascita della *joint venture* con il gruppo LVMH nel luglio 2021, che ha portato alla costituzione della *newco* Dioniso S.r.l., si sono analizzati i bilanci relativi a tre date per capire i risultati ottenuti e gli effetti prodotti. Si fa riferimento quindi ai bilanci del 31/12/2020, del 31/12/2021 e del 31/12/2022.

I dati più emblematici raggiunti da Campari Group nel 2020 con riferimento al conto economico mostrano come le *revenues* sono diminuite del 3,8%, passando dai 1842,5 milioni di euro del 2019 ai 1772 milioni di euro del 2020. L'EBITDA nel 2020 è stato pari a 309,8 milioni, contro i 458,1 del 2019, una riduzione quindi del 32,4%. E l'utile netto 2020 pari a 187,9 milioni è calato del 39,1% rispetto al 2019, che si attestava sui 308,4 milioni¹⁴³. Per quanto riguarda il

¹⁴² Campari Group, Investors, Acquisizioni e Cessioni.

¹⁴³ Campari Group, Investors relations, Bilanci e relazioni, 2020, Annual report at 31 December 2020.

conto economico di Campari, Tannico non ha generato impatti significativi in quanto, avendo una quota di minoranza, Tannico non è rientrata nel perimetro di consolidamento del gruppo, con impatti limitati alla diminuzione del valore delle partecipazioni, pari a -0,7 milioni di euro, contabilizzata nel conto economico nella voce perdita relativa a società collegate dovuta all'applicazione del metodo del patrimonio netto. Con riferimento agli aspetti finanziari e patrimoniali la voce *'investment in associates and joint ventures'* passa dai 500 mila euro del 2019, ai 26,1 milioni del 2020, di cui 24,7 milioni relativi a Tannico. Tale valore è stato determinato sommando 23,5 milioni per l'acquisto del 49% del capitale della società, 0,3 milioni di costi accessori per l'acquisizione, 1,6 milioni di passività, dovute al piano di incentivazione del personale di Tannico, e sottraendo 0,7 milioni di svalutazione ottenuta dall'applicazione dell'*equity method*. Un altro aspetto di rilievo da segnalare a stato patrimoniale è la diminuzione della cassa disponibile, che passa dai 704,4 milioni del 2019, ai 548,1 del 2020; con riferimento alla riduzione complessiva, 23,8 milioni sono attribuibili a Tannico, in quanto l'acquisizione è stata finanziata con la liquidità di Campari Group.

Facendo riferimento ai dati di bilancio consolidato di Campari del 2021, il conto economico ha visto un aumento delle vendite nette del 22,61%, arrivando a superare i 2,17 miliardi, contro i 1,77 miliardi del 2020. Un EBITDA che passa da 309,8 a 480,6 milioni, con una crescita del 55,1%. Un altro grande risultato è stato il profitto netto del gruppo aumentato del 51,6% dal 2020 al 2021 raggiungendo un risultato di 284,8 milioni nel 2021¹⁴⁴. Con riferimento agli elementi patrimoniali e finanziari, il totale degli investimenti in associate e joint ventures risulta pari a 25,7 milioni nel 2021, relativi alla partecipazione in Dioniso, società partecipata al 50% da Campari e al 50 % da Moët Hennessy, a fronte dei 24,7 del 2020 relativi alla partecipazione diretta in Tannico. Si segnala inoltre che per l'esercizio chiuso nel 2021, la società Campari ha registrato una perdita complessiva di 2,2 milioni di euro con riferimento all'applicazione del metodo del patrimonio netto alle partecipazioni in società collegate e joint venture (0,7 milioni di euro nel 2020).

Il conto economico 2022 del gruppo riporta una crescita delle vendite nette del 24,2%, di cui il 7,8% per linee esterne, questa percentuale si traduce in ricavi che passano tra il 2021 e il 2022, da 2,17 miliardi a 2,70 miliardi. L'EBITDA di gruppo è cresciuto ancora più consistentemente con un aumento del 25,3%, che in valori assoluti significa un incremento dai 480,6 milioni del

¹⁴⁴ Campari Group, Investors relations, Bilanci e relazioni, 2021, Annual report at 31 December 2021.

2021 ai 602 milioni del 2022. Il risultato netto raggiunge un valore di 333 milioni nel 2022, contro i 284,8 del 2021, con una crescita percentuale quindi del 16,9%.

Il gruppo afferma che il valore delle perdite a conto economico della voce associate e joint ventures di 6,6 milioni è stato determinato anche dall'operazione Tannico/Dioniso, senza però quantificare l'importo relativo. Gli interessi in società associate e *joint ventures* sono aumentati dal 2021 (26.1 milioni) al 2022 (36 milioni) per un ammontare di 9,9 milioni, dovuti all'incremento della partecipazione in Dioniso di 16.5 milioni al netto delle perdite pari 6.6 milioni registrate nel 2022¹⁴⁵.

E' stata infine effettuata un'analisi dell'andamento del titolo di Campari nei periodi relativi alla prima acquisizione del 49% di Tannico, avvenuta nel giugno 2020, all'annuncio della una *joint venture* con Möet Hennesy, in data luglio 2021, e all'acquisizione della quota residuale di Tannico, finalizzata nel dicembre 2022.

In generale dal 2020 ad oggi, il titolo Campari ha avuto una performance superiore rispetto a quella dell'indice FTSE MIB; in particolare, la crescita del titolo Campari nei giorni in prossimità della data di pubblicazione dei comunicati stampa relativi all'ingresso nel capitale di Tannico ed alla joint venture con Möet Hennesy sembra essere stato impattato positivamente da tali annunci, fermo restando che la performance complessiva è stata influenzata anche da altre componenti.

Se per Tannico è ancora presto vedere i benefici economici e finanziari legati al nuovo assetto proprietario che saranno visibili nel lungo periodo, da un punto di vista strategico è comunque evidente come la sua acquisizione da parte di un operatore industriale leader di mercato come Campari possa rappresentare un fattore abilitante la crescita futura, anche per effetto di sinergie, ancor più rafforzate a seguito della partnership che ha visto entrare nel capitale di Tannico, al fianco di Campari, Möet Hennesy. Per quanto riguarda Campari, l'acquisizione di Tannico ha contribuito a migliorare il posizionamento del gruppo nel segmento del vino, mettendo nelle condizioni la società acquirente di poter rispondere a una delle sfide più importanti del mercato post pandemia, ottenendo un importante vantaggio competitivo, attraverso il presidio del mercato digitale dell'e-commerce. Il gruppo Campari stava lavorando su questo aspetto da tempo, ma l'operazione Tannico ha permesso di incrementare e velocizzare il processo di *digitalization*, garantendogli un ruolo da protagonista nel mercato *e-commerce* legato al *wine & spirits*, e permettendogli inoltre di collaborare con Möet Hennesy, quindi implicitamente con

¹⁴⁵ Campari Group, Investors relations, Bilanci e relazioni, 2022, Annual report at 31 December 2022.

uno dei gruppi più importanti al mondo, LVMH, grazie alla costituzione della joint venture Dioniso.