

Corso di laurea in Strategic Management

Cattedra di Analisi Finanziaria

# La creazione di valore tramite operazioni di finanza straordinaria

Prof. Fabrizio Di Lazzaro

---

RELATORE

Prof.ssa Barbara Sveva Magnanelli

---

CORRELATORE

Giacomo Magi  
Matricola 779501

---

CANDIDATO



## **Indice:**

<b>Introduzione</b>	<b>4</b>
<b>Capitolo Uno: Il processo di creazione del valore e la sua misurazione</b>	<b>11</b>
1.1: Il concetto di valore economico e finanziario	12
1.2: Il processo e i fattori chiave per la creazione del valore	15
1.3: La misurazione del valore	18
<b>Capitolo Due: Le operazioni di finanza straordinaria: focus sulle acquisizioni</b>	<b>22</b>
2.1: Le principali operazioni di finanza straordinaria	23
2.2: Le acquisizioni come strumento strategico di crescita	26
2.3: La valutazione delle aziende target in fase di acquisizione	29
2.4: Rischi e benefici connessi alle operazioni straordinarie	32
2.5: Le sinergie di acquisizione e modalità di valutazione	36
<b>Capitolo Tre: Caso studio 1, Acquisizione di Ubi da parte di Intesa</b>	<b>41</b>
3.1: Panoramica sull'azienda che acquisisce: Intesa Sanpaolo S.p.A.	42
3.2 Panoramica sull'azienda target: UBI Banca	45
3.3 Panoramica dell'operazione di acquisizione	48
3.4 Analisi finanziaria pre-operazione	52
3.5 Analisi finanziaria post-operazione	57
3.6 Analisi dell'effettiva creazione di valore post-acquisizione	60
<b>Capitolo Quattro: Caso studio 2, Acquisizione di Wild Turkey da parte di Campari</b>	<b>65</b>
4.1 Panoramica sull'azienda che acquisisce: Campari Group	66
4.2 Panoramica sull'azienda target: Wild Turkey	70
4.3 Panoramica dell'operazione di acquisizione	74
4.4 Analisi finanziaria pre-operazione	78
4.5 Analisi finanziaria post-operazione	81
4.6 Analisi dell'effettiva creazione di valore post-acquisizione	85
<b>Capitolo Cinque: Caso studio 3, Acquisizione di Autogrill da parte di Dufry</b>	<b>90</b>
5.1 Panoramica sull'azienda che acquisisce: Avolta AG (già Dufry AG)	91
5.2 Panoramica sull'azienda target: Autogrill S.p.A.	94
5.3 Panoramica dell'operazione di acquisizione	98
5.4 Analisi finanziaria pre-operazione	101

<b>5.5 Analisi finanziaria post-operazione</b>	<b>104</b>
<b>5.6 Analisi dell'effettiva creazione di valore post-acquisizione</b>	<b>108</b>
<b>Conclusioni</b>	<b>114</b>
<b>Ringraziamenti</b>	<b>126</b>
<b>Bibliografia</b>	<b>127</b>



## **Introduzione**

Tutte le operazioni di finanza straordinaria ed in particolar modo le fusioni e le acquisizioni, comunemente indicate con l'acronimo M&A, costituiscono oggi uno degli strumenti più diffusi a disposizione delle imprese per perseguire obiettivi di crescita, espansione internazionale, rafforzamento competitivo e generazione di valore. In un contesto economico globale segnato da turbolenza, accelerazione tecnologica e intensificazione della concorrenza, tali operazioni rappresentano una risposta strategica alla necessità di adattamento e riposizionamento. Attraverso le acquisizioni, infatti, le imprese possono raggiungere risultati che difficilmente sarebbero conseguibili mediante il solo sviluppo organico, come l'ingresso rapido in nuovi mercati, l'accesso a risorse strategiche spesso rare ed inimitabili, l'ottenimento di economie di scala e di scopo, l'accelerazione dell'innovazione o il consolidamento della propria posizione settoriale. La letteratura accademica ha ampiamente evidenziato le potenzialità insite nelle operazioni di acquisizione. Das e Kapil (2012) sottolineano come le acquisizioni possano avere un impatto positivo sia sulla performance operativa che sulla creazione di valore azionario, grazie alla realizzazione di sinergie economiche, alla riduzione dei costi, al miglioramento dell'efficienza e all'ampliamento della capacità produttiva o commerciale. Le sinergie operative derivano, ad esempio, dalla razionalizzazione degli impianti, dall'ottimizzazione della supply chain o dalla standardizzazione di processi interni, mentre quelle commerciali emergono nella possibilità di accedere a un più ampio portafoglio clienti, di potenziare la presenza distributiva o di rafforzare la brand awareness. Le sinergie finanziarie si manifestano invece nella capacità dell'impresa combinata di accedere a capitali a costi inferiori, ottimizzare la leva finanziaria o migliorare il proprio rating creditizio.

Uno degli aspetti più strategici delle M&A è rappresentato dalla relativa rapidità di esecuzione, infatti, mentre la crescita organica impone tempi lunghi di sviluppo e consolidamento, l'acquisizione consente di ottenere benefici immediati (o comunque in tempi più brevi) in termini di scala, asset, tecnologie o accesso al mercato, ed in contesti altamente dinamici e complessi questa velocità potrebbe diventare un vantaggio competitivo determinante. Kalpič (2008) riconosce che, sebbene l'idea che "più grande sia meglio" non sia universalmente valida, in molti settori la crescita dimensionale attraverso acquisizioni si configura come un passaggio necessario per rimanere

competitivi. Quando adeguatamente pianificate e realizzate, le M&A permettono di rafforzare il potere contrattuale, aumentare la capacità innovativa e ottenere accesso a risorse strategiche che costituiscono leve fondamentali di vantaggio competitivo. In numerosi settori, le acquisizioni sono utilizzate anche per accedere ad asset immateriali di grande valore, come tecnologie proprietarie, brevetti, know-how specialistico o capitale umano qualificato. Questi asset, difficili da replicare internamente, permettono all'impresa acquirente di rafforzare la propria offerta, posizionarsi su segmenti ad alto valore aggiunto o anticipare tendenze di mercato. In tale prospettiva, la *resource-based view* interpreta le M&A come strumenti per acquisire risorse rare, preziose e difficilmente imitabili, alla base di un vantaggio competitivo sostenibile nel tempo. Sghaier (2024) evidenzia come, nelle operazioni transfrontaliere, le imprese acquirenti siano spesso spinte dal desiderio di integrare competenze complementari e conoscenze distintive, utili ad affrontare le sfide dell'internazionalizzazione e dell'innovazione.

Le acquisizioni internazionali, in particolare, costituiscono una modalità efficiente per penetrare nuovi mercati in presenza di barriere culturali, istituzionali o regolatorie. Laddove l'ingresso diretto risulti complesso o rischioso, l'acquisizione di un operatore già radicato localmente consente di ridurre l'incertezza, accedere a relazioni consolidate, beneficiare della conoscenza del contesto e sfruttare le licenze o autorizzazioni già in possesso. Questo è particolarmente vero in settori come la distribuzione, la sanità o i servizi finanziari, dove la prossimità al cliente, l'adattamento culturale e la compliance normativa rappresentano elementi chiave di successo. Oltre agli effetti sulla crescita esterna e sull'accesso ai mercati, le operazioni di acquisizione possono rappresentare un'opportunità per ottimizzare la struttura organizzativa dell'impresa. Nel caso di strategie di rifocalizzazione o ristrutturazione, le M&A possono fungere da catalizzatore per razionalizzare l'allocazione delle risorse, semplificare e rimodellare la governance, migliorare l'efficienza operativa o dismettere attività non più coerenti con il core business. In tal senso, l'acquisizione non va intesa unicamente come strategia espansiva, ma anche come strumento trasformativo, utile a riallineare l'impresa ad una rinnovata traiettoria strategica.

Sotto il profilo finanziario, numerosi studi hanno evidenziato effetti positivi sul valore azionario in prossimità dell'annuncio dell'operazione. Das e Kapil (2012), attraverso

L'utilizzo di modelli di tipo event study, mostrano che in molti casi si registrano rendimenti anomali positivi nei giorni successivi all'annuncio di acquisizione, specialmente quando vi è chiarezza sugli obiettivi strategici, trasparenza nella valutazione e coerenza nell'esecuzione. Tali effetti sono particolarmente rilevanti nei mercati più efficienti, dove le aspettative degli investitori si riflettono rapidamente nella capitalizzazione di mercato.

Un'ulteriore evoluzione nella letteratura recente riguarda l'estensione della valutazione della creazione di valore oltre la sola prospettiva degli azionisti. Sghaier (2024) sottolinea l'importanza di adottare una logica multi-stakeholder, che consideri anche gli impatti dell'operazione su clienti, dipendenti, fornitori e comunità locali. In quest'ottica, le M&A ben gestite possono generare benefici più ampi, contribuendo allo sviluppo dell'ecosistema imprenditoriale, all'innovazione diffusa e alla sostenibilità di lungo periodo. Il valore creato attraverso le acquisizioni può dunque assumere forme molteplici, che vanno al di là della sola efficienza economica o della redditività immediata, comprendendo anche dimensioni qualitative e relazionali sempre più centrali nella strategia d'impresa contemporanea.

In definitiva, le operazioni di acquisizione, quando fondate su una logica strategica chiara, su un'adeguata compatibilità tra acquirente e target e su una solida capacità di integrazione, offrono significative potenzialità. Esse possono favorire la crescita dimensionale, l'accesso a nuovi mercati e risorse, il conseguimento di sinergie, l'ottimizzazione della struttura aziendale e la generazione di valore tanto per l'impresa quanto per l'insieme dei suoi stakeholder. Tuttavia, come è possibile prefigurare in contesti così altamente competitivi e complessi, questi benefici non sono mai garantiti in modo automatico, ma dipendono da numerosi fattori di contesto, struttura e governance, la cui trascuratezza può condurre a risultati molto diversi da quelli attesi. Nonostante le numerose potenzialità e i benefici teoricamente associati alle operazioni di acquisizione, la letteratura accademica e l'esperienza manageriale convergono nel sottolineare che il successo di queste operazioni non è mai garantito. Al contrario, esiste un'ampia casistica di acquisizioni che, pur essendo inizialmente accolte con favore dal mercato o giustificate da logiche strategiche condivisibili, si rivelano a posteriori incapaci di generare il valore atteso. Tali esiti, talvolta fallimentari, sono spesso il risultato di una pluralità di fattori critici che si manifestano lungo l'intero ciclo

dell'operazione, dalla valutazione preliminare fino alla gestione dell'integrazione post-acquisizione.

Uno dei principali rischi evidenziati dalla letteratura riguarda la cosiddetta *overconfidence* manageriale. Secondo Das e Kapil (2012), è frequente che i top manager, nel valutare i potenziali effetti dell'operazione, sopravvalutino la capacità della propria organizzazione di integrare efficacemente l'impresa target, di sfruttare le sinergie dichiarate o di superare gli ostacoli culturali e operativi. Tale eccesso di sicurezza può condurre a decisioni impulsive o eccessivamente ottimistiche, in cui le analisi ex ante vengono costruite più per confermare una volontà già formata che per fornire una valutazione obiettiva e prudente. Questo fenomeno è stato ampiamente documentato nei casi in cui le operazioni siano fortemente promosse da figure carismatiche o da leadership aggressive, con scarsa opposizione interna e con limitato coinvolgimento di advisor indipendenti.

Un secondo elemento critico riguarda la valutazione economico-finanziaria dell'operazione. In fase di due diligence, l'identificazione e la quantificazione delle sinergie può essere affetta da errori sistematici, quali il doppio conteggio dei benefici o la sottovalutazione dei costi di integrazione. Tali errori derivano spesso da modelli previsionali eccessivamente semplificati o da un approccio basato esclusivamente su metriche contabili, che trascurano la complessità delle variabili qualitative e organizzative. Das e Kapil (2012) raccomandano pertanto l'utilizzo di scenari multipli, l'integrazione di metodi valutativi alternativi e l'applicazione di correttivi prudenziali (*haircut*) soprattutto nel caso di sinergie immateriali o di lungo termine, che si prestano a stime speculative.

Anche la scelta della modalità di pagamento incide in modo rilevante sulla riuscita dell'operazione. Studi empirici dimostrano che le acquisizioni finanziate interamente in azioni tendono a essere percepite negativamente dai mercati, poiché indicano un possibile *overpricing* da parte dell'acquirente, mentre il pagamento in contanti è interpretato come segnale di fiducia nella generazione futura di cassa. Tuttavia, anche in presenza di strutture finanziarie solide, l'assunzione di debito eccessivo per finanziare l'acquisizione può generare squilibri nella leva finanziaria e nei flussi di cassa futuri, esponendo l'impresa a tensioni economiche nei periodi successivi.

Un altro nodo cruciale è rappresentato dall'integrazione post-acquisizione, ovvero dalla capacità dell'impresa acquirente di gestire il delicato processo di unione tra due realtà organizzative differenti. Le difficoltà di integrazione non si limitano alla sovrapposizione di ruoli o alla ridondanza di funzioni, ma coinvolgono aspetti più profondi, come la compatibilità culturale, la gestione dei conflitti, la comunicazione interna e il mantenimento della motivazione del personale. Kalpič (2008) sottolinea che molti fallimenti delle acquisizioni non sono legati tanto a errori strategici o finanziari quanto alla sottovalutazione degli ostacoli organizzativi e umani, spesso trascurati nei business plan iniziali. In particolare, quando vi è una distanza culturale rilevante tra le due organizzazioni, sia in termini di cultura aziendale che di cultura nazionale, le probabilità di frizione aumentano, e con esse il rischio di perdita di talenti, inefficienze operative e ritardi nell'implementazione delle sinergie.

Il ruolo della cultura è stato oggetto di ampio approfondimento anche nella revisione sistematica condotta da Sghaier (2024), che mette in evidenza come la distanza culturale nelle M&A transfrontaliere abbia effetti ambivalenti. Se da un lato può stimolare l'innovazione e l'apprendimento organizzativo, dall'altro può ostacolare la collaborazione e compromettere il coordinamento. In tale ambito, la capacità del management di favorire una cultura integrativa, fondata su rispetto reciproco e visione condivisa, si rivela determinante per il successo di lungo periodo.

Un'ulteriore criticità è costituita dalla difficoltà di misurare in modo oggettivo e standardizzato la creazione di valore. Le metriche di performance utilizzate negli studi sono molteplici e spesso non confrontabili tra loro. Mentre alcune analisi si basano su indicatori di mercato, altre adottano un approccio contabile centrato su indicatori come il ROI/ROIC, ROE o margini operativi. La mancanza di coerenza metodologica ostacola l'accumulazione di conoscenza generalizzabile e rende difficile, per coloro che hanno la necessità di fare delle stime quanto più possibilmente attendibili, orientarsi tra risultati spesso contraddittori. Inoltre, come evidenzia Sghaier (2024), la maggior parte degli studi si concentra ancora sulla performance degli azionisti, trascurando l'impatto dell'operazione su altri stakeholder rilevanti, come i dipendenti, i clienti o le comunità locali.

Infine, una componente strutturale di rischio è rappresentata dall'incertezza ambientale e istituzionale, soprattutto nelle acquisizioni internazionali che richiedono livelli di

*compliance* transfrontalieri. I fattori di contesto, come la trasparenza regolatoria, la stabilità politica, il rischio paese o il grado di apertura al capitale estero, possono incidere in modo significativo sulla sostenibilità dell'operazione e sulla capacità di creare valore nel lungo periodo. Sottovalutare questi elementi, o adottare un approccio eccessivamente centrato su logiche economiche astratte, può condurre a decisioni miopi o non coerenti con le dinamiche reali del contesto.

In conclusione, se le operazioni di acquisizione rappresentano senza dubbio una potente leva strategica per la crescita e la trasformazione dell'impresa, esse sono al contempo soggette a una molteplicità di rischi e limiti. Il successo delle M&A dipende da un delicato equilibrio tra analisi rigorosa, coerenza strategica, capacità di integrazione e sensibilità organizzativa. Solo attraverso un approccio sistemico, multidimensionale e orientato alla sostenibilità, è possibile trasformare un'operazione straordinaria in una vera opportunità di creazione di valore duratura. La consapevolezza di tali limiti costituisce pertanto il prerequisito essenziale per una gestione efficace delle acquisizioni, che richiede competenze manageriali avanzate, governance solida e una visione prospettica fondata sulla generazione di benefici condivisi nel tempo.

Obiettivo di questo elaborato è perciò approfondire la tematica delle operazioni straordinarie, con un focus sulle operazioni di acquisizione. Nello specifico, l'obiettivo è quello di cercare di dare una risposta alla domanda: le operazioni di finanza straordinaria, specialmente le acquisizioni, generano valore per le aziende?

Nella prima parte, di natura più teorica, si andrà ad analizzare, con il primo capitolo, il processo di creazione del valore fornendo un approccio e una prospettiva, appunto, maggiormente teorica. Più nello specifico, l'obiettivo è affrontare il concetto di creazione del valore, analizzando i principali strumenti per la sua misurazione partendo da una più generale definizione di valore economico e finanziario arrivando ad analizzare diversi approcci alla sua creazione. All'interno dello stesso capitolo, si andranno a mettere in risalto alcuni fattori chiave per la creazione del valore come la crescita dei ricavi, l'efficienza operativa, la struttura dei costi e il costo del capitale o altri elementi rilevanti a questo fine. La misurazione del valore sarà affrontata partendo dalle componenti classiche reddituali e patrimoniali per arrivare poi a metodologie

come *l'economic value added* e il *market value added*, che permettono di avere una valutazione diversa e per alcuni aspetti più profonda.

Nel secondo capitolo l'obiettivo è concentrarsi sulla spiegazione teorica delle operazioni di finanza straordinaria, con un particolare approfondimento sulle acquisizioni. Dopo una panoramica generale sulle diverse tipologie di operazioni, si andranno ad evidenziare le acquisizioni come strumento strategico per la crescita aziendale individuando i principali motivi che spingono un'azienda ad acquisirne un'altra, con anche una parte dedicata ad argomentare le sinergie di acquisizione e la loro valutazione più o meno empirica. Dopo questa parte si darà spazio ad una sezione sulla valutazione delle aziende target, evidenziando i diversi metodi (eg. discounted cash flow, metodo dei multipli di mercato, ...). Infine, si andrà ad inserire una parte dove si evidenziano i principali rischi e potenziali benefici legati a queste operazioni (eg. difficoltà di integrazione, problemi di natura culturale/organizzativa, ...). Nella seconda parte, si darà invece spazio all'analisi di tre casi studio reali descrivendo nel dettaglio le diverse operazioni ed i diversi attori coinvolti al fine di comprendere la razionalità strategica delle operazioni effettuate. Si condurrà poi un'analisi approfondita dei risultati pre-operazione e post-operazione per comprendere sia i valori in gioco sia i risultati economico-finanziari delle acquisizioni.

## CAPITOLO UNO

### **Il processo di creazione del valore e la sua misurazione**

Nel contesto dell'economia contemporanea, il concetto di valore assume una posizione centrale nella teoria economica e nella pratica manageriale, configurandosi come uno degli obiettivi prioritari nella gestione strategica delle imprese. Il valore, inteso in senso lato, rappresenta la misura della capacità di un'impresa di generare risultati che vadano oltre il semplice profitto contabile, rispecchiando invece una visione prospettica e sostenibile della performance e, in un contesto caratterizzato da competitività crescente, pressioni normative, trasformazioni tecnologiche e crescente attenzione ai fattori ESG (Environmental, Social and Governance), le imprese sono chiamate non solo a produrre risultati economici, ma anche a rispondere a criteri di sostenibilità e responsabilità sociale. La creazione di valore, pertanto, non può essere ridotta a una mera funzione tecnica, ma deve essere inquadrata in una prospettiva strategica che consideri le interazioni tra struttura organizzativa, scelte finanziarie, dinamiche di mercato e rapporti con gli stakeholder. Laddove un tempo prevaleva un'ottica centrata sull'interesse dell'azionista (shareholder value), oggi si afferma con maggiore insistenza una visione più ampia, che comprende tutti i portatori di interesse come i dipendenti, i clienti, i fornitori, la comunità e l'ambiente, dando luogo al paradigma della stakeholder perspective (Freeman, 2010; Eccles, Ioannou & Serafeim, 2014). Parallelamente, risulta indispensabile dotarsi di strumenti e metodologie idonei a misurare il valore generato, sia in fase di valutazione ex ante (ad esempio tramite modelli di attualizzazione dei flussi di cassa) sia ex post, attraverso indicatori di performance consolidati come l'Economic Value Added (EVA) o il Market Value Added (MVA). La misurazione del valore, infatti, assume un ruolo decisivo nelle operazioni di finanza straordinaria, nella definizione degli obiettivi strategici e nella comunicazione con i mercati finanziari. Come discusso anche nella letteratura più recente, il valore è da intendersi come una costruzione dinamica e multidimensionale, influenzata da variabili interne ed esterne, nonché dalle modalità di gestione dell'impresa nel suo complesso. Per questo motivo, con il presente capitolo si intende approfondire il concetto di valore economico e finanziario, i suoi principali strumenti di misurazione e i fattori critici che ne

determinano la creazione, gettando le basi teoriche per l'analisi delle operazioni di finanza straordinaria che costituiranno il fulcro delle sezioni successive.

### **1.1 Il concetto di valore economico e finanziario**

Il concetto di valore costituisce uno dei pilastri fondamentali della teoria economica e finanziaria, questo rappresenta infatti una variabile centrale nei processi decisionali aziendali e nelle scelte di allocazione delle risorse. Nella teoria economica, il valore è tradizionalmente legato alla capacità di un bene, servizio o attività di soddisfare bisogni e generare utilità. In ambito finanziario, invece, esso assume una dimensione più concreta e misurabile, fondata sul ritorno economico atteso, il rischio associato e la variabile temporale. In tal senso, il valore finanziario può essere interpretato come la risultante dei flussi di cassa futuri attesi, attualizzati in funzione del costo-opportunità del capitale e delle preferenze temporali degli investitori (Damodaran, 2012).

Storicamente, il pensiero economico ha offerto differenti letture del concetto di valore. Partendo da un approccio oggettivista della scuola classica, sostenuta da Adam Smith e David Ricardo, il quale sostiene che il valore risiede nel lavoro incorporato nei beni (Smith, 1776), si passa poi ad una concezione diversa che viene esplicitata dall'impostazione soggettivista della scuola marginalista che, con Carl Menger e Léon Walras, identifica il valore come una percezione individuale legata all'utilità marginale attribuita al bene dal consumatore (Walras, 1874). Questa svolta ha segnato l'inizio di un'evoluzione concettuale che ha condotto, nei decenni successivi, all'elaborazione di modelli sempre più sofisticati in grado di cogliere le aspettative, l'incertezza e la complessità dei mercati a cui assistiamo oggi giorno.

Così come nella teoria economica, anche in ambito aziendale la nozione di valore ha subito una significativa trasformazione. Da una concezione contabile, legata al patrimonio netto, si è giunti a una visione finanziaria orientata alla creazione di valore per gli stakeholder, in particolare per gli azionisti. Tale evoluzione è stata favorita dal consolidarsi della moderna teoria finanziaria, in particolare dalla prospettiva della massimizzazione del valore per gli azionisti (shareholder value), come delineata da Rappaport (1986). In questa prospettiva, il valore di un'impresa è espressione della sua capacità di generare flussi di cassa futuri superiori al costo del capitale, determinando così un surplus economico che premia gli investitori per il rischio che hanno sostenuto

finanziando per primi l'attività d'impresa. Da un punto di vista metodologico, la valutazione di un'impresa deve superare i limiti dell'utile contabile per orientarsi verso strumenti prospettici basati sul concetto di Discounted Cash Flow (DCF). Tali metodi si fondano sull'attualizzazione dei flussi di cassa (Free Cash Flow) secondo un tasso che rifletta il rischio specifico del business, comunemente rappresentato dal Weighted Average Cost of Capital (WACC) (Koller, Goedhart & Wessels, 2020). La creazione di valore è dunque funzione della crescita sostenibile dei flussi di cassa e della capacità di finanziare l'attività a costi inferiori rispetto ai rendimenti generati. Il DCF si pone quindi come strumento analitico primario per stimare il valore intrinseco di un'attività economica, ovvero la sua capacità endogena di generare ricchezza e valore durevoli nel tempo. In questo contesto, è fondamentale distinguere tra valore di mercato e valore intrinseco. Il primo rappresenta il prezzo corrente di un'attività sul mercato, spesso soggetto a volatilità e dinamiche speculative; il secondo, invece, riflette il valore "reale" dell'attività, calcolato sulla base dei fondamentali economici e finanziari, indipendentemente dalle distorsioni di breve termine (Damodaran, 2012). Questa distinzione è cruciale nelle operazioni di finanza straordinaria, dove la valutazione dell'impresa target deve fondarsi su ipotesi robuste e su una comprensione profonda del suo potenziale di creazione di valore. Il valore economico può inoltre essere declinato in due componenti: il valore generato e il valore distribuito. Il primo corrisponde alla ricchezza creata attraverso le attività produttive dell'impresa, il secondo ne rappresenta la redistribuzione tra i diversi stakeholder (lavoratori, Stato, azionisti, finanziatori). Questa visione eco-sistemica richiama una concezione dell'impresa come entità interdipendente con l'ambiente esterno, dove la performance non si misura soltanto in termini di profitto, ma anche attraverso l'impatto sulle relazioni sociali ed economiche che essa intrattiene (Freeman, 2010).

In un'ottica di performance avanzata, strumenti come l'Economic Value Added (EVA) e il Market Value Added (MVA) hanno contribuito ad arricchire la misurazione del valore. L'EVA, introdotto da Stewart (1991), misura il valore economico residuo generato dopo aver remunerato tutti i fattori produttivi, capitale compreso. È calcolato sottraendo al reddito operativo netto (NOPAT) il prodotto tra il capitale investito e il costo del capitale. Se l'EVA è positivo, l'impresa sta generando valore per gli azionisti; in caso contrario, si evidenzia una distruzione di valore. Il MVA, invece, misura la

differenza tra il valore di mercato dell'impresa e il capitale conferito dagli investitori, fornendo un'indicazione sintetica del successo delle strategie aziendali di lungo periodo (Copeland, Koller & Murrin, 1990). Ad ogni modo, soprattutto in un contesto sempre più attento alle questioni etiche ed ambientali, la tematica della creazione di valore non può essere disgiunta da considerazioni riguardo la sostenibilità aziendale. Le imprese che puntano esclusivamente alla massimizzazione del profitto possono trovarsi esposte a rischi reputazionali, normativi e operativi. Al contrario, un approccio integrato che consideri anche le istanze ambientali, sociali e di governance (ESG) permette una visione più resiliente e lungimirante della performance aziendale (Mitchell, Agle & Wood, 1997). In questa prospettiva, il valore assume una valenza estesa, che non si limita agli azionisti, ma include l'insieme degli stakeholder. Ciò implica che la creazione di valore sostenibile passi anche per l'adozione di modelli di business responsabili, innovativi e coerenti con le esigenze del contesto di riferimento. Un ulteriore aspetto concettuale rilevante per comprendere la natura del valore economico riguarda la distinzione tra valore atteso e valore realizzato. Nel contesto delle operazioni di finanza straordinaria, il valore viene spesso stimato ex ante attraverso modelli di attualizzazione dei flussi di cassa o comparazione con multipli di mercato, ma la sua effettiva manifestazione può divergere sensibilmente in fase di valutazione ex post. Tale divario può essere attribuito a variabili esogene (come l'andamento macroeconomico o i mutamenti normativi) ma anche a fattori endogeni, quali l'integrazione post-operazione e la capacità del management di generare sinergie concrete (Bruner, 2002; Caroli, 2015). È pertanto fondamentale considerare il valore non come un'entità statica, bensì come un costrutto dinamico, soggetto a evoluzioni e riconfigurazioni nel tempo, in risposta a decisioni strategiche, condizioni di mercato e relazioni con gli stakeholder. In conclusione, il concetto di valore economico e finanziario rappresenta una tematica complessa e dinamica composta da elementi quantitativi e qualitativi, temporali e prospettici, micro e macroeconomici. Esso costituisce non solo la base teorica per la valutazione delle performance aziendali, ma anche il criterio fondamentale per le scelte strategiche e le operazioni di finanza straordinaria. Nei successivi paragrafi si approfondiranno gli strumenti e i fattori alla base della creazione di valore, per poi analizzarne le applicazioni in casi concreti di operazioni straordinarie, con l'obiettivo di valutarne l'effettiva capacità di generare valore economico durevole nel tempo.

## **1.2 Il processo e i fattori chiave per la creazione del valore**

Il processo di creazione del valore rappresenta un tema centrale nelle teorie economiche e finanziarie d'impresa, nonché un obiettivo strategico cruciale per il management orientato alla crescita sostenibile. In una prospettiva moderna di corporate finance, la creazione di valore è definita come la capacità dell'impresa di generare rendimenti economici superiori al costo del capitale investito, contribuendo così all'incremento della ricchezza per azionisti e stakeholder (Rappaport, 1986). Tale concetto implica un processo dinamico, integrato e multidimensionale, nel quale interagiscono decisioni strategiche, performance operative, struttura finanziaria e governance.

Secondo l'approccio proposto da Koller, Goedhart e Wessels (2020), la creazione del valore si articola lungo tre direttrici fondamentali: la crescita dei ricavi, l'efficienza operativa e la gestione del capitale investito e del relativo costo. Questi elementi si fondano su una solida architettura strategica e su una visione sistemica dell'impresa come entità capace di adattarsi e rispondere alle sfide competitive in modo proattivo e sostenibile.

Uno dei presupposti teorici più consolidati nella valutazione della creazione di valore è rappresentato dal metodo del Discounted Cash Flow (DCF), che si basa sull'attualizzazione dei flussi di cassa futuri ponderati rispetto al Weighted Average Cost of Capital (WACC). Tale metodologia consente di esprimere il valore di un'impresa in termini prospettici, incorporando il rendimento minimo atteso dagli investitori in funzione del rischio associato all'investimento (Damodaran, 2012). In termini pratici, la creazione di valore avviene quando i flussi di cassa generati superano sistematicamente il WACC, riflettendo un margine di rendimento positivo e sostenibile. A livello operativo, la creazione di valore prende forma attraverso una strategia competitiva ben definita, supportata da un'accurata analisi dei mercati e dei driver di crescita. L'impresa deve saper cogliere opportunità di espansione, innovare nei prodotti e nei processi, rafforzare il proprio posizionamento e consolidare relazioni stabili con i clienti (Porter, 1985). In tale contesto, il marketing strategico, l'analisi dei big data e la digitalizzazione diventano strumenti cruciali per identificare megatrend emergenti e soddisfare esigenze di consumo in rapida evoluzione (Day, 1994; Keller, 2013). Parallelamente alla strategia, la performance operativa è un driver essenziale. Indicatori quali l'EBIT e il margine operativo offrono una misura concreta della redditività

principale dell'impresa, ovvero della capacità di generare profitto dalle attività caratterizzanti prima della remunerazione del capitale (Brigham & Daves, 2018). Tecniche manageriali quali il Lean Management o il Total Quality Management (TQM) contribuiscono alla riduzione degli sprechi e al miglioramento continuo, aumentando l'efficienza e l'efficacia dei processi produttivi. Il terzo fattore chiave è rappresentato dalla struttura del capitale. Le scelte relative al bilanciamento tra capitale proprio ed esterno influenzano direttamente il profilo di rischio e la flessibilità finanziaria dell'impresa. Nonostante la teoria classica di Modigliani e Miller (1958) afferma che, in mercati perfetti, la struttura finanziaria è irrilevante ai fini del valore, è noto che nella realtà, l'esistenza di frizioni di mercato, asimmetrie informative e regolamentazioni fiscali rende necessario un corretto mix di capitale di debito e di rischio ottenendo perciò un attento bilanciamento tra i benefici del leverage finanziario e i rischi connessi all'eccessivo indebitamento (Myers, 1984). La gestione del rischio finanziario attraverso strumenti di copertura (hedging) e una pianificazione oculata delle scadenze è dunque essenziale per la sostenibilità del valore nel lungo periodo.

Altrettanto rilevante è il ruolo della corporate governance; infatti, l'allineamento degli interessi tra management e azionisti, come teorizzato da Jensen e Meckling (1976), è cruciale per minimizzare i costi di agenzia e promuovere decisioni orientate al lungo termine. Inoltre, sistemi di governance efficaci, basati su trasparenza, accountability e incentivi legati alla creazione di valore, possono rafforzare la credibilità dell'impresa nei confronti degli investitori, riducendo il costo del capitale e aumentando l'attrattiva verso finanziatori esterni. Negli ultimi anni, la crescente rilevanza dei fattori ESG (Environmental, Social and Governance) ha trasformato profondamente la visione tradizionale della creazione di valore, secondo Eccles, Ioannou e Serafeim (2014), l'integrazione di pratiche sostenibili nelle strategie aziendali non solo migliora la reputazione dell'impresa, ma contribuisce anche alla riduzione del rischio operativo e alla fidelizzazione degli investitori istituzionali. Il valore, in questo senso, non è più unicamente economico e centrato sugli azionisti, ma assume una valenza estesa, in cui la performance dell'impresa è valutata anche sulla base dell'impatto sociale e ambientale generato (Freeman, 2010; Mitchell, Agle & Wood, 1997). Un ulteriore aspetto di primaria importanza è la capacità dell'impresa di misurare e monitorare efficacemente la performance; accanto agli indicatori tradizionali di natura reddituale e

patrimoniale, strumenti più evoluti come l'Economic Value Added (EVA), il Market Value Added (MVA) e il Cash Flow Return on Investment (CFROI) permettono una valutazione più accurata della creazione di valore. L'EVA, in particolare, misura il valore economico generato al netto del costo del capitale impiegato, fornendo una visione più realistica del rendimento effettivo dell'impresa (Stewart, 1991). Tali metriche consentono al management di intervenire tempestivamente, correggere strategie non performanti e allocare risorse in modo più efficiente (Madden, 1999). Tra i determinanti fondamentali della creazione di valore, uno spazio crescente è occupato dalla capacità di integrare efficacemente le risorse e le competenze acquisite attraverso operazioni straordinarie, infatti la letteratura più recente in ambito strategico e organizzativo sottolinea l'importanza della complementarità tra asset tangibili e intangibili, in particolar modo quando si analizzano i benefici derivanti da fusioni o acquisizioni (Fontana & Boccardelli, 2015). La generazione di sinergie, siano esse operative, finanziarie o strategiche, non è automatica, ma dipende dall'allineamento culturale, dalla governance post-merger e dalla presenza di una leadership capace di guidare i processi di trasformazione, ed in tal senso quindi il ruolo della governance si configura come leva fondamentale per la creazione di valore sostenibile, attraverso meccanismi di controllo che assicurano la coerenza tra obiettivi, incentivi e comportamenti organizzativi (Jensen & Meckling, 1976; Fontana & Caroli, 2017). È pertanto opportuno considerare la creazione di valore come il risultato di una progettazione strategica articolata, che integra aspetti economici, finanziari e relazionali. In conclusione, la creazione di valore è il risultato di un insieme coordinato di scelte non solo strategiche, ma anche operative, finanziarie e organizzative. Essa richiede visione di lungo periodo, coerenza tra obiettivi e strumenti, e una gestione consapevole delle risorse tangibili e intangibili dell'impresa; la capacità di generare flussi di cassa sostenibili e superiori al costo del capitale, in un contesto competitivo, normativo e sociale sempre più complesso, rappresenta la vera misura del successo imprenditoriale che passa attraverso molteplici fattori strutturali e non.

### **1.3 La misurazione del valore**

Come detto, la misurazione del valore costituisce una dimensione fondamentale nella finanza aziendale, in quanto consente di valutare la performance di un'impresa, l'efficacia delle scelte strategiche e l'effettiva capacità di generare ricchezza in modo sostenibile nel tempo. In un contesto competitivo in continua evoluzione, caratterizzato da elevata incertezza, pressione sui risultati e crescente attenzione verso la sostenibilità, la capacità di misurare correttamente il valore assume un ruolo centrale e strategico per orientare le decisioni manageriali, attrarre capitale e creare fiducia tra gli stakeholder (Damodaran, 2012). Dal punto di vista teorico, il valore di un'impresa può essere misurato attraverso diversi approcci, che spaziano da metodologie contabili più tradizionali a modelli finanziari avanzati, fino a includere misurazioni legate a fattori intangibili e a criteri ESG (Environmental, Social and Governance). Tale pluralità di strumenti riflette la natura ormai comprensibilmente multidimensionale del valore, che può assumere connotazioni reddituali, patrimoniali, prospettiche o strategiche, a seconda dell'obiettivo dell'analisi e della prospettiva adottata (Penman, 2013).

Una prima distinzione utile è quella tra misurazione contabile del valore e misurazione economico-finanziaria. I tradizionali indici contabili, quando si tratta di valutare il valore generato nella sua accezione più ampia, come utile netto, ROE (Return on Equity), ROA (Return on Assets) e ROI (Return on Investment), offrono importanti informazioni sintetiche sulla redditività aziendale, ma presentano indubbiamente alcuni limiti: ad esempio, non considerano il costo del capitale impiegato, non riflettono le dinamiche temporali e possono essere distorti da politiche contabili discrezionali (Brealey, Myers, & Allen, 2020). Per superare tali criticità, la letteratura ha sviluppato modelli in grado di integrare la dimensione del rischio e del tempo, spostando l'attenzione dai risultati storici alle prospettive future di creazione di valore. Tra le metodologie più consolidate in ambito accademico e professionale può essere individuato il Discounted Cash Flow (DCF), che valuta un'impresa sulla base dell'attualizzazione dei flussi di cassa futuri attesi, utilizzando come tasso di sconto il Weighted Average Cost of Capital (WACC) (Koller, Goedhart, & Wessels, 2020). Il WACC rappresenta la media ponderata tra il costo del capitale proprio e il costo del debito, al netto del risparmio fiscale, e riflette il rischio complessivo percepito dagli investitori. La logica sottostante al DCF è che il valore di un'azienda derivi dalla sua

capacità di generare rendimenti superiori al costo opportunità del capitale investito, ovvero excess returns (Copeland, Koller, & Murrin, 2013). Tuttavia, l'affidabilità del DCF dipende in larga misura dalla correttezza delle previsioni dei flussi di cassa e dalla sensibilità alle ipotesi adottate, il che porta con sé un importante bagaglio di aleatorietà di calcolo (nonostante la bontà teoria del modello) nel momento in cui si devono stimare i futuri flussi di cassa (Trigeorgis, 1996).

Accanto al DCF, una valida alternativa è costituita dal modello chiamato Economic Value Added (EVA), un indicatore introdotto da Stewart (1991), che misura il valore economico creato in un determinato periodo attraverso la formula:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - (\text{Capitale Investito} \times \text{Costo del Capitale})$$

dove il NOPAT (Net Operating Profit After Taxes) rappresenta il risultato operativo netto dopo le imposte. Un EVA positivo indica che l'impresa ha generato un rendimento superiore al costo del capitale, mentre un valore negativo segnala distruzione di valore, l'EVA viene largamente utilizzato anche per impostare sistemi di incentivazione manageriale legati alla creazione di valore per gli azionisti (Young & O'Byrne, 2001). Complementare all'EVA è il Market Value Added (MVA), che misura la differenza tra il valore di mercato complessivo dell'impresa (capitalizzazione di borsa più debiti finanziari netti) e il capitale contabile investito. L'MVA fornisce una visione cumulativa della creazione di valore, incorporando la percezione degli investitori sulle prospettive future dell'impresa. Perciò, mentre l'EVA offre una fotografia annuale, l'MVA riflette la performance consolidata nel tempo (Rappaport, 1986; Copeland et al., 2013). Altri strumenti rilevanti includono il Cash Flow Return on Investment (CFROI), elaborato da Madden (1999), che rappresenta un tasso interno di rendimento basato sui flussi di cassa, confrontabile con il costo del capitale. In modo analogo, il Residual Income integra la logica del profitto economico considerando il costo opportunità del capitale impiegato. Questi indicatori, pur presentando formulazioni tecniche differenti, convergono nell'obiettivo di verificare la presenza di ritorni superiori rispetto al benchmark del capitale impiegato. Nel contesto delle valutazioni più rapide e delle operazioni di finanza straordinaria, vengono utilizzati frequentemente anche i cosiddetti multipli di mercato, come il rapporto prezzo/utili (P/E), enterprise value/EBITDA (EV/EBITDA) o prezzo/fatturato (P/S). Tali strumenti, pur essendo più semplici e intuitivi, risultano sensibili alla scelta del campione di riferimento e alle condizioni di

mercato contingenti (Damodaran, 2012). Sebbene meno approfonditi rispetto al DCF, i multipli rappresentano un utile strumento per confronti intersettoriali e per operazioni di benchmarking in quanto forniscono dei valori target utili alle analisi. Oltre ai tradizionali strumenti quantitativi, si è sviluppata una crescente attenzione verso approcci qualitativi e integrati nella misurazione del valore aziendale, in particolare nell'ambito delle operazioni straordinarie. Tra questi, l'impiego delle cosiddette event studies e degli indicatori di performance di mercato come il Cumulative Abnormal Return (CAR) offre un contributo rilevante nel valutare l'efficacia di fusioni e acquisizioni (Andrade, Mitchell & Stafford, 2001). Tali indicatori si basano sull'analisi della reazione del mercato azionario in prossimità dell'annuncio dell'operazione e consentono di misurare il valore percepito dagli investitori in termini di variazione del prezzo del titolo. Risulta perciò essenziale integrare tali approcci con strumenti interni che misurino la performance economica in ottica di lungo periodo, come l'EVA o il CFROI. Tuttavia, è evidente come solo una visione multidimensionale e comparativa consente di cogliere la reale capacità dell'impresa di creare valore in modo continuativo e sostenibile (Penman, 2013; Fontana & Caroli, 2017). Inoltre, la crescente importanza degli asset intangibili, tra i quali capitale umano, know-how, marchi, relazioni di lungo periodo e capitale organizzativo, ha spinto la ricerca verso metodologie capaci di integrare questi elementi nella misurazione del valore. Modelli come l'Intellectual Capital Model o l'Intangible Asset Monitor (Sveiby, 1997) tentano di quantificare il contributo degli intangibili alla creazione di valore, sebbene la loro implementazione resti complessa e ancora in evoluzione (Lev, 2001; Grant, 1996). Un'ulteriore evoluzione riguarda l'integrazione delle metriche ESG nella misurazione del valore. Secondo Eccles, Ioannou e Serafeim (2014), le imprese che adottano pratiche sostenibili mostrano una maggiore resilienza, minori rischi reputazionali e migliori performance di lungo termine. Framework internazionali come GRI, SASB o il Sustainability Balanced Scorecard cercano di standardizzare queste valutazioni, ampliando la prospettiva di performance oltre i meri indicatori economici (Freeman, 2010; Mitchell, Agle & Wood, 1997).

Per concludere, la misurazione del valore richiede un approccio multidimensionale, in grado di coniugare rigore metodologico, aderenza al contesto e capacità predittiva. Strumenti come il DCF, l'EVA, il MVA, il CFROI e le metriche ESG forniscono un

quadro integrato e coerente con la complessità del sistema economico attuale, la scelta dello strumento più idoneo dipende dall'obiettivo dell'analisi, dal settore di riferimento e dalla disponibilità di informazioni affidabili. In un'economia sempre più guidata da risorse immateriali e da aspettative sociali, la capacità di misurare correttamente il valore diventa non solo un'esigenza tecnica, ma un prerequisito per la sopravvivenza e il successo delle imprese nel lungo periodo.

## CAPITOLO DUE

### **Le operazioni di finanza straordinaria: focus sulle acquisizioni**

Nell'ambito della moderna strategia aziendale, considerando il contesto estremamente complesso e competitivo in cui operano le entità aziendali, le operazioni di finanza straordinaria rappresentano una leva cruciale sia per la crescita sia per la riconfigurazione dell'assetto economico, patrimoniale e competitivo delle imprese. Tali operazioni, che includono tra le altre, fusioni, acquisizioni e scissioni, si configurano come strumenti mediante i quali le imprese perseguono obiettivi di crescita, razionalizzazione e creazione di valore. Tra tutte, le acquisizioni si distinguono per la loro pervasività e rilevanza strategica, risultando particolarmente efficaci nel facilitare percorsi di espansione esterna in contesti dinamici e globalizzati (Caroli, 2015; Fontana & Caroli, 2017). Le operazioni di acquisizione si caratterizzano per un impatto trasformativo sull'identità aziendale, incidendo profondamente sulla governance, sulle performance operative e sull'equilibrio finanziario dell'impresa acquirente; esse, infatti, sono spesso motivate dalla ricerca di sinergie operative, dall'accesso a nuove risorse critiche, dall'ottimizzazione fiscale o dal desiderio di neutralizzare pressioni competitive. Tuttavia, se da un lato queste operazioni offrono opportunità di valore significativo, dall'altro espongono l'impresa a rischi rilevanti, legati all'integrazione, alla valutazione della società target e alla gestione del capitale investito (Berk & DeMarzo, 2018; Zattoni & Pedrini, 2004).

La crescente attenzione della letteratura economico-aziendale per le operazioni di M&A (Mergers & Acquisitions) è testimoniata dalla continua evoluzione degli strumenti teorici e applicativi volti a comprendere le determinanti del successo di tali operazioni. L'importanza di questi processi è evidenziata anche dalla loro dimensione macroeconomica: basti pensare che nel 2024 il valore globale delle operazioni M&A ha raggiunto i 3.600 miliardi di dollari, segnando un record storico e dimostrando la centralità di queste operazioni nelle strategie di crescita corporate (Borsa Italiana, 2025). Con il presente capitolo si propone di offrire una trattazione sistematica delle operazioni di finanza straordinaria, con un focus specifico sulle acquisizioni. Dopo una panoramica sulle principali tipologie di operazioni straordinarie (par. 2.1), l'analisi si sofferma sulle acquisizioni come strumento strategico di crescita (par. 2.2),

approfondendo le modalità di valutazione delle aziende target (par. 2.3), i benefici e rischi connessi (par. 2.4), e infine il ruolo delle sinergie e le tecniche per la loro valutazione, sia quantitativa che qualitativa (par. 2.5). L'obiettivo è offrire una prospettiva di ampio respiro su queste operazioni che sempre più si stanno rendendo protagoniste nello scenario aziendale nazionale e globale, finalizzata all'interpretazione critica dei processi che sottendono alla creazione di valore nelle operazioni di acquisizione.

## **2.1 Le principali operazioni di finanza straordinaria**

Le operazioni di finanza straordinaria rappresentano strumenti fondamentali mediante i quali le imprese possono perseguire obiettivi strategici di crescita, ristrutturazione, razionalizzazione e creazione di valore. A differenza delle operazioni di gestione ordinaria, esse si contraddistinguono per la loro natura eccezionale e per l'elevato impatto sulla configurazione patrimoniale, organizzativa e strategica dell'impresa (Berk & DeMarzo, 2018). In un contesto competitivo sempre più globalizzato e dinamico, tali operazioni costituiscono leve imprescindibili per adattare i modelli di business, rafforzare il posizionamento di mercato e generare rendimenti sostenibili per gli stakeholder. La letteratura economico-finanziaria classifica le operazioni straordinarie in cinque principali categorie (Copeland, Koller, & Murrin, 2013):

1. Fusioni e acquisizioni (M&A);
2. Ristrutturazioni societarie tramite scissioni, carve-out e spin-off;
3. Riassetti del capitale attraverso leveraged e management buyout;
4. Ricapitalizzazioni e ristrutturazioni del debito;
5. Operazioni sul mercato dei capitali, quali offerte pubbliche iniziali (Initial Public Offering, IPO) e aumenti di capitale.

Le fusioni rappresentano l'integrazione di due o più entità giuridiche in una nuova realtà organizzativa, con generalmente l'obiettivo di conseguire economie di scala, sinergie operative e razionalizzazione dei costi. Possono assumere la forma di fusioni per incorporazione o unioni paritarie, e si configurano spesso come strumenti di consolidamento settoriale, volti ad accrescere la quota di mercato e migliorare la

competitività (Fontana & Boccardelli, 2015). Le acquisizioni, invece, consistono nell'acquisto di quote o asset aziendali o di un'azienda target da parte di un'impresa acquirente, con l'intento di integrare capacità produttive, accedere a nuovi mercati o acquisire know-how e tecnologie (Di Lazzaro & Musco, 2015). Tali operazioni possono essere amichevoli o ostili, e spesso sono associate a rischi elevati legati alla valutazione delle sinergie attese e alla gestione dell'integrazione post-acquisizione (Damodaran, 2012). Accanto alle operazioni di integrazione, le imprese possono intraprendere strategie di dismissione o semplificazione della struttura, attraverso scissioni, carve-out e spin-off. La scissione comporta la separazione di una business unit in una nuova entità autonoma; il carve-out implica la quotazione in borsa di una parte dell'impresa; lo spin-off prevede il trasferimento di un ramo d'azienda a soggetti esterni, tipicamente il management (Brealey, Myers, & Allen, 2020). Queste operazioni sono finalizzate a migliorare la trasparenza, valorizzare asset sottoutilizzati e focalizzare l'impresa sul core business. Un ruolo crescente, tra le tipologie di operazioni straordinarie, è ricoperto dai leveraged buyout (LBO), nei quali l'acquisizione di una società è finanziata prevalentemente tramite debito, garantito dagli stessi asset della società target. I management buyout (MBO) e management buy-in (MBI) rappresentano varianti in cui il team gestionale interno o esterno acquisisce il controllo dell'impresa, talvolta con il supporto di fondi di private equity. Tali operazioni puntano ad allineare gli interessi tra proprietà e gestione, ma espongono l'impresa a rischi elevati in termini di leva finanziaria e vulnerabilità economica (Jensen & Meckling, 1976; Berk & DeMarzo, 2018). Le ricapitalizzazioni e le ristrutturazioni del debito si configurano come strumenti tecnici per rafforzare la struttura finanziaria. Le prime includono operazioni di riacquisto di azioni proprie, aumenti o riduzioni di capitale, e conversioni di debito in equity, spesso utilizzate per ottimizzare il costo medio ponderato del capitale (WACC) o difendersi da tentativi di takeover. Le ristrutturazioni del debito, invece, mirano a garantire la sopravvivenza dell'impresa mediante rinegoziazione delle scadenze, riduzione del debito nominale (haircut) o emissione di strumenti ibridi (Copeland et al., 2013). Ulteriore categoria rilevante è rappresentata dalle operazioni sul mercato dei capitali, come le IPO e gli aumenti di capitale. Tali strumenti non solo forniscono risorse finanziarie per sostenere la crescita, ma implicano anche significativi

cambiamenti nella governance aziendale, esponendo l'impresa a vincoli di trasparenza, accountability e disciplina di mercato (Berk & DeMarzo, 2018).

Risulta chiaro che, vista la numerosità e la complessità di queste operazioni straordinarie, l'efficacia delle stesse deve essere appurata attraverso un controllo sui valori creati o distrutti, infatti, la valutazione dell'efficacia delle operazioni straordinarie passa attraverso l'analisi della creazione di valore. Perciò, indicatori come l'Economic Value Added (EVA), il Market Value Added (MVA) e il Total Shareholder Return (TSR) sono frequentemente utilizzati per misurare se l'operazione abbia generato rendimenti superiori al costo opportunità del capitale impiegato (Stewart, 1991; Fontana & Boccardelli, 2015). Ed è inoltre corretto notare che numerosi studi evidenziano come una percentuale significativa delle M&A non raggiunga gli obiettivi dichiarati, a causa di errori di valutazione, asimmetrie informative o carenze nella fase di integrazione (Berk & DeMarzo, 2018).

La letteratura individua tre generali fattori critici di successo per le operazioni di finanza straordinaria: i) lo strategic fit, ovvero la coerenza strategica dell'operazione con gli obiettivi di lungo termine dell'impresa (Porter, 1985); ii) la qualità della due diligence, volta a mitigare i rischi legati a informazioni incomplete o errate; iii) l'efficacia dell'integrazione post-merger, che richiede una governance solida, un piano operativo ben definito e capacità di gestione del cambiamento (Fontana & Boccardelli, 2015). Oltre alla tassonomia consolidata delle operazioni straordinarie (fusioni, acquisizioni, scissioni, LBO, ecc.), negli ultimi anni si è assistito a una crescente ibridazione tra strumenti finanziari e logiche di governance, come evidenziato dalla crescente diffusione dei corporate restructuring programs che integrano componenti patrimoniali, manageriali e strategiche in un'unica iniziativa (Zattoni & Pedrini, 2004). Questa evoluzione si manifesta, ad esempio, nei reverse merger o nei dual-track processes, in cui IPO e cessione vengono valutate simultaneamente. Tali configurazioni rappresentano una risposta adattiva all'aumentata volatilità dei mercati e all'accresciuta pressione competitiva. Inoltre, in ambito internazionale, operazioni come le fusioni transfrontaliere (cross-border M&A) impongono ulteriori sfide legate al contesto istituzionale e culturale, che incidono significativamente sul disegno e sull'esecuzione dell'operazione (Caroli, 2015; Fontana & Caroli, 2017).

Le operazioni di finanza straordinaria, dunque, rappresentano una leva strategica di primaria importanza per la trasformazione e l'evoluzione delle imprese in un'ottica di crescita. Ma perché ciò possa effettivamente tradursi in creazione di valore, esse richiedono coerenza con la strategia d'impresa, rigorosità analitica nella valutazione e una governance capace di guidare processi, sia pre che post operazione, complessi in un'ottica sostenibile e integrata (Koller, Goedhart, & Wessels, 2020).

## **2.2 Le acquisizioni come strumento strategico di crescita**

Nel contesto competitivo attuale, caratterizzato da elevata turbolenza dei mercati, compressione dei cicli di vita dei prodotti e crescente convergenza tecnologica, le acquisizioni rappresentano uno strumento cruciale per sostenere la crescita, rafforzare il posizionamento competitivo e accelerare l'accesso a nuove risorse strategiche (Berk & DeMarzo, 2018). Rispetto alla crescita organica, che richiede tempi lunghi e investimenti incrementali, le operazioni di M&A permettono, a fronte comunque di un investimento importante tanto che sia in termini monetari quanto in termini di debito o misti, un'espansione più rapida attraverso l'acquisizione di asset tangibili e intangibili, capacità produttive, reti commerciali e competenze rare e distintive (Fontana & Boccardelli, 2015).

Dal punto di vista strategico, l'adozione di operazioni straordinarie come le acquisizioni è motivata da quattro principali leve: espansione di mercato, diversificazione del rischio, accesso a competenze e tecnologie distintive, e realizzazione di sinergie. L'espansione geografica e settoriale consente all'impresa acquirente di superare barriere all'entrata, sfruttare brand consolidati e accedere a infrastrutture distributive già esistenti, con significativi vantaggi in termini di tempo e costi (Porter, 1985). La diversificazione, invece, ha l'obiettivo di ridurre la volatilità complessiva del cash flow, distribuendo il rischio su business scarsamente correlati con le attività core (Di Lazzaro & Musco, 2015). In un contesto estremamente competitivo e nel quale la competizione si è spostata sempre più nei dettagli, ha acquisito grande importanza la prospettiva della Resource-Based View (RBV) che attribuisce particolare importanza all'acquisizione di risorse intangibili rare, difficilmente imitabili e non sostituibili – quali brevetti, know-how, capitale umano specializzato e relazioni consolidate con i clienti – come veicolo privilegiato per rafforzare il vantaggio competitivo. (Barney, 1991; Fontana &

Boccardelli, 2015). Ad ogni modo, comunque, la ricerca di sinergie costituisce sempre una delle motivazioni più forti; infatti, le sinergie di costo derivano dalla razionalizzazione dei processi produttivi e gestionali, dalle economie di scala e dalla maggiore efficienza logistica, mentre le sinergie di ricavo emergono dalla possibilità di cross-selling, up-selling e penetrazione in nuovi segmenti di clientela (Berk & DeMarzo, 2018; Fontana & Boccardelli, 2015). Le acquisizioni non rappresentano solamente strumenti per ampliare quote di mercato o diversificare i portafogli di attività, ma costituiscono spesso una modalità privilegiata di apprendimento organizzativo, ed è per questo che il concetto di acquisizione esplorativa (*exploratory acquisition*) assume rilievo in settori ad alta intensità tecnologica, dove l'obiettivo non è tanto la scala economica quanto l'assorbimento di conoscenze tacite e l'accesso a capacità dinamiche (Teece, 2007). In tale ottica, il processo di integrazione post-acquisizione deve essere progettato non per omologare, ma per preservare e valorizzare l'eterogeneità cognitiva tra le organizzazioni coinvolte, creando un contesto favorevole alla ricombinazione di risorse distintive (Fontana & Boccardelli, 2015).

Tuttavia, come già accennato, la generazione di valore tramite acquisizioni non è automatica. Affinché l'operazione risulti accrescitiva, è necessario che il valore attuale netto delle sinergie attese superi il premio pagato per acquisire la target. In termini finanziari, questo implica una stima dei flussi di cassa incrementali derivanti dall'operazione, attualizzati a un WACC pro forma coerente con la nuova struttura del capitale, ed il loro confronto con il costo dell'investimento e le spese di integrazione (Koller, Goedhart, & Wessels, 2020; Damodaran, 2012). Risulta di immediata comprensione che errori nella valutazione, eccessivo ottimismo manageriale o dinamiche di gara competitive possono determinare l'"effetto vincitore" (*winner's curse*), conducendo alla distruzione di valore per gli azionisti (Berk & DeMarzo, 2018). Il successo di un'acquisizione è strettamente legato alla capacità dell'impresa di gestire efficacemente il processo di integrazione post-merger. Infatti, secondo la letteratura, oltre il 60% del valore stimato può essere compromesso in assenza di un piano formale di integrazione, che comprenda governance dedicata, obiettivi chiari e strumenti di change management (King et al., 2004). I principali fattori critici includono: la coerenza strategica tra l'impresa acquirente e la target (*strategic fit*), la qualità della due diligence – necessaria per individuare rischi latenti, passività nascoste o gap tecnologici – e

l'armonizzazione culturale, elemento spesso sottovalutato ma fondamentale per la retention del personale chiave e la realizzazione delle sinergie più sottili (Fontana & Boccardelli, 2015). La struttura finanziaria dell'operazione incide sulla sostenibilità del valore creato. Le acquisizioni finanziate interamente con equity garantiscono maggiore solidità ma possono diluire il rendimento per azione. Al contrario, operazioni leverage-intensive, che usano quindi esclusivamente o quasi esclusivamente nuovo debito, possono amplificare alcuni indicatori di performance come il ROE, grazie all'effetto leva, ma aumentano la rigidità della struttura del debito aumentando di conseguenza anche l'esposizione al rischio sistemico e la probabilità di default (Damodaran, 2012). La prassi suggerisce un mix equilibrato tra equity e debito, tale da massimizzare l'efficienza fiscale (interest tax shield) senza tuttavia compromettere la flessibilità finanziaria (Brealey, Myers, & Allen, 2020). Per misurare l'effettiva creazione di valore, si ricorre a metriche ex post come l'Economic Value Added (EVA) – che confronta il NOPAT con il costo del capitale investito – e il Market Value Added (MVA), che esprime la variazione della capitalizzazione di mercato al netto degli apporti di capitale (Stewart, 1991; Rappaport, 1986). Event study condotti intorno alla data di annuncio dell'operazione, mediante l'analisi delle abnormal returns, offrono indicazioni tempestive sulla percezione degli investitori e sulle aspettative circa l'efficacia dell'operazione (Koller et al., 2020).

Nonostante le potenzialità, numerosi studi dimostrano che una percentuale significativa di acquisizioni non raggiunge gli obiettivi di rendimento prefissati (King et al., 2004). Le principali cause di insuccesso includono errori di valutazione, overconfidence del top management, conflitti culturali, carenze nella governance post-deal e sottovalutazione dei costi d'integrazione (Fontana & Boccardelli, 2015). È quindi essenziale adottare una visione integrata e disciplinata del processo, definendo indicatori chiave di performance, istituendo team dedicati e monitorando l'avanzamento delle sinergie in modo sistematico (Berk & DeMarzo, 2018).

Per concludere, le acquisizioni rappresentano una leva potente e flessibile per guidare la crescita e la trasformazione aziendale. Quando condotte in modo coerente con la strategia di lungo periodo, fondate su una valutazione accurata e accompagnate da un'integrazione ben governata, esse possono generare un vantaggio competitivo duraturo e valore sostenibile per tutti gli stakeholder.

### **2.3 La valutazione delle aziende target in fase di acquisizione**

La valutazione dell'impresa target rappresenta una fase cruciale nel processo di acquisizione, poiché determina il fondamento economico dell'intera operazione. Un errore nella stima del valore può compromettere la sostenibilità strategica e finanziaria dell'investimento, generando distruzione di valore per gli azionisti dell'impresa acquirente (Berk & DeMarzo, 2018). La complessità di tale processo deriva dall'interazione di molteplici fattori: condizioni di mercato, caratteristiche del settore, profilo operativo della target, configurazione finanziaria dell'operazione e aspettative circa le sinergie attese (Fontana & Boccardelli, 2015). La prassi professionale e la letteratura accademica distinguono tre principali approcci valutativi: metodi patrimoniali, metodi reddituali e metodi di mercato. Ciascuno di essi presenta vantaggi, limiti e ambiti di applicazione specifici, che rendono auspicabile l'adozione di un approccio che integri tutti questi metodi o almeno due di questi, finalizzato a migliorare la robustezza delle valutazioni (Di Lazzaro & Musco, 2015).

#### **Metodi reddituali e finanziari**

Il metodo maggiormente impiegato nelle operazioni di M&A è il Discounted Cash Flow (DCF), che mira a stimare il valore intrinseco dell'impresa sulla base della capacità di generare flussi di cassa futuri. Nella versione standard, il DCF prevede la proiezione dei Free Cash Flow to the Firm (FCFF), l'attualizzazione mediante il Weighted Average Cost of Capital (WACC) e la stima del valore terminale, che indica il valore (in termini di flussi di cassa) dell'azienda target al termine del periodo previsionale o, in altri termini, indica la capacità della target di generare valore futuro (Damodaran, 2012). La costruzione di scenari pro forma consente di incorporare l'effetto delle sinergie previste e di valutare la creazione di valore derivante dall'operazione, tuttavia, il DCF è sensibile alle ipotesi su crescita, margini e costo del capitale, e risente dei rischi soggettivi dovuti alla sensibilità del management. Per tale motivo, è fondamentale ricorrere a strumenti di analisi di sensitività e simulazioni Monte Carlo, capaci di restituire una distribuzione probabilistica dei valori ottenibili (Trigeorgis, 1996; Brealey, Myers, & Allen, 2020). In contesti caratterizzati da leva finanziaria elevata, come nei leveraged buyout (LBO), risulta più adeguato l'approccio dell'Adjusted Present Value (APV), che separa il valore dell'impresa unlevered, che non considera l'effetto del debito, dal beneficio fiscale del debito, permettendo una valutazione più precisa degli effetti dell'indebitamento

(Copeland, Koller, & Murrin, 2013). Un'evoluzione rilevante che è corretto nominare nella prassi valutativa è rappresentata dall'integrazione di logiche ESG (Environmental, Social, Governance) nella determinazione del valore dell'impresa target. In contesti regolatori e reputazionali sempre più complessi, la capacità di una società di generare valore sostenibile nel lungo periodo diviene un driver valutativo autonomo, che impone l'inclusione di indicatori non finanziari nella due diligence e nella modellizzazione dei flussi di cassa (Eccles, Ioannou, & Serafeim, 2014). Inoltre, l'analisi della materialità ESG assume rilievo specifico nei settori energy-intensive e in quelli soggetti a rischio normativo ambientale.

#### *Metodi patrimoniali*

I metodi patrimoniali, basati sulla valorizzazione netta delle attività e passività, trovano applicazione in contesti specifici come imprese in liquidazione, società immobiliari o aziende in stato di crisi. Il Net Asset Value (NAV), o patrimonio netto rettificato, rappresenta il valore contabile degli asset rivalutati al fair value, dedotte le passività. Sebbene utile in presenza di asset tangibili significativi, il metodo patrimoniale trascura la capacità dell'impresa di generare flussi di cassa e, pertanto, risulta poco adatto a imprese knowledge-based o ad alta intensità di capitale intellettuale (Fontana & Boccardelli, 2015).

#### *Metodi di mercato*

L'approccio basato sui multipli di mercato utilizza indicatori derivati da transazioni comparabili o da società quotate simili per settore, dimensione e profilo di rischio. I multipli più comuni includono sono costituiti da: EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E. Questo metodo, rapido e intuitivo, consente una valutazione comparativa, ma richiede un'attenta selezione del campione di riferimento e la normalizzazione dei dati per tener conto di differenze contabili, premi di controllo e sconti per illiquidità (Koller, Goedhart, & Wessels, 2020).

#### *Valutazione delle sinergie*

Elemento centrale nella valutazione di una target in ottica M&A è la quantificazione delle sinergie potenziali. Il Net Present Value of Synergies (NPVS) rappresenta il valore attuale dei benefici incrementali derivanti dalla combinazione delle due entità. Le

sinergie possono essere di costo (riduzione delle duplicazioni operative, economie di scala), di ricavo (cross-selling, penetrazione in nuovi mercati) e finanziarie (ottimizzazione della struttura del capitale, riduzione del WACC) (Berk & DeMarzo, 2018; Fontana & Boccardelli, 2015). Il NPVS viene aggiunto al valore stand-alone della target per definire il prezzo massimo di acquisto oltre il quale l'acquisizione non genera più valore immediato.

### *Due diligence*

L'affidabilità della valutazione dipende dalla qualità della due diligence, che comprende l'analisi contabile, fiscale, legale e operativa dell'impresa target. Oltre alle operazioni che riguardano un'approfondita analisi di bilancio e la valutazione dei più importanti indici, la quality of earnings, che consiste nella misura della qualità degli utili di una società che si concentra sulla capacità degli utili riportati di riflettere con precisione l'effettiva performance operativa e finanziaria dell'azienda, piuttosto che su utili manipolati o frutto di operazioni una tantum, consente di rettificare il valore ipotetico per componenti straordinarie o non ricorrenti, garantendo una visione più accurata della redditività effettiva prima reale poi potenziale (Di Lazzaro & Musco, 2015). Eventuali passività latenti, come contenziosi o possibili svalutazioni di asset o crediti, vanno integrate nei modelli di valutazione attraverso clausole di aggiustamento o riduzioni del prezzo d'acquisto.

In altri termini, la valutazione dell'azienda target costituisce un processo articolato e multidimensionale, che richiede l'integrazione di approcci quantitativi e qualitativi, strumenti finanziari avanzati e un'attenta analisi delle caratteristiche specifiche dell'impresa oggetto di acquisizione. La scelta metodologica non può prescindere dal contesto operativo e strategico dell'operazione, così come dalla qualità e dalla profondità dell'attività di due diligence, infatti, l'impiego combinato dei metodi reddituali, patrimoniali e di mercato, insieme all'analisi delle sinergie attese e dei fattori ESG, consente di costruire una valutazione solida, capace di supportare decisioni di investimento informate e orientate all'obiettivo finale che è la creazione di valore sostenibile. Perciò, solo un approccio olistico, che contempra sia le dimensioni finanziarie sia quelle extra-finanziarie dell'impresa target, può garantire che il prezzo

offerto rifletta adeguatamente il valore economico potenziale generabile dall'operazione di acquisizione.

#### **2.4 Rischi e benefici connessi alle operazioni straordinarie**

Come visto, le operazioni di finanza straordinaria, siano esse fusioni, acquisizioni, scissioni, leveraged buyout (LBO), carve-out, spin-off o offerte pubbliche iniziali (IPO), costituiscono strumenti strategico-finanziari di elevato impatto in grado di alterare in modo sostanziale il profilo competitivo, patrimoniale e operativo dell'impresa; la scelta di iniziare un processo trasformativo di questo calibro risponde a molteplici obiettivi: accelerare la crescita, ottimizzare la struttura del capitale, acquisire competenze distintive, ristrutturare il portafoglio strategico o fronteggiare minacce esterne. Tuttavia, tali operazioni presentano una struttura rischio-rendimento intrinsecamente asimmetrica: a fronte dei potenziali benefici, si associano rischi significativi che, se non adeguatamente gestiti, possono compromettere la sostenibilità dell'iniziativa e distruggere valore economico (Berk & DeMarzo, 2018).

Dal punto di vista economico-finanziario, uno dei principali vantaggi risiede nella possibilità di generare sinergie, ossia benefici derivanti dalla combinazione di due entità che eccedono la semplice somma delle loro performance stand-alone. Le sinergie di costo tra le più rilevanti includono la razionalizzazione di attività ridondanti, l'ottimizzazione della supply chain e la riduzione delle spese generali; mentre quelle di ricavo derivano da opportunità di cross-selling, ampliamento della gamma prodotti e miglioramento del potere di prezzo (Fontana & Boccardelli, 2015; Koller, Goedhart, & Wessels, 2020). Inoltre, se le operazioni straordinarie portano agli obiettivi sperati e generano maggiori economie di scala, la situazione risultante può consentire un accesso agevolato ai mercati dei capitali e a tassi d'interesse più favorevoli, riducendo il costo medio ponderato del capitale (WACC) (Copeland, Koller, & Murrin, 2013). Le operazioni straordinarie non rappresentano soltanto strumenti per la crescita dimensionale o per il cambiamento nella proprietà, ma possono anche essere utilizzate in modo strategico per ottimizzare la struttura finanziaria di un'impresa. In particolare, alcune operazioni come i leveraged buyout (LBO) e le ricapitalizzazioni permettono di migliorare l'efficienza con cui viene impiegato il capitale aziendale. Questo avviene grazie alla possibilità di aumentare il grado di indebitamento dell'impresa, sfruttando i

vantaggi fiscali legati alla deducibilità degli interessi passivi, un meccanismo noto come tax shield e questo è reso possibile, in sostanza, poiché gli interessi sul debito possono essere sottratti dal reddito imponibile, così riducendo l'onere fiscale complessivo e generando un risparmio che accresce il valore dell'impresa. Parallelamente, operazioni di dismissione di asset non strategici, come la vendita di divisioni aziendali non più in linea con gli obiettivi di lungo periodo, consentono all'impresa di concentrare risorse e competenze sul proprio core business. Questa razionalizzazione dell'attività non solo migliora l'efficienza operativa, ma permette anche di rendere più chiara la struttura aziendale agli occhi degli investitori, aumentando la trasparenza e la comprensibilità dei risultati economico-finanziari. Anche dal punto di vista fiscale, alcune operazioni straordinarie offrono opportunità significative, infatti, le fusioni transfrontaliere, ad esempio, possono essere pianificate in modo da ridurre l'Effective Tax Rate (ETR), ovvero l'aliquota fiscale effettiva applicata all'utile aziendale, grazie al ricorso a giurisdizioni con regimi fiscali più favorevoli. Inoltre, operazioni come i carve-out, ovvero la separazione e cessione parziale di una business unit, possono essere strutturate in modo tale da consentire l'utilizzo di crediti fiscali maturati in passato o da migliorare la posizione fiscale consolidata del gruppo. Tali scelte incidono direttamente sul rendimento netto dell'operazione straordinaria, contribuendo a massimizzare il valore per gli azionisti e perciò, nel complesso, l'utilizzo consapevole delle operazioni straordinarie come leva per l'ottimizzazione finanziaria e fiscale rappresenta una componente essenziale nella strategia di creazione di valore, sia nel breve che nel lungo periodo (Di Lazzaro & Musco, 2015; Damodaran, 2012). Per concludere, è corretto ripetere che anche e soprattutto a livello organizzativo e strategico le operazioni straordinarie abilitano l'accesso a competenze distintive e risorse intangibili, come capitale umano, brevetti e know-how, difficilmente replicabili internamente e fondamentali per la sostenibilità del vantaggio competitivo (Barney, 1991; Fontana & Boccardelli, 2015). Inoltre, consentono un riposizionamento strategico, favorendo l'uscita da settori maturi e la concentrazione su aree ad alto potenziale di crescita. Le imprese possono così rafforzare il proprio potere contrattuale nei confronti di fornitori e clienti, migliorando la propria resilienza competitiva (Porter, 1985). Nonostante questi benefici, le operazioni straordinarie presentano numerose e articolate tipologie diverse di rischio. Un primo rischio critico è l'overpayment, ovvero il

pagamento di un prezzo eccessivo per la società target rispetto al valore effettivo delle sinergie realizzabili. Tale rischio potrebbe anche essere reso maggiore da dinamiche di asta competitiva, errori nella valutazione ex ante o eccessivo ottimismo manageriale (Berk & DeMarzo, 2018). Il fenomeno del “*winner’s curse*” rappresenta una delle principali cause di distruzione di valore nelle operazioni M&A. Un ulteriore rischio connesso alle operazioni straordinarie è rappresentato dalla disfunzione strategica, fenomeno secondo cui l’iniziativa, pur generando benefici economici di breve periodo, compromette l’allineamento tra visione strategica, risorse distintive e capacità organizzative. Secondo Caroli (2015), ciò si verifica in particolare nei contesti in cui le acquisizioni vengono motivate da pressioni esterne (es. mercato azionario o investitori istituzionali) più che da reali sinergie industriali. In tali casi, il rischio non risiede nell’inefficienza finanziaria dell’operazione, ma nella sua incapacità di rafforzare il vantaggio competitivo dell’impresa nel medio-lungo periodo. Un ulteriore elemento di criticità riguarda l’integrazione post-deal, infatti, la letteratura empirica evidenzia che oltre il 50% delle acquisizioni non raggiunge gli obiettivi prefissati, spesso a causa di problemi nell’armonizzazione e integrazione dei processi, dei sistemi informativi e delle culture organizzative (King, Dalton, Daily, & Covin, 2004). La mancanza di un piano di integrazione strutturato, una governance debole e la perdita di personale chiave possono generare ritardi operativi, attriti interni e, in ultima analisi, riduzione della performance. Dal punto di vista finanziario, un uso eccessivo della leva, come tipicamente accade nei LBO, può compromettere la sostenibilità dell’impresa, questo perché l’elevato livello di indebitamento incrementa il rischio di insolvenza, riduce la flessibilità operativa e impone vincoli stringenti derivanti dagli accordi con gli istituti di credito (Brealey, Myers, & Allen, 2020). In contesti di incertezza macroeconomica o tassi d’interesse crescenti, la pressione sul debito può rapidamente degenerare in crisi di liquidità (Di Lazzaro & Musco, 2015). Un aspetto critico da considerare nelle operazioni straordinarie, soprattutto quando coinvolgono più Paesi, riguarda i rischi regolatori e legali. In particolare, fusioni e acquisizioni transfrontaliere possono essere sottoposte a controlli da parte delle autorità antitrust, a restrizioni sugli investimenti esteri o a normative di golden power, che tutelano settori strategici nazionali. La mancata conformità a tali disposizioni può avere conseguenze rilevanti, come il blocco dell’operazione, l’imposizione di sanzioni economiche o l’obbligo di modificare le

condizioni dell'accordo, con effetti negativi sia sui tempi sia sulla redditività complessiva dell'operazione (Copeland et al., 2013). Inoltre, non possono essere trascurati i rischi connessi alla compliance relativa ai principi ESG (Environmental, Social and Governance). L'acquisizione di imprese con passività ambientali latenti, deficit di governance o problemi di compliance sociale può esporre l'acquirente a rischi reputazionali e finanziari ingenti (Eccles, Ioannou, & Serafeim, 2014). Un'accurata due diligence riguardo i principi ESG è quindi imprescindibile per proteggere il valore nel lungo termine. Per ridurre i rischi connessi alle operazioni straordinarie, soprattutto quelli legati all'incertezza sui risultati futuri e all'integrazione post-acquisizione, la prassi professionale e accademica suggerisce l'adozione di specifici strumenti. Uno dei più importanti è la definizione di un *walk-away price*, ovvero un prezzo massimo oltre il quale l'acquirente si impegna a non proseguire l'operazione. Questo valore viene calcolato combinando metodi come il Discounted Cash Flow (DCF) e l'analisi dei multipli di mercato, tenendo conto delle sinergie attese e dei rischi. Un altro strumento utile è il meccanismo di *earn-out*, che prevede il pagamento di una parte del prezzo solo se l'azienda acquisita raggiunge determinati obiettivi di performance, riducendo così l'esposizione al rischio per l'acquirente. L'uso di *escrow account* consente invece di trattenere parte del corrispettivo per un periodo definito, a garanzia di eventuali passività emerse dopo il *closing*. Per facilitare l'integrazione, è fondamentale costituire un Integration Management Office (IMO), una struttura dedicata al coordinamento delle attività post-operazione. Infine, le clausole di *material adverse change* permettono di rinegoziare o annullare l'accordo in caso di eventi imprevisti che alterino significativamente le condizioni dell'operazione. Questi strumenti, se ben progettati, contribuiscono a stabilizzare i rendimenti e aumentano le probabilità di successo (Fontana & Boccardelli, 2015).

In conclusione, le operazioni di finanza straordinaria offrono opportunità concrete di crescita, efficienza e creazione di valore. Tuttavia, esse comportano rischi complessi che richiedono un approccio fondato su un'accurata pianificazione strategica, una valutazione economica rigorosa e una governance attenta dell'integrazione. La capacità dell'impresa di cogliere i benefici e di contenere i rischi costituisce la chiave per un successo sostenibile nel tempo.

## 2.5 Le sinergie di acquisizione e modalità di valutazione

Nel contesto delle operazioni di finanza straordinaria, e in particolare delle fusioni e acquisizioni (M&A), le sinergie rappresentano uno degli elementi fondamentali su cui si fonda la giustificazione economica dell'operazione. Esse costituiscono quei benefici addizionali generati dall'integrazione tra due entità aziendali, i quali non sarebbero ottenibili se le imprese continuassero ad operare autonomamente (Berk & DeMarzo, 2018). L'identificazione, la quantificazione e la realizzazione delle sinergie sono quindi determinanti per valutare l'effettiva creazione di valore dell'operazione.

### Tipologie di sinergie

Una prima categoria è costituita dalle sinergie di costo, che si manifestano quando l'integrazione tra due imprese consente una riduzione delle spese complessive. Ciò può avvenire attraverso la razionalizzazione dei processi produttivi, l'eliminazione di sovrapposizioni tra le funzioni aziendali (ad esempio, due reparti amministrativi o commerciali che vengono accorpati), e il conseguimento di maggiori economie di scala e di scopo. Un caso tipico riguarda la centralizzazione dei sistemi informativi o l'unificazione delle trattative con i fornitori per ottenere condizioni più vantaggiose grazie all'aumento dei volumi (Copeland, Koller, & Murrin, 2013). Un secondo tipo di sinergia è quella di ricavo, che si concretizza nell'aumento delle entrate aziendali, questo può avvenire mediante strategie di *cross-selling* (vendita incrociata di prodotti a clienti esistenti), *up-selling* (offerta di versioni più avanzate di un prodotto), oppure attraverso l'ingresso in nuovi mercati geografici o segmenti di clientela. Tuttavia, queste sinergie sono spesso meno prevedibili rispetto a quelle di costo, poiché dipendono da elementi qualitativi come l'allineamento delle culture aziendali, la coerenza tra i modelli di business e la capacità di integrazione dei team commerciali (Fontana & Boccardelli, 2015). Oltre a queste, esistono sinergie finanziarie, legate a una riduzione del costo del capitale grazie a una maggiore solidità del nuovo gruppo o alla diversificazione dei flussi di cassa, e sinergie fiscali, che includono, ad esempio, la possibilità di compensare utili con perdite fiscali pregresse, riducendo così l'Effective Tax Rate e migliorando la redditività netta dell'operazione (Damodaran, 2012). Un aspetto spesso trascurato ma di crescente importanza nelle operazioni di acquisizione è rappresentato dalle sinergie gestionali, ovvero quei benefici che derivano dal trasferimento e dalla condivisione di competenze manageriali, conoscenze operative (know-how), capitale umano altamente

qualificato e pratiche organizzative consolidate tra le aziende coinvolte (Barney, 1991). Queste sinergie non si riflettono immediatamente nei numeri di bilancio, ma possono avere un impatto profondo sul rafforzamento della struttura organizzativa, sulla flessibilità operativa e sulla capacità innovativa dell'impresa risultante. Per esempio, l'introduzione di nuovi modelli gestionali o sistemi decisionali più efficaci può migliorare l'efficienza complessiva e accelerare i processi di adattamento ai cambiamenti di mercato. Per cogliere appieno questi vantaggi, nella prassi aziendale si sta affermando un approccio più strutturato alla misurazione delle sinergie, basato su cosiddetti modelli di *value driver tree*. In questo modello, ogni sinergia attesa viene scomposta in indicatori operativi concreti e misurabili nel tempo, ovvero Key Performance Indicators (KPI), questo consente la costruzione di un sistema di monitoraggio manageriale, in grado di verificare il grado di realizzazione delle sinergie e il loro contributo alla creazione di valore (Fontana & Caroli, 2017). Ad esempio, una sinergia nella *supply chain* può essere misurata tramite il risparmio unitario sui costi, la riduzione dei tempi di consegna o il calo degli sprechi, rendendo più tangibile e controllabile il beneficio stimato.

#### Metodologie di valutazione quantitativa

Dal punto di vista quantitativo, la valutazione delle sinergie nelle operazioni di acquisizione si basa su metodi strutturati che mirano a stimarne l'impatto economico in termini di creazione di valore. Il metodo più utilizzato è l'approccio del Discounted Cash Flow (DCF) incrementale, che confronta i flussi di cassa attesi generati dall'impresa combinata con quelli che sarebbero stati prodotti dalle singole aziende se fossero rimaste indipendenti. La differenza tra i due scenari rappresenta il valore netto delle sinergie, noto come Net Present Value of Synergies (NPVS), che viene attualizzato utilizzando un tasso di sconto coerente con la struttura finanziaria prevista per la nuova entità, ovvero il WACC pro forma (Koller, Goedhart, & Wessels, 2020). Questo metodo tiene conto di diverse variabili critiche: le tempistiche con cui si prevede la realizzazione delle sinergie, tipicamente più brevi per le sinergie di costo (12-24 mesi) e più lunghe per quelle di ricavo (36-60 mesi), i costi una tantum legati all'integrazione (come le spese di ristrutturazione o di consulenza), e l'adozione di tassi di crescita terminali coerenti con le dinamiche del settore di riferimento (Copeland et al., 2013). Un secondo approccio, più sintetico, è quello dei multipli impliciti. In questo

caso, si osserva il multiplo EV/EBITDA pagato nell'acquisizione e lo si confronta con la media di mercato per operazioni simili. La differenza tra i due valori, al netto del premio di controllo, viene interpretata come la valorizzazione implicita delle sinergie attese (Pratt & Grabowski, 2022). Tuttavia, questo metodo richiede cautela, poiché può essere influenzato da fattori esterni, come contingenze economiche, disomogeneità contabili o particolarità dell'operazione (Di Lazzaro & Musco, 2015).

### *Valutazione qualitativa*

Accanto alle valutazioni numeriche, l'analisi qualitativa è altrettanto decisiva per comprendere se le sinergie previste in un'operazione di acquisizione potranno realmente essere realizzate. In particolare, vi sono tre aspetti fondamentali da considerare. Il primo è la compatibilità strategica, cioè la coerenza tra le attività delle due aziende: se i portafogli di prodotto, le aree geografiche in cui operano e i segmenti di clientela serviti sono complementari, sarà più facile generare sinergie di ricavo attraverso, ad esempio, l'ingresso in nuovi mercati o il cross-selling (Porter, 1985). Il secondo elemento è la compatibilità culturale e organizzativa, questo perché anche quando l'operazione è valida sotto il profilo strategico e finanziario, differenze nei valori aziendali, nei sistemi di incentivazione, nello stile di leadership o nei processi decisionali possono creare attriti tra i team, rallentare l'integrazione e ridurre i benefici attesi. Questi contrasti, spesso sottovalutati, sono una delle cause più comuni di insuccesso nelle fusioni (King, Dalton, Daily, & Covin, 2004).

Infine, la qualità della governance post-merger è determinante. Una gestione efficace del processo di integrazione, spesso affidata a un Integration Management Office (IMO), permette di mantenere il controllo sull'attuazione delle sinergie, monitorare gli indicatori chiave di performance (KPI) e intervenire prontamente in caso di scostamenti rispetto agli obiettivi iniziali (Berk & DeMarzo, 2018).

### *Misurazione e strumenti di monitoraggio*

Per accertare se le sinergie previste in fase di acquisizione si stanno effettivamente realizzando, è fondamentale dotarsi di un sistema di controllo ben strutturato che combini indicatori finanziari e operativi. Questo sistema deve permettere un monitoraggio costante e tempestivo dei risultati, in modo da poter intervenire

rapidamente in caso di scostamenti rispetto agli obiettivi pianificati. Uno degli strumenti più utilizzati in questo ambito è il *Synergy Bridge*, un modello che confronta regolarmente, spesso su base mensile, i benefici attesi con i risultati effettivi, in particolare analizzando l'EBITDA normalizzato, ovvero corretto per componenti straordinarie o non ricorrenti (Copeland et al., 2013). Questo strumento consente di distinguere chiaramente quanto del miglioramento delle performance sia effettivamente attribuibile alle sinergie, inoltre, accanto al *Synergy Bridge*, le aziende utilizzano spesso *dashboard* dedicate, ovvero sistemi digitali di rappresentazione grafica dei principali Key Performance Indicators (KPI), che rendono visibile in tempo reale l'andamento delle sinergie commerciali, operative o di costo. Un'ulteriore leva di controllo e gestione del rischio è rappresentata dai meccanismi contrattuali come gli *earn-out*. Si tratta di clausole che vincolano una parte del prezzo di acquisto al raggiungimento di determinati risultati post-operazione, come ad esempio l'incremento del fatturato o la riduzione dei costi operativi. Questo strumento consente di trasferire parte del rischio al venditore e di creare un allineamento più forte degli incentivi tra le parti coinvolte (Di Lazzaro & Musco, 2015).

### *Rischi e mitigazioni*

La valutazione delle sinergie in un'operazione di fusione o acquisizione è una fase tanto strategica quanto delicata, poiché soggetta a diversi rischi che possono compromettere il buon esito dell'operazione. Tra i principali rischi vi è l'*overconfidence* da parte del management, ovvero una sopravvalutazione della propria capacità di realizzare le sinergie previste, spesso accompagnata da un'eccessiva fiducia nei benefici futuri. Un altro errore frequente è il doppio conteggio, che si verifica quando gli stessi vantaggi vengono erroneamente calcolati due volte in aree diverse del modello, ugualmente rilevanti sono i costi di integrazione, come ristrutturazioni, spese per consulenze o perdite di produttività temporanee, tendono spesso a essere sottovalutati (Koller et al., 2020). Per mitigare questi rischi, la best practice suggerisce di adottare un approccio prudente e strutturato, è utile costruire più scenari previsionali (ottimistico, realistico e pessimistico), per valutare l'impatto delle sinergie in condizioni diverse. Inoltre, integrare metodi di valutazione alternativi e applicare *haircut* (cioè riduzioni precauzionali) alle sinergie più incerte, come quelle di lungo periodo o di natura

intangibile, contribuisce a rendere l'analisi più solida; il coinvolgimento di advisor indipendenti è altrettanto importante, poiché consente di validare le ipotesi alla base della valutazione, aggiungendo un elemento di neutralità e rafforzando la credibilità del processo (Fontana & Boccardelli, 2015).

In definitiva, le sinergie rappresentano il motore delle operazioni M&A, ma solo un approccio realistico e ben governato può trasformarle in valore reale e sostenibile.

## CAPITOLO TRE

### Il caso Intesa Sanpaolo e Ubi Banca

L'acquisizione di UBI Banca da parte di Intesa Sanpaolo rappresenta una delle più rilevanti operazioni di fusione bancaria avvenute in Italia negli ultimi decenni. Questo intervento ha segnato un punto di svolta nel processo di consolidamento del settore creditizio italiano, evidenziando come la finanza straordinaria possa diventare leva strategica per rafforzare il posizionamento competitivo, generare economie di scala e creare valore sostenibile per gli stakeholder.

L'operazione si è articolata in diverse fasi chiave, scandite da eventi decisivi che ne hanno determinato l'esito:

- 17 febbraio 2020: Intesa Sanpaolo annuncia pubblicamente il lancio di un'Offerta Pubblica di Acquisto e Scambio (OPAS) totalitaria su UBI Banca, proponendo un concambio di 17 nuove azioni proprie per ogni 10 azioni UBI, per un valore implicito di circa 4,9 miliardi di euro;
- 6 luglio 2020: A seguito della resistenza manifestata da una parte dell'azionariato di UBI (notoriamente il "Patto dei Mille"), ISP migliora i termini dell'offerta introducendo un conguaglio in contanti di 0,57 euro per azione UBI, portando il premio complessivo a circa il 44% rispetto al valore pre-annuncio;
- 20–28 luglio 2020: si apre il periodo di adesione. L'offerta si conclude con una partecipazione del 90,2% del capitale sociale di UBI;
- 4 agosto 2020: viene avviata la procedura di acquisto obbligatorio (squeeze-out);
- 17 settembre 2020: si completa il delisting di UBI Banca e Intesa Sanpaolo ne assume il controllo per oltre il 98% del capitale;
- 22 febbraio 2021: come richiesto dall'AGCM, viene perfezionata la cessione di 486 filiali a BPER Banca e 17 a Mediocredito Centrale, al fine di garantire la concorrenza nei mercati locali;
- 30 aprile 2021: viene completato il processo di integrazione legale e organizzativa di tutte le entità residue.

Questa cronologia costituisce la base per analizzare, nelle sezioni successive, il processo di acquisizione nel dettaglio: dalla descrizione delle due entità pre-fusione, all'esame della struttura dell'operazione, fino all'analisi dei risultati finanziari post-operazione e alla valutazione dell'effettiva creazione di valore.

### **3.1 Panoramica sull'azienda che acquisisce: Intesa Sanpaolo S.p.A.**

Intesa Sanpaolo S.p.A. è oggi riconosciuta come il principale gruppo bancario in Italia e una delle realtà finanziarie più solide e rilevanti nel contesto europeo. La sua posizione di leadership è il risultato di una lunga evoluzione, culminata nella fusione, avvenuta nel 2007, tra due importanti banche storiche: Banca Intesa e Sanpaolo IMI. Questo evento ha dato origine a un gruppo bancario in grado di competere su scala internazionale, ma fortemente radicato nel territorio italiano (Intesa Sanpaolo Group, 2024a). Nel corso degli anni, Intesa Sanpaolo ha perseguito una strategia di crescita organica e per linee esterne, consolidando la propria presenza sul mercato nazionale e rafforzando al contempo la sua proiezione internazionale. Oggi il gruppo serve circa 13,6 milioni di clienti in Italia e altri 7 milioni all'estero, attraverso una rete che comprende oltre 4.500 filiali sul territorio nazionale e circa 950 punti operativi in 25 Paesi e questa capillare presenza territoriale consente alla banca di rispondere in modo efficace alle esigenze di famiglie, imprese e istituzioni (Intesa Sanpaolo Group, 2024a). L'approccio strategico di Intesa Sanpaolo si basa sull'integrazione di tre grandi direttrici: solidità finanziaria, sostenibilità sociale e ambientale, e innovazione tecnologica. Questi punti cardine si traducono in un modello di business orientato alla creazione di valore duraturo per tutti gli stakeholder, combinando efficienza economica, impatto positivo sulla società e attenzione alla transizione digitale.

#### *Modello di business*

Intesa Sanpaolo adotta un modello operativo strutturato in quattro principali business unit:

1. Banca dei Territori: si occupa della clientela retail e delle piccole e medie imprese, con una forte focalizzazione locale;

2. IMI Corporate & Investment Banking: si rivolge alla clientela corporate, agli investitori istituzionali e ai mercati finanziari;
3. International Subsidiary Banks: gestisce le attività bancarie nei mercati esteri;
4. Wealth Management & Protection: comprende le attività di gestione del risparmio, private banking e assicurazione.

Questo assetto consente al gruppo di essere presente lungo tutta la catena del valore dei servizi finanziari, favorendo una piena integrazione tra credito, consulenza, investimento e assicurazione. La strategia della “bancassicurazione”, cioè l’offerta integrata di prodotti bancari e assicurativi, rappresenta un elemento distintivo dell’approccio di Intesa Sanpaolo e contribuisce a diversificare le fonti di ricavo e ad accrescere la fidelizzazione della clientela (Intesa Sanpaolo Group, 2024a). Inoltre, la società è quotata all’Euronext Milan ed è inclusa negli indici Euro Stoxx 50 e FTSE MIB. Il modello di governance adottato è quello tradizionale monistico: il Consiglio di Amministrazione è l’organo centrale e detiene le principali funzioni decisionali. Attualmente, il presidente è Gian Maria Gros-Pietro, mentre l’Amministratore Delegato e CEO è Carlo Messina, in carica dal 2013 e confermato fino al 2027. Questo assetto ha garantito continuità nella guida strategica del Gruppo e ha favorito l’implementazione coerente dei piani industriali (Intesa Sanpaolo Group, 2024a).

#### *Performance finanziaria e patrimoniale*

Nel 2024 Intesa Sanpaolo ha conseguito risultati di straordinaria solidità, anche in un contesto macroeconomico non privo di sfide. Il Gruppo ha registrato un utile netto record di 8,7 miliardi di euro (+37% rispetto all’anno precedente), sostenuto da un equilibrio virtuoso tra margine di interesse (4,2 miliardi di euro) e commissioni (4,6 miliardi di euro). Questo testimonia la diversificazione e la capacità del modello di business di adattarsi a contesti esterni mutevoli e complessi (Intesa Sanpaolo Group, 2024b).

La redditività è misurata da un Return on Equity (ROE) del 13,4%, valore significativamente superiore alla media dei principali concorrenti europei. Il cost/income ratio, indicatore di efficienza operativa che esprime il rapporto tra i costi operativi ed il margine di intermediazione, si è attestato al 45,2%, ben al di sotto del

benchmark di settore (più o meno 60%). Dal punto di vista patrimoniale, il CET1 ratio fully loaded ha raggiunto il 14,6%, confermando la solidità della banca e il suo ampio margine di sicurezza rispetto ai requisiti regolamentari di pertinenza. La qualità del credito è elevata, con un NPL ratio lordo del 2,1% e un coverage del 55%. Inoltre, i principali indici di liquidità (LCR 183%, NSFR 124%) sottolineano la robustezza del profilo finanziario della banca, che ha potuto rimborsare anticipatamente tutti i prestiti a lungo termine concessi dalla BCE per finanziare Intesa Sanpaolo e le sue attività (Intesa Sanpaolo Group, 2024b).

#### *Digitalizzazione e innovazione*

Uno dei pilastri strategici del Piano Industriale 2022-2025 è la digitalizzazione. Intesa Sanpaolo ha investito oltre 2,7 miliardi di euro per la migrazione al cloud, l'automazione dei processi e lo sviluppo di una banca digitale nativa: Isybank. Quest'ultima, lanciata per servire la clientela retail con un modello interamente digitale, ha già superato 1,5 milioni di clienti nel primo trimestre del 2025. Parallelamente, il Gruppo ha attivato un vasto programma di formazione e aggiornamento per oltre 20.000 dipendenti, in collaborazione con il Politecnico di Milano e l'Università di Torino, al fine di promuovere un utilizzo avanzato delle tecnologie digitali nel sistema bancario (Intesa Sanpaolo Group, 2024a).

#### *Impegno ESG e finanza sostenibile*

Intesa Sanpaolo ha assunto un ruolo di primo piano nella promozione della finanza sostenibile. Il Gruppo ha avviato l'adozione della Dichiarazione Consolidata di Sostenibilità secondo gli standard ESRS e ha definito obiettivi ambiziosi in termini di riduzione delle emissioni: net zero entro il 2030 per le proprie emissioni dirette, ed entro il 2050 per le emissioni finanziate (Intesa Sanpaolo Group, 2024c). Nel 2024 sono stati erogati 34 miliardi di euro in finanziamenti verdi e circolari, mentre sono stati collocati 6 miliardi in strumenti obbligazionari ESG. Il programma *Social Impact Banking* ha destinato 1,3 miliardi di euro a progetti sociali, supportando categorie fragili ed economie locali.

### *L'operazione UBI Banca: effetti e razionali strategici*

L'acquisizione di UBI Banca, formalizzata nel 2020, ha rappresentato un punto di svolta per Intesa Sanpaolo. L'operazione, la più importante nel panorama bancario italiano dell'ultimo decennio, ha consentito al Gruppo di rafforzare in modo significativo la propria quota di mercato, portandola sopra il 20% in numerosi segmenti, tra cui impieghi, raccolta e asset management (Intesa Sanpaolo Group, 2021). Nonostante l'obbligo imposto dalle autorità antitrust di cedere 486 sportelli, la banca ha ampliato la propria penetrazione territoriale, raggiungendo un posizionamento di rilievo in 16 regioni italiane. Le sinergie stimate sono state pienamente realizzate con un anno di anticipo: 800 milioni di euro di sinergie di costo e 200 milioni di ricavo. Il *cost of risk* è diminuito sensibilmente grazie all'internalizzazione delle best practice di risk management (Intesa Sanpaolo Group, 2024b).

### **3.2 Panoramica sull'azienda target: UBI Banca**

#### *Profilo istituzionale e origini*

UBI Banca, acronimo di Unione di Banche Italiane S.p.A., è stata, fino al 2020, una delle principali realtà bancarie italiane. Costituita ufficialmente il 1° aprile 2007, la banca è nata dalla fusione tra due grandi gruppi cooperativi: Banche Popolari Unite e Banca Lombarda e Piemontese. Entrambe vantavano radici profonde nei territori del Nord Italia, specialmente in Lombardia e Piemonte, e avevano alle spalle una lunga tradizione di servizio alle comunità locali (UBI Banca, 2020a). Con sede legale a Bergamo, UBI ha saputo preservare l'identità e i valori di una "banca del territorio", mantenendo una forte vocazione retail e una particolare attenzione a famiglie e piccole e medie imprese. La trasformazione in società per azioni (S.p.A.), avvenuta nel 2015 in attuazione del Decreto Legge n. 18/2015, ha rappresentato un punto di svolta nella storia del gruppo: grazie a questo passaggio, la banca ha potuto accedere più facilmente ai capitali istituzionali e rafforzare la propria governance, adottando nel 2019 un modello monistico con Consiglio di Amministrazione e Comitato per il Controllo sulla Gestione (Archivio UBI Banca, 2019).

### *Struttura operativa e modello di business*

Al termine del 2019, UBI contava 1.575 filiali in Italia, suddivise in sette macro-aree geografiche, e alcuni uffici internazionali situati a Monaco, Lussemburgo, Madrid e Shanghai. Il gruppo impiegava circa 20.000 persone e serviva oltre 4 milioni di clienti (UBI Banca, 2020a).

Il modello di business era articolato in quattro principali divisioni operative:

- Retail & Private, per i servizi bancari tradizionali e la consulenza patrimoniale;
- Corporate & Investment Banking, per il supporto alle imprese, factoring e leasing;
- Asset Management & Bancassicurazione, grazie a collaborazioni con Pramerica, Aviva e Cattolica;
- Digital Banking, con l'innovativa piattaforma Qui UBI e la controllata IW Bank per il trading online.

Questa configurazione rispecchiava una strategia definita “di banca unica”, con l'obiettivo di integrare le strutture esistenti, migliorare l'efficienza e ridurre le sovrapposizioni operative.

### *Performance economico-finanziaria*

I dati del bilancio consolidato 2019 mostrano un gruppo solido ma con margini di miglioramento. Gli attivi totali ammontavano a 126,5 miliardi di euro, con impieghi netti per 84,6 miliardi e raccolta diretta per 95,5 miliardi. I proventi operativi raggiungevano i 3,64 miliardi, con una buona ripartizione tra margine di interesse (47,4%) e commissioni nette (45,7%) (UBI Banca, 2020a). L'utile netto era pari a 251 milioni di euro, ma penalizzato da costi straordinari legati al piano industriale; depurato di queste componenti, l'utile “normalizzato” saliva a 353 milioni di euro. Il ritorno sul patrimonio (ROE) si attestava al 2,6%, evidenziando una redditività ancora contenuta. Sotto il profilo patrimoniale, il CET1 ratio era pari al 12,34%, ben al di sopra del requisito minimo fissato dalla BCE. Il Total Capital Ratio era del 15,9%. La qualità del credito mostrava segnali di miglioramento, con un NPE ratio netto al 4,9% e un

coverage delle sofferenze del 52%, risultato di un'attenta strategia di *derisking* avviata a partire dal 2016 (UBI Banca, 2020a).

#### *Evoluzione e aggiornamenti 2020*

Nel primo semestre 2020, nonostante l'impatto della pandemia, UBI ha mantenuto una buona tenuta. I proventi operativi sono stati pari a 1,796 miliardi di euro (-1,8% rispetto all'anno precedente), sostenuti dalla stabilità delle commissioni e dalla riduzione dei costi operativi (-4%). Il margine di interesse si è contratto a 803 milioni di euro (-9,3%), principalmente per effetto della riduzione degli NPE e del contesto di tassi bassi. L'utile netto è stato pari a 184 milioni di euro. Nel medesimo periodo, il gruppo ha aggiornato il Piano Industriale 2020-2022, con l'obiettivo di migliorare il rendimento del capitale e ridurre l'NPE lordo sotto il 5% e distribuire un *payout* complessivo pari a 840 milioni di euro. Il piano confermava il focus su due pilastri strategici: bancassicurazione e digitalizzazione (Intesa Sanpaolo Group, 2020).

#### *Posizionamento nel mercato e struttura proprietaria*

UBI deteneva, al 2019, una quota di mercato pari al 5,7% degli impieghi bancari e al 5,6% della raccolta in Italia, con posizioni di leadership nelle regioni di Lombardia, Piemonte e Marche, dove le quote superavano il 12% (Archivio UBI Banca, 2019). Questo radicamento nelle aree economicamente più dinamiche del Paese costituiva un asset strategico per chiunque intendesse espandere la propria presenza nel settore bancario nazionale. Dal punto di vista azionario, UBI presentava un azionariato diffuso (con capitale flottante maggiore del 70%), ma con la presenza di un nucleo stabile rappresentato dal cosiddetto "Patto dei Mille", costituito da fondazioni e investitori istituzionali locali. Questa composizione, pur favorendo un certo pluralismo, rendeva più complesso il processo decisionale strategico (Archivio UBI Banca, 2019).

#### *Sostenibilità e innovazione tecnologica*

UBI Banca era attivamente impegnata nel campo della sostenibilità e della responsabilità sociale. A partire dal 2017 pubblicava regolarmente una dichiarazione non finanziaria secondo gli standard GRI. Nel 2019 ha emesso un Green Bond da 500 milioni di euro destinato a finanziare progetti nel settore dell'energia rinnovabile e

dell'efficienza energetica. Inoltre, ha lanciato l'iniziativa "UBI Comunità", volta a promuovere il welfare locale attraverso finanziamenti a impatto sociale. Anche sul piano tecnologico, UBI si stava evolvendo verso un modello più digitale. Il programma UBI Smart ha previsto l'installazione di centinaia di sportelli self-service e ATM evoluti, promuovendo l'adozione dei canali digitali e favorendo una maggiore efficienza operativa. Alla vigilia dell'OPA lanciata da Intesa Sanpaolo, UBI Banca si presentava come un operatore solido, caratterizzato da buoni livelli patrimoniali, qualità del credito in miglioramento e una forte presenza territoriale. Tuttavia, alcune debolezze strutturali, come la ridotta dimensione rispetto ai principali gruppi europei, una redditività ancora limitata e un contesto competitivo sempre più esigente, rendevano necessaria una nuova fase strategica. In questo scenario, l'operazione di acquisizione da parte di Intesa Sanpaolo ha rappresentato non solo un'occasione di rafforzamento per il Gruppo Intesa, ma anche una possibile via per valorizzare al meglio le potenzialità di UBI, integrandone l'identità territoriale e il know-how settoriale in una strategia di scala nazionale e sostenibile (UBI Banca, 2020b).

### **3.3 Panoramica dell'operazione di acquisizione**

L'acquisizione di UBI Banca da parte di Intesa Sanpaolo, annunciata il 17 febbraio 2020, rappresenta una delle più rilevanti operazioni bancarie mai realizzate in Italia e, più in generale, in Europa, dopo la crisi finanziaria globale del 2008. L'operazione ha segnato un punto di svolta nel processo di consolidamento del settore bancario italiano, configurandosi non solo come una manovra di crescita dimensionale, ma anche come un'azione strategica finalizzata all'efficienza operativa, all'espansione commerciale e alla leadership settoriale. Attraverso un'Offerta Pubblica di Acquisto e Scambio (OPAS) volontaria e totalitaria, Intesa Sanpaolo ha perseguito l'obiettivo di costruire un "campione nazionale" in grado di competere su scala europea per dimensioni, solidità patrimoniale e redditività (Intesa Sanpaolo Group, 2020).

#### *Struttura dell'offerta e tempistiche dell'operazione*

L'offerta pubblica di acquisto e scambio (OPAS) lanciata da Intesa Sanpaolo per acquisire UBI Banca si è configurata fin dall'inizio come una proposta di acquisizione non ostile ma fortemente determinata. Il 17 febbraio 2020, Intesa ha annunciato che

avrebbe offerto agli azionisti di UBI 17 nuove azioni ordinarie Intesa Sanpaolo per ogni 10 azioni possedute della banca target, stabilendo così un rapporto di concambio pari a 1,7. In questa prima formulazione, l'intero corrispettivo previsto consisteva esclusivamente in azioni, senza alcuna componente in denaro, per un controvalore implicito complessivo stimato in circa 4,9 miliardi di euro. Tale valutazione corrispondeva a un multiplo di circa 0,55 volte il tangible book value di UBI Banca, ovvero il valore contabile tangibile per azione, generando per questo una percezione di sottovalutazione tra alcuni dei principali azionisti di UBI, riuniti nel cosiddetto "Patto dei Mille" (Intesa Sanpaolo Group, 2020). Le critiche mosse dal fronte UBI riguardavano principalmente la modestia dell'offerta rispetto al valore intrinseco della banca, considerata una realtà solida e ben radicata sul territorio. Per superare questa resistenza e favorire l'adesione all'operazione, il 6 luglio 2020 Intesa Sanpaolo decise di migliorare i termini dell'offerta, introducendo un conguaglio in denaro di 0,57 euro per ciascuna azione UBI, determinando così un esborso complessivo aggiuntivo pari a circa 652 milioni di euro. L'operazione si è articolata in due fasi: nella prima, svoltasi dal 20 al 28 luglio 2020, l'offerta ha registrato adesioni pari al 90,2% del capitale sociale di UBI. A questa ha fatto seguito, il 4 agosto, l'avvio della procedura di acquisto obbligatorio delle restanti azioni (squeeze-out), che ha portato Intesa a detenere il 98,9% del capitale e a completare il delisting di UBI il 17 settembre 2020 (Intesa Sanpaolo Group, 2020; Il Sole 24 Ore, 2020). Come di consueto, per operazioni straordinarie di questo tipo, fu necessario il via libera da parte di numerosi enti regolatori, tra cui la Banca Centrale Europea, la Banca d'Italia, l'IVASS e la Commissione Europea. Un ruolo chiave fu svolto dall'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM), la quale autorizzò l'operazione a condizione che Intesa Sanpaolo cedesse 486 filiali UBI e 134 punti operativi a BPER Banca, nonché ulteriori 17 filiali a Mediocredito Centrale, per evitare concentrazioni eccessive in alcune aree territoriali. La cessione di tali asset fu completata nel febbraio 2021 (AGCM, 2020).

#### *Motivazioni strategiche e sinergie attese*

Alla base dell'operazione vi era una chiara strategia industriale: consolidare la posizione di leadership nel sistema bancario italiano, aumentare la scala operativa, razionalizzare i costi e migliorare l'efficienza gestionale, elementi ritenuti fondamentali per rafforzare la

competitività in uno scenario europeo sempre più selettivo (Intesa Sanpaolo Group, 2020). L'acquisizione avrebbe consentito di superare la soglia del 20% di quota di mercato negli impieghi, nella raccolta e nel risparmio gestito, con una base di clienti di oltre 13 milioni di persone. Le sinergie attese, secondo il Combination Plan ufficiale, erano quantificate in circa 730 milioni di euro lordi annui entro il 2024: 510 milioni da sinergie di costo (come chiusura filiali, centralizzazione funzioni, razionalizzazione IT) e 220 milioni da sinergie di ricavo, principalmente grazie a strategie di cross-selling e integrazione commerciale (Intesa Sanpaolo Group, 2020). Un ulteriore e rilevante vantaggio finanziario derivante dall'operazione di acquisizione di UBI Banca da parte di Intesa Sanpaolo è stato rappresentato dalla generazione di badwill, ovvero l'avviamento negativo. Questo si verifica quando il prezzo pagato per acquisire una società risulta inferiore al suo patrimonio netto contabile, segnalando che l'acquirente ha potuto ottenere l'impresa a condizioni vantaggiose. Nel caso specifico, il badwill maturato ammontava a circa 3,4 miliardi di euro e ha rappresentato una risorsa strategica per finanziare diverse iniziative post-integrazione senza intaccare la solidità patrimoniale del gruppo. Nello specifico, circa 1,3 miliardi di euro sono stati utilizzati per coprire costi straordinari legati all'integrazione operativa, come gli incentivi all'esodo e la migrazione dei sistemi IT; 1,8 miliardi sono stati impiegati per aumentare gli accantonamenti su crediti deteriorati e per sostenere cessioni di portafogli NPL; mentre i restanti 0,3 miliardi derivano da un beneficio fiscale connesso alla riduzione di imposte differite passive (Intesa Sanpaolo Group, 2020; Reuters, 2020).

#### *Aspetti finanziari e impatti sulla governance*

L'acquisizione fu finanziata esclusivamente tramite l'emissione di nuove azioni Intesa Sanpaolo, senza ricorrere a debito aggiuntivo né a capitali esterni. In particolare, furono emesse 1,9 miliardi di nuove azioni, preservando il CET1 ratio del gruppo su livelli superiori al 12% e garantendo una struttura patrimoniale solida anche dopo l'integrazione (Intesa Sanpaolo Group, 2021). Dal punto di vista della governance, il delisting di UBI determinò la cessazione degli organi sociali preesistenti, ma alcuni dirigenti e quadri strategici furono integrati all'interno della struttura di Intesa, e questa scelta rifletteva la volontà di mantenere la conoscenza del territorio e favorire la continuità nei rapporti con la clientela.

### *Impatti settoriali e prime evidenze di successo*

La fusione tra Intesa Sanpaolo e UBI Banca ha avuto effetti significativi sull'intero sistema bancario italiano, non solo per la rilevanza delle due entità coinvolte, ma soprattutto per le trasformazioni strutturali che ha innescato. In particolare, l'operazione ha contribuito a innalzare la dimensione media degli operatori del settore, favorendo un'accelerazione del processo di consolidamento già in atto nel mercato creditizio nazionale; infatti, dopo l'integrazione, Intesa Sanpaolo ha rafforzato la propria posizione di leadership, diventando la prima banca per impieghi e raccolta diretta in ben 16 regioni italiane, con una quota di mercato del 23% nei prestiti e del 24% nei depositi (Intesa Sanpaolo Group, 2021). Questa riorganizzazione ha permesso al gruppo di raggiungere rapidamente risultati operativi superiori alle aspettative iniziali. Già entro la fine del 2021, infatti, sono state realizzate sinergie di costo per 640 milioni di euro, cioè oltre il 90% del target previsto per il 2024, insieme a ricavi incrementali pari a circa 150 milioni di euro. Tali performance sono state rese possibili da un insieme coordinato di azioni: la chiusura di circa 900 filiali, l'integrazione dei sistemi informatici, e la standardizzazione dell'offerta commerciale su scala nazionale. Dal punto di vista del rischio di credito, i benefici sono stati altrettanto evidenti: il cost of risk nel perimetro ex-UBI è sceso a 45 punti base (rispetto agli 87 bps registrati da UBI nel 2019) e l'NPE ratio netto è calato al 2,3%, confermando l'efficacia delle strategie di derisking adottate (Intesa Sanpaolo Group, 2022). Si ritiene importante osservare questi due indicatori: cost of risk e NPE poiché in questa forniscono un ottimo potenziale informativo circa la rischiosità degli istituti di credito, infatti:

1. Il Cost of Risk è un indicatore che misura l'incidenza degli accantonamenti per rischi su crediti rispetto al totale degli impieghi della banca, ovvero, in altri termini, indica quanto la banca ha dovuto accantonare, in proporzione ai prestiti erogati, per coprire eventuali perdite su crediti non rimborsati (default, sofferenze, inadempienze). Nella pratica, se il valore è alto: è possibile assistere ad un deterioramento della qualità del credito e aumento delle insolvenze; se il valore è basso: si assiste ad una efficiente gestione del rischio e qualità elevata del portafoglio crediti.

2. L’NPE Ratio misura la percentuale dei crediti deteriorati (Non-Performing Exposures) sul totale dei crediti erogati. I crediti deteriorati includono sofferenze, inadempienze probabili e crediti scaduti da oltre 90 giorni. Nella pratica, se il valore è alto: è un segnale di un rischio elevato associato al portafoglio crediti e può influenzare negativamente la solvibilità della banca; se il valore è basso: è un segnale di buona qualità del credito e di basso rischio

### *Conclusioni*

L’operazione di acquisizione di UBI Banca da parte di Intesa Sanpaolo si è rivelata un esempio di fusione ben orchestrata, sia dal punto di vista industriale che finanziario. La struttura dell’offerta, incentrata su uno scambio azionario privo di esborso immediato in contanti (salvo conguaglio), ha permesso al gruppo acquirente di preservare la propria solidità patrimoniale e di beneficiare in modo efficiente del badwill. L’integrazione è avvenuta con tempistiche rapide e con risultati superiori alle attese in termini di sinergie. Inoltre, il pieno rispetto delle condizioni imposte dalle autorità antitrust e la capacità di mantenere una governance inclusiva e territoriale hanno contribuito alla stabilità e al successo dell’operazione. In tale prospettiva, il caso ISP-UBI può essere considerato paradigmatico per lo studio delle operazioni di M&A nel settore bancario europeo contemporaneo.

### **3.4 Analisi finanziaria pre-operazione**

Per comprendere le ragioni economiche e strategiche che hanno portato Intesa Sanpaolo all’acquisizione di UBI Banca, è fondamentale analizzare in modo comparativo la situazione finanziaria delle due singole banche alla fine del 2019. Questo confronto consente di evidenziare le differenze in termini di dimensioni, efficienza, redditività, solidità patrimoniale e qualità del credito, offrendo una base concreta per valutare la logica industriale dell’operazione. In particolare, un confronto permette di identificare le aree di complementarità tra i due istituti, nonché le opportunità di miglioramento che l’operazione avrebbe potuto generare.

### *Dimensione e struttura dei ricavi*

Al 31 dicembre 2019, Intesa Sanpaolo si configurava come una banca di dimensioni molto più ampie rispetto a UBI Banca. L'attivo totale di Intesa era pari a 816 miliardi di euro, mentre quello di UBI si fermava a 126,5 miliardi di euro, con una differenza superiore al rapporto di 6:1 (Intesa Sanpaolo Group, 2020; UBI Banca, 2020a). Anche gli impieghi netti e la raccolta diretta evidenziavano un divario simile: Intesa Sanpaolo riportava impieghi per 392,9 miliardi di euro e raccolta diretta per 443,3 miliardi, contro, rispettivamente, 84,6 e 95,5 miliardi per UBI. Tali numeri indicano che Intesa operava su una scala operativa notevolmente più estesa, elemento che le consentiva di beneficiare di economie di scala, condizioni di funding più vantaggiose e una più solida presenza sui mercati internazionali. Dal punto di vista della composizione dei ricavi, entrambi gli istituti mostravano una struttura relativamente bilanciata, infatti, nel caso di Intesa Sanpaolo il margine di interesse costituiva il 48% dei proventi operativi e le commissioni nette il 46%, segno di una solida diversificazione tra attività di intermediazione creditizia e servizi accessori, mentre UBI presentava un profilo simile, con il 47,4% dei ricavi derivanti dal margine di interesse e il 45,7% da commissioni, ma con valori assoluti molto più contenuti: 3,64 miliardi di euro di proventi totali contro i 18,08 miliardi di Intesa (Intesa Sanpaolo Group, 2020; UBI Banca, 2020a).

Tabella 1: Confronto tra Intesa e Ubi nel 2019

<b>Indicatore</b>	<b>Intesa Sanpaolo (ISP)</b>	<b>UBI Banca</b>
Totale attivo (€ mld)	816,0	126,5
Impieghi netti (€ mld)	392,9	84,6
Raccolta diretta (€ mld)	443,3	95,5
Proventi operativi (€ mld)	18,08	3,64
Margine di interesse (€ mld)	7,32	1,65
Commissioni nette (€ mld)	7,88	1,43
% Margine interesse	48,0%	47,4%
% Commissioni nette	46,0%	45,7%

Fonte: Rielaborazione propria su dati Intesa Sanpaolo Group 2020 e Ubi Banca 2020.

### *Redditività*

L'analisi della redditività mette ulteriormente in luce la distanza tra i due istituti. Intesa Sanpaolo ha registrato nel 2019 un utile netto di 4,18 miliardi di euro, corrispondente a un Return on Equity (ROE) dell'8,8%, contro i 251 milioni di utile netto e un ROE del 2,6% riportati da UBI Banca (Intesa Sanpaolo Group, 2020; UBI Banca, 2020a), questo divario riflette una maggiore capacità di Intesa di generare valore per gli azionisti e di gestire le risorse patrimoniali in modo più efficiente. Intesa beneficiava inoltre di una struttura operativa già ottimizzata grazie a precedenti integrazioni e di una maggiore redditività del proprio business model, in parte legata anche a un'offerta più estesa nei segmenti ad alto valore aggiunto come il wealth management.

### *Efficienza operativa*

Il cost/income ratio, indicatore, calcolato come costi operativi diviso proventi operativi, della capacità di un istituto di controllare i costi in relazione ai ricavi che esprime quindi il rapporto tra i costi operativi sostenuti e i ricavi operativi generati, indicando quanto la banca spende per ogni euro di ricavo prodotto, era pari al 51,4% per Intesa Sanpaolo e al 65,1% per UBI. Questo differenziale di quasi 14 punti percentuali è indicativo di una notevole differenza in termini di efficienza gestionale. La maggiore efficienza di Intesa era il risultato di un processo di digitalizzazione avanzato, con oltre 5 milioni di utenti attivi sulle piattaforme digitali, e di un'organizzazione che aveva già incorporato economie di scala e razionalizzazioni derivanti da precedenti fusioni (Intesa Sanpaolo Group, 2020).

### *Solidità patrimoniale*

Entrambe le banche rispettavano ampiamente i requisiti patrimoniali imposti dalle normative di Basilea III. Tuttavia, Intesa Sanpaolo disponeva di un Common Equity Tier 1 (CET1) ratio fully loaded pari al 14,1%, superiore al 12,34% registrato da UBI. Questo indicava non solo una maggiore capacità di assorbimento delle perdite da parte di ISP, ma anche la possibilità di finanziare l'operazione di acquisizione senza ricorrere a nuovi aumenti di capitale o strumenti di debito, mantenendo invariata la stabilità finanziaria del gruppo acquirente. Il CET1 ratio è un indicatore di solidità patrimoniale delle banche, rappresenta il rapporto tra il capitale primario di migliore qualità della

banca, composto da capitale sociale, riserve e utili non distribuiti, e il totale delle attività ponderate per il rischio (Risk-Weighted Assets, RWA), dove le attività ponderate per il rischio includono prestiti, investimenti e altre esposizioni, ciascuna con un peso differente in funzione del grado di rischio associato (Intesa Sanpaolo Group, 2020; UBI Banca, 2020a).

### *Qualità del credito*

Anche sul fronte del rischio di credito, Intesa Sanpaolo mostrava un profilo più solido. Il Net NPE ratio (rapporto tra crediti deteriorati netti e totale impieghi) era pari al 3,6% per ISP, rispetto al 4,9% di UBI (UBI Banca, 2020a; Intesa Sanpaolo Group, 2020). Il coverage ratio, che indica la percentuale di crediti deteriorati coperta da accantonamenti, era anch'esso migliore per Intesa (54,6%) rispetto a UBI (52%). Questo segnalava una politica di gestione del rischio più prudente ed efficace da parte del gruppo Intesa che aveva inoltre già avviato da tempo un piano strutturato di derisking, mentre invece UBI si trovava ancora in una fase di transizione, pur mostrando segnali incoraggianti di miglioramento (UBI Banca, 2020a; Intesa Sanpaolo Group, 2020).

### *Liquidità e funding*

Sul piano della liquidità, entrambe le banche rispettavano i limiti regolamentari, ma con differenze importanti nella composizione delle fonti di finanziamento. Intesa Sanpaolo presentava un Liquidity Coverage Ratio (LCR, che misura la capacità di una banca di coprire con riserve liquide le uscite nette di cassa attese nei successivi 30 giorni in uno scenario di crisi) pari al 146% e un Net Stable Funding Ratio (NSFR, che valuta la stabilità a lungo termine della struttura di finanziamento della banca, rapportando le fonti stabili di finanziamento ai fabbisogni stabili di liquidità a 1 anno) superiore al 110%, grazie a una solida base di attività liquide e a una maggiore diversificazione delle fonti di funding. UBI, sebbene in regola con i requisiti, faceva maggiormente affidamento sul funding retail, ossia sui depositi della clientela. Questa forma di raccolta, sebbene stabile in condizioni ordinarie, può diventare più vulnerabile in contesti di stress, aumentando il rischio di una fuga dei capitali e il costo del rifinanziamento (UBI Banca, 2020a).

### *Valutazione strategica e sinergie potenziali*

Il confronto analitico tra i due istituti consente di comprendere come l'operazione di acquisizione fosse giustificata non solo da logiche dimensionali, ma anche dalla possibilità di estrarre sinergie concrete. Intesa Sanpaolo si presentava come un gruppo solido, redditizio ed efficiente, mentre UBI Banca offriva una rete territoriale ben radicata, in particolare nelle regioni del Nord-Ovest, e una clientela retail stabile e fidelizzata. L'unione tra i due avrebbe potuto generare vantaggi in termini di ottimizzazione della rete distributiva, espansione nei servizi ad alto valore aggiunto e razionalizzazione dei costi.

Una sintesi delle rispettive posizioni competitive può essere ricavata attraverso una tabella SWOT pre-operazione:

Tabella 2: Analisi SWOT integrazione Intesa - UBI

<b>Fattori</b>	<b>Intesa Sanpaolo</b>	<b>UBI Banca</b>
<b>Punti di forza</b>	Leadership nazionale, diversificazione ricavi, efficienza operativa, solidità patrimoniale	Presenza territoriale capillare, relazioni consolidate con PMI e famiglie
<b>Punti di debolezza</b>	Complessità gestionale, esposizione al ciclo economico domestico	Bassa redditività, cost/income più elevato, qualità del credito ancora da migliorare
<b>Opportunità</b>	Estrazione sinergie di costo e ricavo, consolidamento quote di mercato	Accesso a tecnologie e risorse ISP, miglioramento efficienza
<b>Minacce</b>	Esecuzione complessa dell'integrazione, vincoli antitrust	Perdita di autonomia, chiusura filiali, razionalizzazione post-fusione

Fonte: Elaborazione propria su dati Intesa Sanpaolo 2020 e Ubi Banca 2020.

### *Conclusioni*

In conclusione, l'analisi finanziaria pre-operazione conferma l'esistenza di una forte complementarità strategica tra Intesa Sanpaolo e UBI Banca. L'operazione si fondava

su un solido razionale industriale: da un lato, la forza patrimoniale, reddituale e operativa di Intesa; dall'altro, la presenza territoriale e la base clienti di UBI. Le condizioni di partenza delle due banche tracciavano un quadro favorevole alla realizzazione di sinergie, alla riduzione dei costi e all'espansione dei servizi. Nei paragrafi successivi si verificherà se tali aspettative siano state effettivamente confermate in seguito all'integrazione.

### **3.5 Analisi finanziaria post-operazione**

L'analisi della performance economico-finanziaria di Intesa Sanpaolo nel periodo successivo all'acquisizione di UBI Banca da parte di Intesa Sanpaolo (2020-2024) costituisce un passaggio essenziale per valutare l'effettiva efficacia strategica e operativa dell'operazione. I dati consolidati evidenziano un netto miglioramento di tutti i principali indicatori di bilancio, dimostrando una piena capacità di assorbimento della banca target, la realizzazione delle sinergie previste e un rafforzamento strutturale del gruppo bancario risultante.

#### *Redditività e utile netto*

L'utile netto consolidato di Intesa Sanpaolo ha mostrato una crescita significativa nel quinquennio successivo all'operazione. Dai 3.277 milioni di euro nel 2020, valore penalizzato dalla pandemia e dai costi straordinari legati all'integrazione, si è passati a 4.185 milioni nel 2021 (+27,7%) e a 5.500 milioni nel 2022 (+31,5%), fino a raggiungere un valore record di 6.700 milioni nel 2023 e 8.700 milioni nel 2024. Questo miglioramento continuo testimonia la crescente efficienza del nuovo perimetro operativo e il successo del piano di valorizzazione delle sinergie (Intesa Sanpaolo Group, 2021-2024).

#### *Efficienza operativa*

Il cost/income ratio è sceso progressivamente dal 53,0% nel 2020 al 45,2% nel 2024. Questo trend riflette la razionalizzazione della rete distributiva, l'integrazione dei sistemi informativi, la maggiore digitalizzazione dei servizi e una crescita equilibrata dei ricavi operativi, il gruppo ha infatti chiuso oltre 900 filiali dal 2020 al 2022, concentrando le risorse su canali digitali e segmenti a maggior valore aggiunto, in linea

con gli obiettivi strategici del Piano Industriale 2022-2025 (Intesa Sanpaolo Group, 2022).

#### *Solidità patrimoniale*

Il Common Equity Tier 1 (CET1) ratio è passato dal 14,1% nel 2020 al 14,6% nel 2024, confermandosi ben al di sopra dei requisiti regolamentari imposti dalla BCE. Tale risultato è stato raggiunto nonostante l'assorbimento degli attivi ponderati per il rischio (RWA) di UBI Banca, grazie a una politica di gestione prudente, alla crescita organica del capitale e all'ottimizzazione degli RWA attraverso strumenti di capital management (Intesa Sanpaolo Group, 2021-2024).

#### *Qualità del credito*

La qualità dell'attivo è migliorata costantemente. Il rapporto tra crediti deteriorati netti (NPE ratio) è sceso dal 3,6% nel 2020 al 2,1% nel 2024. Parallelamente, il coverage ratio sulle sofferenze è cresciuto fino al 55%, segnalando un rafforzamento delle politiche di accantonamento. La riduzione del costo del rischio (cost of risk), da 59 punti base nel 2020 a 45 nel 2023, dimostra l'efficacia della strategia di derisking attuata dal gruppo anche attraverso la gestione attiva dei portafogli NPL, ovvero i Non-Performing Loans che rappresentano l'insieme dei prestiti che una banca ha concesso ma che il debitore non riesce più a rimborsare regolarmente (Intesa Sanpaolo Group, 2021-2024).

#### *Ricavi operativi*

I ricavi operativi sono aumentati stabilmente nel quinquennio. Nel 2020 si attestavano a 18,0 miliardi di euro, salendo a 20,3 miliardi nel 2021 (+12,7%) e a 22,9 miliardi nel 2022 (+12,8%). Nel 2023 e nel 2024 hanno raggiunto rispettivamente i 26,7 e i 28,9 miliardi. Il margine di interesse ha beneficiato della risalita dei tassi d'interesse dovuta ai noti scenari macroeconomici intercorsi, mentre le commissioni nette sono cresciute grazie all'espansione nel wealth management, nella bancassicurazione e nei servizi digitali.

### *Impatti dell'operazione*

La performance post-acquisizione mostra il pieno raggiungimento e in alcuni casi il superamento delle previsioni contenute nel Combination Plan del 2020. Le sinergie di costo sono state realizzate per oltre il 90% già nel 2022 (640 milioni su 730 previsti), mentre le sinergie di ricavo hanno superato i 150 milioni nel 2021. L'integrazione della rete, la razionalizzazione dei processi, l'armonizzazione dei sistemi e il consolidamento della leadership commerciale hanno prodotto un beneficio tangibile in termini di redditività, solidità e qualità del credito.

La tabella 3 sintetizza i principali indicatori finanziari del gruppo post-operazione:

Tabella 3: Analisi post operazione Intesa - Ubi dal 2020 al 2024

<b>Indicatore</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>
Utile netto (milioni €)	3.277	4.185	5.500	6.700	8.700
Ricavi operativi (milioni €)	18.080	20.350	22.900	26.700	28.900
Cost/income ratio	53,0%	50,5%	47,3%	46,2%	45,2%
CET1 ratio	14,1%	14,0%	13,9%	14,3%	14,6%
NPE ratio netto	3,6%	2,9%	2,5%	2,3%	2,1%

Fonte: Elaborazione propria su dati Intesa Sanpaolo 2020-2024.

Anche grazie a questo è perciò più immediato comprendere come l'integrazione di UBI Banca nel perimetro di Intesa Sanpaolo ha avuto un impatto altamente positivo sulla performance economica e patrimoniale del gruppo. La crescita dell'utile netto, la riduzione del cost/income, il rafforzamento del capitale e il miglioramento della qualità del credito rappresentano evidenze concrete della creazione di valore, questi risultati rafforzano la posizione di ISP come operatore leader a livello nazionale ed europeo e dimostrano l'efficacia di una strategia di crescita implementata attraverso l'utilizzo di una complessa operazione di finanza straordinaria guidata da rigorosi criteri di sostenibilità, efficienza e controllo del rischio (Di Lazzaro e Musco, 2015).

### **3.6 Analisi dell'effettiva creazione di valore post-acquisizione**

L'integrazione di UBI Banca nel perimetro di Intesa Sanpaolo, completata nel 2020, costituisce uno dei più rilevanti esempi di operazione di fusione e acquisizione nel settore bancario italiano degli ultimi decenni. Per valutare l'effettiva creazione di valore conseguente a tale operazione, è necessario un approccio multidimensionale che consideri la performance economico-finanziaria, la redditività per l'azionista, la sostenibilità patrimoniale e la coerenza con le aspettative del mercato. In tale ottica, si ritiene utile adottare un'analisi integrata fondata su indicatori contabili (ROIC, EVA, EPS), di mercato (TSR, MVA) e di sostenibilità operativa e ambientale (indicatori ESG).

#### *Ritorno sul capitale investito e confronto con il WACC*

Il Return on Invested Capital (ROIC) e il Weighted Average Cost of Capital (WACC) sono due indicatori fondamentali per misurare la capacità di un'azienda di creare valore economico. Il ROIC rappresenta il rendimento effettivo ottenuto da un'impresa sul capitale investito, mentre il WACC indica il costo medio che l'impresa sostiene per raccogliere capitali, ponderando il costo del capitale proprio e di quello di debito. Quando il ROIC supera il WACC, significa che l'impresa sta generando un ritorno superiore al costo dei finanziamenti, creando così valore per gli investitori (Di Lazzaro & Musco, 2015). Nel caso di Intesa Sanpaolo, nel 2019, quindi prima dell'acquisizione di UBI Banca, il ROIC si attestava al 6,8%, a fronte di un WACC stimato al 5,7%, con uno spread positivo dell'1,1%. Questo margine si è ampliato nel tempo, grazie all'integrazione di UBI e alla piena realizzazione delle sinergie previste. Nel 2024, il ROIC ha raggiunto il 9,4%, mentre il WACC è rimasto stabile attorno al 5,6%, determinando uno spread di 3,8 punti percentuali. In termini pratici, ciò significa che per ogni euro investito, la banca ha generato un guadagno netto di quasi 4 centesimi oltre il minimo richiesto dagli investitori, confermando una solida creazione di valore (Intesa Sanpaolo, 2024; Borsa Italiana, 2024).

#### *Economic Value Added (EVA) e Market Value Added (MVA)*

Il surplus di valore generato può essere quantificato attraverso l'EVA (Economic Value Added), calcolato come il prodotto tra il differenziale ROIC-WACC e il capitale

investito. Per il 2024, l'EVA di Intesa Sanpaolo è stimato in circa 11,2 miliardi di euro, rispetto ai 3,5 miliardi del 2019. Questo dato indica un incremento di oltre il 220%, a testimonianza dell'incremento della capacità del gruppo di creare valore al di sopra delle aspettative dei finanziatori e degli azionisti. Sul fronte di mercato, la capitalizzazione di Intesa Sanpaolo è cresciuta da circa 34 miliardi di euro (febbraio 2020) a circa 87 miliardi (Borsa Italiana, maggio 2025), mentre il patrimonio netto tangibile è aumentato da 48 a 55 miliardi. L'incremento della MVA (Market Value Added), calcolato come differenza tra la capitalizzazione di mercato e il patrimonio netto tangibile, stimato a circa 32 miliardi di euro rappresenta un ulteriore segnale della fiducia del mercato nella sostenibilità e nella qualità dei risultati generati post-fusione (Intesa Sanpaolo, 2024; Borsa Italiana, 2024).

#### *Rendimento totale per l'azionista (TSR) ed EPS*

Il Total Shareholder Return (TSR) rappresenta un indicatore chiave per valutare la performance complessiva di un investimento azionario, poiché combina l'apprezzamento del prezzo delle azioni con i dividendi distribuiti agli azionisti. Nel periodo compreso tra il 17 febbraio 2020 e il 30 aprile 2025, Intesa Sanpaolo ha registrato un TSR di circa l'84%, superando significativamente l'indice EuroStoxx Banks, che nello stesso arco temporale ha mostrato una crescita più contenuta. Questo risultato è attribuibile a una politica di distribuzione dei dividendi particolarmente generosa, con un pay-out ratio medio del 70%, e a programmi di riacquisto di azioni proprie (buy-back) che hanno contribuito a sostenere il valore delle azioni e a migliorare l'attrattiva per gli investitori. Allo stesso modo, l'Earnings Per Share (EPS) adjusted, che è una versione più accurata dell'indicatore EPS (utile per azione) in quanto prende in considerazione solo la parte operativa di utile netto e quindi esclude componenti straordinarie o non ricorrenti che potrebbero alterare il risultato netto di periodo, di Intesa Sanpaolo è aumentato da €0,20 nel 2019 a €0,42 nel 2024, evidenziando un tasso di crescita annuo composto (CAGR) del 16%. Questo incremento riflette la capacità della banca di generare utili in crescita costante, sostenuta da una gestione efficiente e da strategie di business efficaci. L'aumento dell'EPS, combinato con una politica di remunerazione degli azionisti orientata alla generosità, ha determinato un significativo incremento del valore per l'azionista, consolidando la posizione di Intesa Sanpaolo

come uno degli istituti bancari più performanti nel panorama europeo (Intesa Sanpaolo, 2024; Borsa Italiana, 2024).

#### *Efficienza operativa e sinergie*

L'efficienza operativa rappresenta uno degli elementi più importanti per comprendere se un'operazione di acquisizione ha effettivamente generato valore nel lungo periodo. Nel caso dell'integrazione tra Intesa Sanpaolo e UBI Banca, tale efficienza è migliorata in modo sostanziale. Un indicatore chiave in questo ambito è il cost/income ratio, che mette in relazione i costi operativi totali con i ricavi operativi. Nel 2019, prima dell'acquisizione, questo indice per Intesa Sanpaolo era pari al 51,4%, mentre nel 2024 è sceso al 42,7%, un valore decisamente migliore rispetto all'obiettivo fissato nel Business Plan, che prevedeva una soglia massima del 46% (Intesa Sanpaolo Group, 2020–2024). Questa riduzione è stata resa possibile principalmente grazie a sinergie di costo generate dall'integrazione, che hanno superato i 1.000 milioni di euro all'anno, contro un target iniziale di 730 milioni. I risparmi sono derivati soprattutto da circa 5.000 uscite volontarie di personale ex-UBI e dalla chiusura di oltre 830 filiali, riducendo le spese legate alla rete fisica. Inoltre, il *jaws effect*, ossia la differenza positiva tra il tasso di crescita dei ricavi e quello dei costi, è rimasto stabile, a conferma della capacità del gruppo di migliorare la redditività operativa nel tempo (Berk & DeMarzo, 2018; Intesa Sanpaolo Group, 2024).

#### *Patrimonializzazione e autofinanziamento dell'operazione*

La solidità patrimoniale di Intesa Sanpaolo è rimasta elevata anche dopo l'acquisizione di UBI Banca, nonostante l'imponente distribuzione di valore agli azionisti sotto forma di dividendi e operazioni di buy-back, pari complessivamente a circa 24 miliardi di euro tra il 2021 e il 2024. Il Common Equity Tier 1 (CET1) ratio fully loaded, indicatore chiave della capacità di assorbire eventuali perdite, si è mantenuto sempre sopra il 13%, con un margine di sicurezza di oltre 400 punti base rispetto al requisito minimo richiesto dalla BCE. Questo risultato è stato possibile grazie al contributo delle sinergie operative e all'impiego del badwill generato nell'operazione, che hanno permesso di finanziare internamente l'integrazione senza ricorrere a nuove emissioni di capitale o debito (Intesa Sanpaolo Group, 2021-2024; Berk & DeMarzo, 2018).

Negli ultimi anni, la misurazione del valore creato da un'operazione di fusione non può più limitarsi ai soli indicatori economico-finanziari tradizionali. Il concetto di valore, infatti, si è ampliato includendo le dimensioni della sostenibilità ambientale, sociale e di governance, riassunte nell'acronimo ESG (Environmental, Social, Governance). In quest'ottica, l'integrazione tra Intesa Sanpaolo e UBI Banca si è distinta anche per il suo contributo alla creazione di valore "sostenibile".

#### *Valore sostenibile ESG e valutazione complessiva*

Nel periodo 2021-2024, Intesa Sanpaolo ha erogato oltre 66 miliardi di euro in finanziamenti destinati a progetti "green & circular", con l'obiettivo di promuovere un'economia a basse emissioni e favorire modelli produttivi più sostenibili. Contestualmente, il gruppo ha ridotto del 70% le proprie emissioni dirette e ha collocato sul mercato circa 6 miliardi di euro in obbligazioni legate a obiettivi di sostenibilità (sustainability-linked bonds), rafforzando la propria reputazione di banca attenta al cambiamento climatico e agli impatti sociali delle proprie attività (Intesa Sanpaolo Group, 2021-2024). Queste azioni hanno portato Intesa Sanpaolo a essere inclusa stabilmente nei principali indici ESG internazionali, tra cui l'MSCI ESG Leaders Index e il FTSE4Good Index. La presenza in questi indici non solo certifica l'elevato livello di performance non finanziaria, ma favorisce anche l'interesse di investitori istituzionali a lungo termine orientati a criteri sostenibili, contribuendo così a una riduzione del premio per il rischio azionario (Eccles, Ioannou & Serafeim, 2014). Alla luce di queste considerazioni, l'acquisizione di UBI Banca ha generato un valore ampio e articolato, che ha superato le soglie previste dal Documento di Offerta del 2020. I principali indicatori economico-finanziari, come ROIC, EVA, TSR, EPS e cost/income, hanno mostrato miglioramenti significativi, confermando una creazione di valore tangibile sia sul piano interno (efficienza operativa, redditività, qualità del credito), sia su quello esterno (fiducia degli investitori, remunerazione degli azionisti, reputazione ESG). Tre elementi sono stati decisivi per il successo dell'operazione: l'estrazione tempestiva delle sinergie previste, l'efficace gestione del rischio creditizio e patrimoniale, e l'integrazione di risorse umane e tecnologie in una struttura operativa più snella ed efficiente.

In conclusione, il caso Intesa Sanpaolo–UBI rappresenta un esempio di fusione “value-enhancing” nel settore bancario europeo, in cui la performance economica si è accompagnata alla sostenibilità patrimoniale e alla creazione di valore condiviso per tutti gli stakeholder.

## **CAPITOLO QUATTRO**

### **Il caso Campari e Wild Turkey**

L'acquisizione del marchio statunitense Wild Turkey da parte del Gruppo Campari rappresenta una delle operazioni di M&A più significative nella storia recente del settore degli alcolici e un punto di svolta nella strategia di espansione internazionale del gruppo italiano. L'operazione, formalizzata nel 2009, si inserisce in un contesto storico contraddistinto da due grandi dinamiche: da un lato, la crescente attrattività del segmento dei bourbon premium a livello globale; dall'altro, la volontà di Campari di diversificare il proprio portafoglio marchi entrando in maniera strutturata nella categoria dei brown spirits.

L'operazione di acquisizione e la successiva integrazione di Wild Turkey nel perimetro Campari si è articolata in diverse fasi chiave, scandite da eventi decisivi che ne hanno determinato l'esito:

- 2005: Pernod Ricard acquisisce il marchio Wild Turkey nell'ambito della fusione con Allied Domecq;
- 2008: in seguito all'acquisizione di Absolut Vodka, Pernod Ricard avvia un piano di dismissioni non-core, individuando Wild Turkey tra gli asset da alienare;
- 9 aprile 2009: Campari annuncia ufficialmente l'accordo per l'acquisizione del marchio Wild Turkey e delle relative attività industriali, per un valore complessivo di 581 milioni di dollari (Campari Group, 2009a);
- 29 maggio 2009: finalizzazione dell'operazione attraverso un asset deal che include il brand, la distilleria di Lawrenceburg (Kentucky), lo stabilimento di imbottigliamento in Arkansas, le scorte in invecchiamento e la rete distributiva;
- 2011-2013: dopo una prima fase di stabilizzazione, Campari avvia una strategia di espansione, che vede il lancio globale di Wild Turkey 81 Proof e American Honey, l'ampliamento della capacità produttiva e l'ingresso in oltre 15 nuovi mercati.

- 2014-2018: fase di “modernizzazione”, con oltre 110 milioni di dollari investiti nella costruzione di un nuovo centro visitatori e nel raddoppio dei magazzini di invecchiamento (Campari Group, 2016).
- 2023: Campari annuncia un ulteriore investimento da 161 milioni di dollari per la costruzione di una seconda distilleria a Lawrenceburg, rafforzando il proprio presidio industriale negli Stati Uniti (Distillery Trail, 2023).

Questa sequenza di eventi evidenzia come l’integrazione di Wild Turkey abbia comportato un articolato processo di trasformazione industriale, commerciale e organizzativa, culminato in un consolidamento strutturale del brand nel portafoglio del gruppo. I paragrafi seguenti analizzeranno nei principali elementi dell’operazione, con particolare attenzione agli impatti finanziari e strategici conseguiti in seguito all’operazione di acquisizione.

#### **4.1 Panoramica sull’azienda che acquisisce: Campari Group (Davide Campari-Milano N.V.)**

Il Campari Group, oggi ufficialmente denominato Davide Campari-Milano N.V., è una delle principali multinazionali nel settore globale degli alcolici premium e super-premium. Fondato nel 1860 da Gaspare Campari, il gruppo ha intrapreso un primo percorso di industrializzazione con l’apertura del suo storico stabilimento a Sesto San Giovanni nel 1904, sotto la guida del figlio Davide. Tuttavia, la vera trasformazione dell’azienda in un operatore globale si concretizza a partire dagli anni Novanta, quando Campari avvia una strategia di crescita per linee esterne attraverso numerose acquisizioni mirate, strategicamente selezionate per rafforzare la presenza in mercati chiave e accedere a categorie di prodotti ad alta marginalità. Infatti, nel corso di poco meno di trent’anni, tra il 1995 e il 2024, Campari ha completato 28 operazioni di M&A dove, tra le più rilevanti si notano l’acquisizione di Crodino (1995), Skyy Spirits (2001), Glen Grant (2005), Wild Turkey (2009), Grand Marnier (2016) e Trois Rivières (2019), ciascuna delle quali ha contribuito in modo sostanziale all’ampliamento del portafoglio marchi e all’internazionalizzazione del business (Campari Group, 2024a). Oggi, Campari è presente in oltre 190 Paesi con un portafoglio di più di 50 marchi e opera attraverso una rete produttiva composta da 25 siti industriali distribuiti a livello globale,

questo posizionamento lo rende il sesto operatore al mondo nel segmento degli spirits premium, secondo i dati IWSR (2024).

#### *Struttura societaria e governance*

Nel 2020, Campari ha trasferito la propria sede legale nei Paesi Bassi, adottando la forma giuridica olandese di Naamloze Vennootschap (N.V.). Tale scelta è stata motivata dalla necessità di acquisire maggiore flessibilità nelle future operazioni straordinarie e di rafforzare la governance secondo le best practice di matrice anglosassone, mantenendo tuttavia il quartier generale operativo e le funzioni centrali a Sesto San Giovanni, vicino Milano (Campari Group, 2024b). La governance è affidata a un consiglio di amministrazione composto da undici membri. Dal 2024, Bob Kunze-Concewitz, storico CEO, ha assunto il ruolo di presidente non esecutivo, mentre la guida operativa è passata a Matteo Fantacchiotti. La struttura monistica olandese, affiancata da comitati specializzati in controllo interno e remunerazione, garantisce un sistema di supervisione efficace e trasparente. L'assetto proprietario è dominato dalla holding Lagfin S.C.A., controllata dalla famiglia Garavoglia, che detiene il 51% dei diritti di voto grazie al meccanismo delle loyalty shares, mentre il restante 49% è detenuto da investitori istituzionali e retail (Banca dei Regolamenti Internazionali, 2024).

#### *Struttura operativa*

Il modello operativo del Gruppo Campari è strutturato su base geografica e strategica, con l'obiettivo di ottimizzare la gestione e massimizzare la performance dei propri marchi in tutto il mondo. La suddivisione territoriale si articola in tre macroregioni: le Americhe, che rappresentano il 45,2% delle vendite totali nel 2024; l'area EMEA (Europa, Medio Oriente e Africa), che contribuisce con il 47,7%; e la regione Asia-Pacifico, che incide per il restante 7,1% del fatturato (Campari Group, 2024a). Ogni regione ha piena autonomia nella gestione del proprio conto economico interno ed è responsabile sia delle attività di vendita on-trade (cioè bar, hotel e ristoranti), sia del canale off-trade, che comprende la grande distribuzione organizzata, il retail e l'e-commerce. Parallelamente, Campari ha adottato una segmentazione strategica del proprio portafoglio marchi in quattro "case" tematiche: la *House of Aperitifs* (Aperol,

Campari, Crodino, Picon, Cynar), la *House of Whisk(e)y & Rum* (Wild Turkey, Russell's Reserve, Appleton Estate, Wray & Nephew), la *House of Agave* (Espolòn, Ancho Reyes, Montelobos) e la linea *Super-premium & Specialty* (Grand Marnier, The Glen Grant, Courvoisier, Bulldog Gin). Questo modello permette al gruppo di concentrare oltre il 65% degli investimenti in advertising & promotion (A&P) sui marchi globali ad alta priorità strategica, che da soli generano circa il 70% dei ricavi. Al tempo stesso, Campari preserva marchi regionali e locali che, pur avendo un profilo meno internazionale, garantiscono una forte presenza nei mercati di riferimento e contribuiscono in modo significativo alla stabilità del cash flow (Campari Group, 2024a).

#### *Risultati economico-finanziari*

Nel corso del 2024, il Gruppo Campari ha evidenziato una performance economico-finanziaria solida e coerente con gli obiettivi strategici di crescita sostenibile. I ricavi netti hanno raggiunto i 3,07 miliardi di euro, registrando un incremento del 5,2% rispetto all'esercizio precedente. Al netto delle variazioni di perimetro e delle fluttuazioni valutarie, la crescita organica si è attestata al 3,1%, riflettendo una buona tenuta delle vendite in un contesto macroeconomico ancora complesso (Campari Group, 2024b). Il risultato operativo rettificato (EBIT-adjusted) è stato pari a 523 milioni di euro, corrispondente a un margine operativo del 17,1%, questo dato conferma la capacità del gruppo di generare valore attraverso un attento controllo dei costi, un miglioramento del mix prodotto e l'efficienza operativa. L'utile netto rettificato si è attestato a 367 milioni di euro, mentre il ritorno sul capitale investito (ROIC adjusted) ha raggiunto il 10,6%, a dimostrazione di un utilizzo efficace delle risorse e di una profittabilità sostenibile nel lungo periodo. Dal punto di vista patrimoniale, Campari mantiene una struttura finanziaria equilibrata, il rapporto tra debito netto e EBITDA rettificato è pari a 3,2x, che sale temporaneamente a 3,4x includendo l'impatto dell'acquisizione di Courvoisier. La generazione di cassa operativa, pari a 570 milioni di euro, ha consentito al gruppo di finanziare agevolmente 190 milioni di investimenti, tra cui l'espansione della distilleria Wild Turkey, e di distribuire 210 milioni in dividendi agli azionisti. Infine, il CET1-like ratio, calcolato come rapporto tra patrimonio netto e totale attivo secondo i principi IFRS, si è attestato al 47%, un livello

che testimonia la robustezza del capitale e la resilienza del gruppo (Campari Group, 2024c).

#### *Strategia di crescita e posizionamento competitivo*

Il piano strategico delineato da Campari Group per il 2025 mira a rafforzare ulteriormente la crescita sostenibile dell'azienda, sia in termini di ricavi sia di redditività. L'obiettivo dichiarato è quello di mantenere un tasso di crescita organica dei ricavi compreso tra il 4% e il 6% annuo, accompagnato da un incremento possibilmente costante nel margine operativo. Per raggiungere tali risultati, la strategia si articola su cinque direttrici principali, fortemente integrate tra loro (Campari Group, 2024d):

- In primo luogo, la premiumisation del portafoglio prodotti costituisce una leva centrale. Campari punta, infatti, al lancio di linee ultra-premium (es. Russell's Reserve 15 YO), capaci di aumentare il valore medio per unità venduta e attrarre consumatori ad alta capacità di spesa;
- In secondo luogo, il gruppo intende espandersi in mercati emergenti ad alto potenziale, tra cui Corea del Sud, Messico e Polonia, attraverso investimenti in strutture distributive dirette e canali locali;
- La terza direttrice riguarda l'efficientamento industriale, basato sull'adozione di tecnologie digitali avanzate (Industry 4.0), utili a migliorare l'efficienza produttiva e ridurre i costi operativi;
- La strategia include inoltre un approccio selettivo alle acquisizioni, con focus su categorie ad elevata crescita come gli spirits a base di agave, in modo da rafforzare ulteriormente la diversificazione del portafoglio;
- Infine, l'azienda ha integrato nel proprio piano una serie di obiettivi ESG ambiziosi, quali la riduzione del 30% del consumo idrico entro il 2030, l'uso esclusivo di energia rinnovabile in Europa entro il 2025 e il raggiungimento della neutralità carbonica entro il 2050.

Dal punto di vista del posizionamento competitivo, secondo i dati IWSR (2024), Campari si conferma leader mondiale nel segmento degli aperitivi con una quota del 35% in valore per Aperol e del 14% per il marchio Campari. È inoltre il quarto attore

globale nel bourbon premium (grazie a Wild Turkey) e il secondo nel segmento del rum premium, con Appleton Estate. Tali risultati sono rafforzati da un margine EBIT-adjusted pari al 17%, superiore di circa 300 punti base rispetto ai principali concorrenti europei come Pernod Ricard e Rémy Cointreau. Questo vantaggio è attribuibile a un mix di prodotto più favorevole, alla verticalizzazione della filiera produttiva del bourbon e alla natura meno capital-intensive del comparto aperitivi, che richiede investimenti industriali relativamente contenuti.

### *Conclusione*

Il Campari Group rappresenta oggi uno dei più solidi e dinamici operatori globali nel comparto degli alcolici premium. La sua strategia di crescita, fondata su innovazione di portafoglio, internazionalizzazione e disciplina finanziaria, ne fa un attore “seriale” nel mercato M&A. L’acquisizione di Wild Turkey, analizzata nei paragrafi successivi, costituisce un perfetto esempio di come il gruppo sia in grado di identificare, acquisire e valorizzare asset strategici per rafforzare la propria posizione nei mercati a più alto valore aggiunto.

## **4.2 Panoramica sull’azienda target: Wild Turkey**

### *Origini storiche e sviluppo del marchio*

Wild Turkey è uno dei marchi più iconici e storici del panorama bourbon statunitense. Le sue origini risalgono al 1869, anno in cui i fratelli Ripy fondarono una distilleria a Lawrenceburg, Kentucky. Tuttavia, è nel 1940 che il brand assunse la denominazione attuale grazie a Thomas McCarthy, dirigente della Austin Nichols, il quale portò campioni di bourbon a una battuta di caccia al tacchino selvatico (wild turkey).

L’apprezzamento dei compagni di battuta per “quel bourbon del tacchino selvatico” determinò il nome definitivo del prodotto (Wild Turkey, 2024). Nel corso degli anni, il marchio ha mantenuto un forte legame con l’identità tradizionale del Kentucky bourbon, anche grazie alla presenza del Master Distiller Jimmy Russell, entrato in distilleria nel 1954 e tuttora considerato una leggenda vivente del settore (Food & Wine, 2024). Il figlio Eddie Russell, attivo dal 1981, ha progressivamente assunto un ruolo guida nello

sviluppo del portafoglio prodotti, contribuendo al rinnovamento dell'immagine del brand e alla sua coerenza qualitativa.

#### *Struttura produttiva e asset industriali fino al 2008*

Alla vigilia dell'acquisizione da parte di Campari nel 2009, Wild Turkey disponeva di una struttura produttiva moderna e completa, in grado di coprire internamente tutte le fasi della produzione del bourbon. Il cuore delle operazioni era rappresentato dalla distilleria di Tyrone, situata a Lawrenceburg, Kentucky, dotata di dieci colonne di distillazione e 26 pot still (doubler), con una capacità annua stimata in circa 11 milioni di galloni. Per la fase di invecchiamento, l'azienda utilizzava quattordici magazzini, sia in legno tradizionale che a struttura metallica, capaci di ospitare oltre 600.000 barili in maturazione, garantendo così una continuità produttiva su un orizzonte pluriennale. L'imbottigliamento finale avveniva in uno stabilimento situato in Arkansas, attivo in modalità co-packing dal 1998 (Campari Group, 2009b).

#### *Portafoglio prodotti*

Alla vigilia dell'acquisizione da parte di Campari, il portafoglio prodotti di Wild Turkey era strutturato in modo da coprire efficacemente le principali nicchie del mercato premium del bourbon e del rye whiskey, garantendo un presidio trasversale tra tradizione e innovazione. Il prodotto di punta era Wild Turkey 101, imbottigliato a 101 proof (50,5% ABV), noto per il suo profilo gustativo deciso, speziato e corposo, apprezzato dagli intenditori. A completamento dell'offerta c'era Rare Breed, una versione barrel proof non diluita, pensata per un pubblico esperto in cerca di autenticità. Russell's Reserve, gamma premium sviluppata dai Master Distillers Jimmy ed Eddie Russell, proponeva bourbon e rye whiskey invecchiati fino a 10 anni. A ciò si aggiungeva American Honey, un liquore a base di bourbon e miele concepito per conquistare consumatori più giovani. Infine, il portafoglio includeva una linea ready-to-drink (RTD) molto popolare in Australia, dove Wild Turkey deteneva oltre il 25% del mercato nel segmento whisky-based (Campari Group, 2009a).

### *Performance economico-finanziaria pre-acquisizione*

Nel triennio precedente l'acquisizione da parte di Campari (2006-2008), Wild Turkey ha evidenziato una solida crescita economico-finanziaria, con una performance che riflette la forza del brand nel mercato dei bourbon premium. I ricavi netti sono aumentati da 108 a 136 milioni di dollari, con un tasso di crescita annuale composto (CAGR) pari al 12,3%, superiore alla media di settore. A conferma dell'elevata redditività, il margine di contribuzione è rimasto stabile attorno al 59% lungo tutto il triennio, mentre il CAAP, Contribution After Advertising & Promotion ovvero il margine operativo al netto delle spese promozionali, è cresciuto da 46,2 a 56,1 milioni di dollari (Campari Group, 2009b). Tale performance è stata sostenuta da tre principali leve strategiche. In primo luogo, l'aumento progressivo del prezzo medio di vendita sul mercato statunitense (+4% annuo) ha rafforzato la percezione premium del prodotto. In secondo luogo, il lancio del liquore American Honey nel 2007 ha permesso di attrarre nuovi segmenti di consumatori, in particolare quelli più giovani. Infine, la rapida espansione nel mercato australiano, dove la linea RTD (Ready-To-Drink) ha registrato una crescita del 23,3% CAGR, ha ampliato significativamente la base internazionale del brand (Campari Group, 2009b).

### *Posizionamento competitivo e mercati chiave*

Nel 2008, Wild Turkey si posizionava come uno dei marchi più rilevanti nel segmento dei bourbon premium, con una quota di mercato pari all'8% negli Stati Uniti, che rappresentano il primo mercato mondiale per volume e valore nella categoria. In particolare, il brand primeggiava nella fascia di prezzo più alta, ovvero quella sopra i 20 dollari per bottiglia da 75 cl, dimostrando la propria capacità di sostenere un posizionamento premium anche in un contesto competitivo molto affollato (IWSR, 2008). Le vendite globali di Wild Turkey ammontavano a circa 800.000 casse da 9 litri, con una forte concentrazione geografica: il 48% dei volumi era destinato agli Stati Uniti, il 34% all'Australia, il 6% al Giappone e il restante 12% ad altri mercati internazionali (Campari Group, 2009a). Questa distribuzione rifletteva una solida esposizione a mercati ad alto potenziale e margine, ma al contempo comportava una certa vulnerabilità a eventuali shock macroeconomici o variazioni nella domanda in queste aree chiave.

### *Rilevanza strategica per Campari e logica dell'acquisizione*

L'acquisizione di Wild Turkey da parte del Gruppo Campari, completata nel maggio 2009 per un valore di 575 milioni di dollari (circa 433 milioni di euro al cambio dell'epoca), ha rappresentato una delle operazioni strategiche più rilevanti nella storia dell'azienda italiana. Il pacchetto acquisito comprendeva non solo il marchio Wild Turkey e tutte le sue linee di prodotto – inclusi Rare Breed, Russell's Reserve e il liquore American Honey – ma anche la distilleria di Lawrenceburg (Kentucky), le scorte di bourbon in invecchiamento e la piattaforma ready-to-drink (RTD) attiva in Australia (Campari Group, 2009a). Per Campari, l'operazione ha avuto un duplice significato strategico: da un lato ha sancito l'ingresso diretto nel segmento dei bourbon premium, uno dei più dinamici e redditizi nel mercato statunitense; dall'altro, ha permesso di rafforzare la presenza industriale negli USA, creando sinergie produttive e distributive con altri brand del gruppo. Inoltre, la presenza autonoma sul mercato australiano tramite i prodotti RTD e il potenziale globale di American Honey aprivano nuove opportunità di sviluppo internazionale sfruttando il know-how già maturato con SKYY Vodka (Campari Group, 2009a).

### *Investimenti post-acquisizione e crescita sostenibile*

Dopo l'acquisizione del marchio Wild Turkey, il Gruppo Campari ha avviato un piano pluriennale di investimenti finalizzato al rafforzamento e all'espansione sostenibile della propria base industriale negli Stati Uniti. In particolare, nel 2013 è stato inaugurato un nuovo impianto di imbottigliamento all'interno del sito produttivo di Lawrenceburg, Kentucky, riportando in loco un'attività che in precedenza era affidata a terzi. Questo ha permesso un maggiore controllo qualitativo sull'intero processo produttivo e una razionalizzazione della supply chain. A dieci anni di distanza, nel 2023, Campari ha annunciato un ulteriore investimento da 161 milioni di dollari per la realizzazione di una seconda distilleria presso lo stesso sito. L'obiettivo è aumentare la capacità produttiva annua da 9 a 14 milioni di proof gallons, così da sostenere la crescente domanda globale di bourbon premium e assicurare un modello di crescita scalabile nel lungo periodo (Distillery Trail, 2023).

### *Conclusioni*

Alla luce dell'analisi svolta, Wild Turkey si presentava nel 2009 come un asset con caratteristiche di alto valore strategico e potenziale di crescita. L'acquisizione ha consentito a Campari non solo di entrare in un segmento ad alta marginalità, ma anche di consolidare il proprio presidio industriale negli Stati Uniti e di estendere la portata internazionale del brand.

### **4.3 Panoramica dell'operazione di acquisizione**

L'acquisizione di Wild Turkey da parte del Gruppo Campari, ufficializzata il 29 maggio 2009 dopo l'annuncio del 9 aprile dello stesso anno, ha rappresentato un passaggio chiave nella strategia di espansione internazionale del gruppo italiano. Si è trattato, in quel momento, dell'operazione di M&A più rilevante nella storia di Campari, con un investimento complessivo di 581 milioni di dollari (pari a circa 417 milioni di euro al tasso di cambio del periodo). L'accordo, strutturato come un asset deal, ha permesso a Campari di entrare nel segmento bourbon premium acquisendo un pacchetto integrato di attività altamente strategiche. Il perimetro dell'operazione comprendeva il marchio Wild Turkey e le sue principali linee di prodotto, come Wild Turkey 101, Rare Breed, Kentucky Spirit e Russell's Reserve, oltre al liquore American Honey e alla gamma ready-to-drink destinata al mercato australiano. Sul piano industriale, l'acquisizione ha incluso la distilleria principale situata a Lawrenceburg (Kentucky), l'impianto di imbottigliamento in Arkansas, circa 600.000 barili di bourbon in fase di invecchiamento distribuiti in 14 magazzini dedicati, e un organico di circa 360 dipendenti. L'operazione ha posto le basi per l'ingresso diretto di Campari nel mercato statunitense degli spirits brown, particolarmente rilevante per margini e prospettive di crescita.

### *Struttura finanziaria dell'operazione*

La struttura finanziaria dell'acquisizione di Wild Turkey da parte del Gruppo Campari è stata progettata in modo da garantire l'equilibrio tra sostenibilità dell'investimento e compatibilità con i principali indicatori di leva finanziaria del gruppo. Il prezzo pagato, pari a 581 milioni di dollari (inclusivi degli aggiustamenti su capitale circolante e scorte), si basava su multipli di valutazione considerati competitivi nel settore degli spirits super-premium. In particolare, il valore dell'operazione corrispondeva a 9,7 volte

il Contribution After Advertising & Promotion (CAAP) registrato da Wild Turkey nel 2008 e a 12 volte l'EBITDA atteso nei primi dodici mesi successivi al closing. Tali multipli risultavano in linea con quelli applicati in precedenti acquisizioni di rilievo condotte da Campari, come quelle di SKYY Vodka nel 2001 e Aperol nel 2003, e coerenti con il range osservato in altre operazioni comparabili nel comparto (Reuters, 2009). Per finanziare l'operazione, Campari ha utilizzato una combinazione di fonti interne ed esterne. Il 40% del corrispettivo è stato coperto attraverso liquidità disponibile, mentre il restante 60% è stato finanziato mediante un nuovo prestito bancario a termine della durata di cinque anni. A seguire, nel dicembre 2009, il gruppo ha proceduto con l'emissione di un prestito obbligazionario (Eurobond) da 350 milioni di euro, con scadenza al 2016 e rating BBB-, destinato al rifinanziamento parziale dell'acquisizione (Campari Group, 2009c). L'operazione ha comportato un aumento temporaneo del rapporto Net Debt/EBITDA, che è passato da 2,1x nel 2008 a 3,4x nel 2009. Tuttavia, grazie alla forte generazione di cassa del gruppo e al contributo positivo di Wild Turkey, questo indicatore è rientrato sotto la soglia dei 3x già nel 2011, a conferma della sostenibilità finanziaria dell'investimento.

#### *Razionale strategico e sinergie attese*

L'acquisizione di Wild Turkey da parte del Gruppo Campari, conclusasi nel 2009, è stata guidata da un chiaro rationale strategico, sia sul piano commerciale che operativo. Per il gruppo italiano, si trattava di un'opportunità per entrare in maniera diretta e immediata nel segmento del bourbon premium, uno dei più dinamici del mercato statunitense. Secondo IWSR (2009), questa categoria stava crescendo a un tasso superiore al 5% annuo negli Stati Uniti, il principale mercato mondiale per volume e valore nel settore degli spirits. L'inserimento di Wild Turkey ha permesso a Campari di diversificare e riequilibrare il proprio portafoglio, storicamente concentrato su aperitivi e vodka, con un marchio ad alto contributo marginale, pari al 59% nel 2008. Dal punto di vista geografico, l'operazione ha fornito a Campari un'importante base produttiva sul territorio statunitense e un presidio solido nel mercato australiano, dove la linea RTD (ready-to-drink) di Wild Turkey possedeva oltre il 20% della quota valore (Campari Group, 2009b). Le sinergie previste erano significative: 15–20 milioni di euro annui derivanti da azioni commerciali congiunte (come il cross-selling con SKYY Vodka

negli USA e la distribuzione di Aperol in Australia), e ulteriori 5 milioni da efficienze produttive legate all'internalizzazione dell'imbottigliamento (Campari Group, 2009a).

### *Due diligence e integrazione*

Prima della finalizzazione dell'acquisizione, il Gruppo Campari ha condotto un'attenta due diligence legale, finanziaria e ambientale per valutare tutti gli aspetti critici dell'operazione. L'analisi ha escluso la presenza di passività ambientali significative legate alla distilleria e ai magazzini di invecchiamento e ha confermato che gli stock di bourbon maturati rispettavano i criteri qualitativi imposti dal disciplinare dello straight bourbon whiskey. Sul piano contrattuale, Campari ha ottenuto garanzie precise: una clausola escrow (ossia un conto vincolato) a proprio favore per tutelarsi da eventuali divergenze nelle quantità e qualità delle scorte effettive rispetto a quelle dichiarate, una clausola di non-concorrenza della durata di dieci anni da parte di Pernod Ricard sul mercato bourbon statunitense, e un impegno formale alla continuità occupazionale per almeno 36 mesi nei confronti delle risorse chiave, tra cui i Master Distillers Jimmy ed Eddie Russell (Campari Group, 2009b). Il piano di integrazione è stato strutturato in tre fasi distinte. La prima, "Stabilisation" (2009-2010), ha riguardato l'allineamento gestionale e contabile attraverso l'adozione del sistema informativo SAP e l'uniformazione ai principi IFRS. La seconda fase, "Expansion" (2011-2013), ha comportato un investimento superiore a 50 milioni di dollari, finalizzato al potenziamento dell'impianto di imbottigliamento in Arkansas e al lancio internazionale di nuove referenze di prodotto. Infine, la fase "Modernisation" (2014-2018) ha visto la realizzazione di un nuovo centro visitatori e l'espansione della capacità di invecchiamento attraverso la costruzione di nuovi magazzini, per un totale di 110 milioni di dollari, sostenuti anche da bond municipali emessi dallo Stato del Kentucky (Campari Group, 2016).

### *Valutazione economica e benchmark settoriali*

Al momento dell'annuncio dell'acquisizione, il Gruppo Campari aveva comunicato agli investitori e agli analisti finanziari una previsione di incremento dei ricavi pari a circa 132 milioni di dollari e un contributo stimato all'EBITDA di 35 milioni di dollari già nel primo esercizio completo successivo al closing. Considerando il prezzo di

acquisizione e il profilo di generazione di cassa previsto, il periodo di rientro dell'investimento (payback period) risultava inferiore a sei anni. Inoltre, il margine EBITDA atteso era superiore al 25%, confermando la capacità del brand di generare una profittabilità elevata. A rafforzare ulteriormente la convenienza economica dell'operazione, contribuivano due fattori tecnici: la deducibilità fiscale degli interessi passivi generati dal debito di acquisizione e il riconoscimento contabile della rivalutazione delle scorte di bourbon secondo il principio IFRS 3, noto come "step-up" di valore degli asset (Campari Group, 2009b). Se confrontata con transazioni simili nel settore degli spirits super-premium, la valutazione attribuita a Wild Turkey appare prudente. L'operazione è stata chiusa su un multiplo Enterprise Value/EBITDA pari a 12x, inferiore rispetto ad altri deal recenti: ad esempio, nel 2007 Brown-Forman ha acquisito Casa Herradura (produttore di tequila premium) a un multiplo di 19x EBITDA, mentre lo stesso Gruppo Campari aveva rilevato SKYY Vodka nel 2001 a un multiplo di 13x. La differenza può essere spiegata da fattori come la maggiore ciclicità della domanda di bourbon e il vantaggio competitivo derivante dalla disponibilità immediata di scorte già pronte per l'imbottigliamento (Reuters, 2009).

#### *Reazione del mercato*

L'annuncio dell'acquisizione di Wild Turkey da parte del Gruppo Campari, avvenuto il 9 aprile 2009, è stato accolto positivamente dai mercati finanziari. In quella stessa giornata, il titolo Campari ha registrato un incremento del +3,9% a Piazza Affari, nettamente superiore alla performance dell'indice FTSE Italia STAR, che si è fermato a un +0,4%. Questo divario di rendimento indica che gli investitori hanno percepito l'operazione come un passo strategico coerente e promettente per la crescita futura del gruppo (Campari Group, 2009a). Anche gli analisti hanno confermato questa visione favorevole. Mediobanca e Goldman Sachs hanno rivisto al rialzo il target price del titolo, stimando un aumento dell'utile per azione (EPS) del 5% già a partire dal 2010, segnalando l'impatto virtuoso dell'operazione. In altri termini, l'acquisizione di Wild Turkey si configura come un caso esemplare di "bolt-on acquisition": un'operazione di crescita esterna ben integrata, con una struttura ed una strategia finanziaria trasparente, una piena coerenza con il portafoglio esistente e un chiaro potenziale di creazione di

valore attraverso l'attivazione di asset immateriali come il know-how e il posizionamento del marchio.

#### **4.4 Analisi finanziaria pre-operazione**

L'analisi comparata dei fondamentali economico-finanziari del Gruppo Campari e di Wild Turkey nel triennio antecedente al closing del maggio 2009 consente di valutare le motivazioni industriali e strategiche che hanno reso l'acquisizione particolarmente attrattiva. I dati che vanno dal 2006 al 2008 possono fornire contezza delle caratteristiche economiche e finanziarie delle due singole società prima dell'operazione di acquisizione ed evidenziano un profilo di complementarità tra le due realtà, in termini di struttura di portafoglio, leve reddituali e margini di crescita.

##### *Dimensioni e dinamiche di crescita*

Nel triennio 2006-2008 Campari ha registrato una crescita moderata ma costante, con ricavi passati da € 941 milioni a € 1.008 milioni, pari a un CAGR del 3,5% (Campari Group, 2009a). Tale espansione era trainata prevalentemente da brand come Aperol e SKYY Vodka, ma risentiva della maturità del mercato europeo degli aperitivi. Di contro, Wild Turkey mostrava un tasso di crescita più sostenuto: i ricavi sono cresciuti da US\$ 108,2 milioni nel 2006 a US\$ 136,5 milioni nel 2008, con un CAGR del 12,3% (Campari Group, 2009b). I driver principali includevano la premiumisation del portafoglio bourbon negli Stati Uniti, l'introduzione del liquore American Honey nel 2007, e l'espansione della linea ready-to-drink in Australia.

##### *Redditività e struttura dei margini*

Nel periodo precedente all'acquisizione di Wild Turkey, Campari Group registrava una struttura di margini operativi solida e coerente con il suo posizionamento nel settore. L'EBITDA margin si manteneva stabile intorno al 24%, mentre l'EBIT margin si attestava intorno al 20%, sostenuto da una buona capacità di gestione delle spese operative e dalle economie di scala derivanti da un portafoglio prodotti diversificato e maturo (Campari Group, 2009a). Wild Turkey, invece, pur operando su scala minore, presentava una redditività eccezionalmente elevata. Il margine CAAP (Contribution After Advertising & Promotion), che misura la redditività netta al netto delle spese

pubblicitarie, raggiungeva il 59%. Questo livello era reso possibile da un prezzo medio di vendita significativamente alto, dovuto al forte posizionamento premium del marchio, e da un'efficienza nella spesa promozionale, che incideva solo per circa il 17% dei ricavi, contro una media del 20–21% per Campari. L'integrazione di Wild Turkey nel perimetro di Campari prometteva un miglioramento immediato della marginalità consolidata. Secondo le stime del management, già nel 2010 si attendeva un incremento del margine lordo, attribuibile all'effetto positivo del "mix bourbon" (Campari Group, 2009b).

#### *Struttura finanziaria e dei costi*

Alla fine del 2008, il Gruppo Campari presentava una struttura patrimoniale solida, con un rapporto tra indebitamento netto ed EBITDA (Net Debt/EBITDA) pari a 1,35x. Questo valore indicava un basso livello di leva finanziaria e lasciava al gruppo un ampio margine operativo rispetto alla soglia massima di 3,5x prevista dalla sua politica finanziaria interna. L'acquisizione di Wild Turkey, finanziata per il 60% tramite debito bancario a medio termine e per il 40% mediante risorse liquide, ha temporaneamente innalzato l'indicatore a 3,4x. Tuttavia, grazie alla robusta generazione di cassa operativa del gruppo e al contributo positivo della nuova entità acquisita, il rapporto è rientrato al di sotto del limite dei 3x già entro il 2011, confermando la sostenibilità dell'operazione sotto il profilo del leverage (Campari Group, 2009a). Inoltre, dal punto di vista dell'efficienza operativa, Campari mostrava un cost-to-sell, cioè la somma dei costi variabili di produzione e delle spese pubblicitarie e promozionali, pari al 59% dei ricavi. A ciò si aggiungevano spese operative fisse che incidevano per circa il 18%. In confronto, Wild Turkey evidenziava una struttura dei costi più snella ed efficiente: i costi di produzione rappresentavano circa il 32% dei ricavi, con una spesa pubblicitaria e promozionale intorno al 17% e costi fissi inferiori al 10%. L'integrazione di questa struttura altamente efficiente all'interno del perimetro Campari ha rappresentato un'opportunità per migliorare il *jaws effect*, ovvero la capacità di far crescere i ricavi a un ritmo più elevato rispetto ai costi. Inoltre, ha rafforzato l'effetto leva operativa, consentendo al gruppo di diluire i costi fissi e accrescere la redditività complessiva a parità di volumi (Campari Group, 2009a).

### *Capitale investito e ritorno sull'investimento*

Alla vigilia dell'acquisizione di Wild Turkey nel 2009, il Gruppo Campari presentava una struttura economico-finanziaria solida e ben posizionata per sostenere un'operazione di crescita per linee esterne. Secondo i dati di bilancio del 2008, Campari impiegava circa €1.017 milioni di capitale investito, generando un Return on Invested Capital (ROIC) pari all'11,4%. Questo rendimento risultava ben superiore al Weighted Average Cost of Capital (WACC) del gruppo, stimato all'8,5%, determinando uno spread positivo di 290 punti base. Un ROIC superiore al WACC rappresenta un chiaro segnale di creazione di valore per gli azionisti, in quanto ogni euro investito genera un ritorno superiore al costo del capitale. Anche Wild Turkey, se analizzata come unità economica autonoma, mostrava un profilo altamente attrattivo. Il capitale impiegato, calcolato includendo impianti produttivi e stock di bourbon in invecchiamento, era stimato intorno a 245 milioni di dollari statunitensi. Su questa base, il ROIC del brand superava il 18%, un risultato eccellente nel comparto spirits premium e indicativo di un asset capace di generare profitti ben superiori al proprio costo opportunità anche in assenza di sinergie esterne (Campari Group, 2009b).

In termini di liquidità, Campari vantava un cash flow operativo annuo di circa €160 milioni, che si dimostrava più che sufficiente per sostenere il carico degli interessi legati al finanziamento dell'acquisizione (stimati in €15-18 milioni all'anno) e per garantire il pagamento di dividendi agli azionisti, mantenendo al contempo un payout ratio sostenibile, intorno al 40%. Da parte sua, Wild Turkey contribuiva con un free cash flow compreso tra i 45 e i 50 milioni di dollari annui, già al netto dei circa 12 milioni destinati a investimenti ricorrenti in manutenzione. Questo significava che l'operazione era finanziariamente sostenibile anche in assenza di ulteriori aumenti di capitale o tagli alla remunerazione degli azionisti (Campari Group, 2009a).

Dal punto di vista valutativo il prezzo pagato per l'acquisizione, 575 milioni di dollari poi rettificato a 581 milioni con l'aggiunta di stock inventariali, corrispondeva a un multiplo di 4,2 volte i ricavi del 2008 e di 12 volte l'EBITDA previsto nei dodici mesi successivi al closing. Questi multipli, in particolare l'EV/EBITDA, risultavano inferiori alla mediana storica di mercato per operazioni comparabili nel segmento dei brown spirits premium, stimata intorno a 13,8x (Reuters, 2009). Il contesto macroeconomico del 2009, segnato dalla crisi finanziaria globale, aveva infatti ridotto la pressione

competitiva sulle operazioni M&A, permettendo a Campari di negoziare un prezzo favorevole. Ciò ha garantito al gruppo un ulteriore margine di sicurezza rispetto al proprio WACC, rafforzando le prospettive di creazione di valore dell'operazione nel medio-lungo periodo.

Al fine di avere una visione panoramica e sintetica sull'operazione di acquisizione, è utile riassumere la stessa attraverso un'analisi SWOT:

Tabella 4: Analisi SWOT integrazione Campari - Wild Turkey

<b>Fattori</b>	<b>Campari Group</b>	<b>Wild Turkey</b>
Strengths	Portafoglio globale, bassa leva	Marginalità elevata, crescita 12%
Weaknesses	Dipendenza Europa, crescita lenta	Concentrazione USA/AUS
Opportunities	Diversificare in brown spirits	Espansione tramite rete Campari
Threats	Debito post acquisizione	Volatilità materie prime, ciclicità

Fonte: Elaborazione propria su dati Campari 2009.

L'acquisizione di Wild Turkey da parte di Campari si fondava su solide premesse finanziarie e industriali. Campari disponeva di una solida struttura patrimoniale e di una presenza globale che avrebbe permesso di sfruttare appieno le sinergie derivanti dall'integrazione. Wild Turkey offriva tassi di crescita elevati, un forte posizionamento premium e una marginalità superiore alla media del settore. La combinazione di queste caratteristiche rendeva l'operazione una leva potenziale di creazione di valore, come sarà approfondito nei paragrafi successivi.

#### **4.5 Analisi finanziaria post-operazione**

L'acquisizione di Wild Turkey da parte di Campari nel 2009 ha rappresentato una svolta strategica per il gruppo italiano, che ha potuto consolidare il proprio posizionamento nel segmento dei brown spirits e rafforzare la propria presenza nel mercato nordamericano. Per comprendere l'effettiva portata di questa operazione, risulta cruciale analizzare l'evoluzione dei principali indicatori economico-finanziari del Gruppo Campari nel quinquennio successivo al closing (Tabella 5). Tale analisi permette di verificare il

grado di assorbimento dell'investimento, l'incidenza sulle performance consolidate e la creazione di valore per gli stakeholder.

#### *Crescita dei ricavi e contributo di Wild Turkey*

Come visibile nella Tabella 7, nel periodo compreso tra il 2009 e il 2014 il Gruppo Campari ha registrato una crescita significativa dei ricavi netti consolidati, passando da circa un miliardo nel 2008 a circa 1,56 miliardi nel 2014. Questo incremento rappresenta un tasso di crescita annuo composto (CAGR) pari a circa il 7,5%, risultato particolarmente rilevante se contestualizzato nella fase post-crisi finanziaria globale. Una parte sostanziale di questa espansione è attribuibile all'acquisizione e al progressivo sviluppo del marchio Wild Turkey. Il fatturato netto associato a questo brand è infatti cresciuto da circa €100 milioni nel 2009 a oltre €150 milioni nel 2014, con un incremento superiore al 50% in valuta locale, segno di un'efficace strategia di posizionamento e valorizzazione del portafoglio (Campari Group, 2015a). Il rilancio del core product Wild Turkey 81 Proof ha giocato un ruolo centrale, insieme al rafforzamento della linea premium Russell's Reserve, sviluppata dai Master Distillers Jimmy ed Eddie Russell. Inoltre, l'espansione del liquore American Honey in numerosi mercati internazionali tra il 2010 e il 2013 ha permesso al gruppo di attrarre nuove fasce di consumatori. Infine, la crescita della linea ready-to-drink in Australia ha consolidato la leadership di Campari nel segmento whisky-based RTD, dove la quota volume ha superato il 25% (Campari Group, 2012).

#### *Redditività e margini operativi*

Nel periodo successivo all'acquisizione di Wild Turkey, la redditività operativa del Gruppo Campari ha registrato un miglioramento significativo. Il margine EBITDA consolidato è passato dal 24,3% del 2008 al 26,5% nel 2014, segnando un progresso strutturale nella capacità del gruppo di generare utili operativi. Questo risultato è stato in larga parte favorito dall'evoluzione del mix di prodotto: l'integrazione di Wild Turkey, un marchio già caratterizzato da un margine di contribuzione superiore al 50% prima dell'acquisizione, ha permesso di elevare la qualità media del portafoglio e di accrescere la redditività complessiva (Campari Group, 2013). Un altro elemento decisivo è stata la progressiva internalizzazione delle attività di imbottigliamento, culminata nel 2013 con

l'inaugurazione di un nuovo impianto produttivo a Lawrenceburg, Kentucky. Questa scelta ha consentito di ridurre i costi di produzione e migliorare l'efficienza operativa. Nel 2014, il solo business legato al bourbon ha generato un margine operativo lordo superiore a €50 milioni, pari a oltre il 10% dell'EBITDA complessivo del gruppo, con una marginalità sul segmento superiore al 30%, un dato che conferma l'elevato potenziale di creazione di valore del brand Wild Turkey (Campari Group, 2014a).

#### *Leva finanziaria e sostenibilità dell'investimento*

L'acquisizione di Wild Turkey da parte del Gruppo Campari è stata sostenuta da una struttura finanziaria ben pianificata, che ha garantito equilibrio patrimoniale e sostenibilità nel medio termine. L'operazione, finanziata inizialmente per il 60% tramite debito bancario e per il restante 40% mediante disponibilità liquide, è stata successivamente rifinanziata con successo attraverso l'emissione di un Eurobond da 350 milioni di euro nel dicembre 2009. A seguito dell'operazione, il rapporto Net Debt/EBITDA è aumentato da 1,3x nel 2008 a 3,4x nel 2009, segnando un temporaneo incremento dell'indebitamento (Campari Group, 2010). Tuttavia, grazie alla solida generazione di cassa operativa e alla progressiva crescita dell'EBITDA, il livello di leva finanziaria è rientrato sotto la soglia di 3x già nel 2011. Nel triennio successivo (2012–2014), l'indicatore si è mantenuto entro un range stabile compreso tra 2,3x e 2,6x, confermando la capacità del gruppo di gestire il debito in modo efficace e senza compromettere la propria solidità finanziaria (Campari Group, 2014b). Questo percorso ha inoltre consentito a Campari di preservare la propria politica di distribuzione dei dividendi, mantenendo un pay-out stabile intorno al 40%, senza ricorrere ad aumenti di capitale. Ciò dimostra che l'acquisizione è stata sostenibile anche dal punto di vista della remunerazione degli azionisti.

#### *Investimenti industriali*

Nei sei anni successivi all'acquisizione di Wild Turkey, il Gruppo Campari ha investito oltre 200 milioni di dollari per potenziare la capacità industriale e migliorare l'efficienza operativa del marchio e tra gli interventi più rilevanti rientra la costruzione, completata nel 2013, di un nuovo impianto di imbottigliamento integrato a Lawrenceburg, che ha consentito al gruppo di internalizzare una fase produttiva fino ad allora esternalizzata in

Arkansas. In parallelo, Campari ha raddoppiato la capacità di invecchiamento della distilleria, realizzando sei nuovi magazzini tra il 2011 e il 2015, con l'obiettivo di supportare l'espansione delle linee bourbon e garantire una gestione ottimale dello stock in maturazione. Infine, nel 2014 è stato inaugurato un visitor center all'interno della distilleria, pensato come elemento strategico di valorizzazione del brand nel contesto dell'"authentic Kentucky craft", contribuendo sia all'esperienza di marca sia alla promozione turistica. Questi investimenti hanno rafforzato il controllo diretto sulla filiera, migliorando l'efficienza e la flessibilità industriale del gruppo (Campari Group, 2015b).

#### *ESG e sostenibilità*

Nel periodo successivo all'acquisizione, Campari ha progressivamente integrato obiettivi di sostenibilità anche per i siti produttivi americani. La distilleria di Wild Turkey ha ottenuto certificazioni ambientali per il trattamento delle acque reflue e ha avviato programmi per la riduzione delle emissioni e il riciclo dei sottoprodotti organici (Campari Group, 2015c). Queste iniziative si inseriscono nell'ambito dell'agenda ESG "Raise the Bar", con target net-zero al 2050.

#### *Evoluzione del valore economico creato*

Nel periodo successivo all'acquisizione di Wild Turkey, il Gruppo Campari ha registrato un miglioramento significativo nella capacità di generare valore economico. Il Return on Invested Capital (ROIC) consolidato è passato dal 9,8% nel 2009 all'11,7% nel 2014, superando costantemente il proprio costo medio ponderato del capitale (WACC), stimato intorno al 7,5% nello stesso periodo (Bloomberg, 2015). Questo spread positivo di circa 420 punti base ha prodotto un incremento rilevante dell'Economic Value Added (EVA), ovvero il valore creato oltre il rendimento minimo atteso dagli investitori. In termini assoluti, nel 2014 l'EVA generato dal gruppo ha superato i 65 milioni di euro, e l'apporto di Wild Turkey è stato determinante, contribuendo per oltre un terzo a tale risultato. Questo dato conferma l'efficacia strategica dell'operazione di acquisizione e la sua capacità di incidere positivamente sulle performance del gruppo nel lungo periodo.

Tabella 5: Indicatori economico-finanziari Campari Group (2009-2014)

<b>Anno</b>	<b>Ricavi netti (€ mln)</b>	<b>EBITDA (€ mln)</b>	<b>Utile netto rettificato (€ mln)</b>	<b>ROE (%)</b>	<b>Cost/Income Ratio (%)</b>	<b>Free Cash Flow (€ mln)</b>
2009	1.008	225	126	9,1	59,8	112
2010	1.163	279	156	9,8	53,5	198
2011	1.274	299	159	10,5	53,1	201
2012	1.340	314	156	11,4	54,2	173
2013	1.524	360	149	12,1	55,0	142
2014	1.560	377	227	12,8	56,7	227

Fonte: Rielaborazione propria su dati Campari (2010-2015).

L'analisi dei risultati economico-finanziari di Campari nei cinque anni successivi all'acquisizione di Wild Turkey conferma che l'operazione ha generato effetti complessivamente positivi e coerenti con gli obiettivi strategici prefissati. I ricavi del gruppo sono cresciuti in modo costante, trainati in larga parte dall'integrazione del brand bourbon nel portafoglio e dall'espansione nei mercati chiave come gli Stati Uniti e l'Australia. I margini operativi si sono ampliati grazie all'elevata profittabilità di Wild Turkey, che ha mostrato un margine di contribuzione superiore al 50% e un'elevata efficienza produttiva. In aggiunta, il Return on Invested Capital (ROIC) del gruppo è aumentato stabilmente, riflettendo una solida creazione di valore economico. Considerando anche il potenziale di crescita del marchio nel medio-lungo termine, l'operazione può essere considerata un esempio di successo nella strategia di crescita per linee esterne perseguita da Campari (Campari Group, 2015a).

#### **4.6 Analisi dell'effettiva creazione di valore post-acquisizione**

L'analisi della creazione di valore successiva all'acquisizione di Wild Turkey da parte del Gruppo Campari rappresenta il momento di verifica degli obiettivi strategici, industriali e finanziari delineati nella fase pre-deal. L'operazione, conclusa nel 2009 per un corrispettivo pari a 575 milioni di dollari (Campari Group, 2009a), ha segnato l'ingresso del gruppo italiano nel segmento dei bourbon premium e ha offerto

un'importante leva di diversificazione geografica e di miglioramento del mix di portafoglio. Per valutare l'effettiva generazione di valore, si prenderanno in esame i principali indicatori economico-finanziari del periodo 2009-2014, confrontando i livelli di redditività, efficienza operativa, struttura patrimoniale e ritorno per gli azionisti.

#### *Crescita dei ricavi e marginalità operativa*

Nei cinque anni successivi all'acquisizione di Wild Turkey, il Gruppo Campari ha registrato un progresso significativo sotto il profilo della crescita dei ricavi e dell'efficienza operativa. I ricavi netti sono aumentati da circa €1.008 milioni nel 2008 a €1.560 milioni nel 2014, con un tasso di crescita medio annuo (CAGR) pari al 7,5%, un risultato che riflette l'efficacia delle scelte strategiche in termini di espansione internazionale e diversificazione del portafoglio prodotti. Un contributo rilevante a questa dinamica positiva è venuto dall'area geografica delle Americhe, che ha beneficiato in modo diretto dell'integrazione di Wild Turkey. La quota delle Americhe sul fatturato complessivo è infatti aumentata in modo sostanziale, passando dal 19,2% nel 2009 al 27,5% nel 2014, segnando un rafforzamento della presenza del gruppo sul mercato statunitense e confermando la rilevanza strategica dell'acquisizione. Anche la redditività operativa ha mostrato segnali di miglioramento. L'EBITDA è cresciuto da €225 milioni nel 2009 a €377 milioni nel 2014, con un CAGR del 10,9%. Il margine EBITDA è passato dal 22,3% al 24,2%, beneficiando non solo dell'elevata profittabilità della business unit bourbon, ma anche delle sinergie di costo derivanti dall'integrazione e dall'internalizzazione progressiva delle attività di imbottigliamento (Campari Group, 2015).

#### *Redditività netta ed efficienza del capitale*

Tra il 2009 e il 2014, il Gruppo Campari ha ottenuto importanti miglioramenti in termini di redditività netta e uso efficiente del capitale. L'utile netto rettificato è passato da €126 milioni a €227 milioni, segnando una crescita dell'80% in cinque anni. Parallelamente, il Return on Equity (ROE) è salito dal 9,1% al 12,8%, riflettendo l'aumento della redditività e la capacità del gruppo di evitare una diluizione del capitale grazie a una gestione prudente del debito. Anche il Return on Invested Capital (ROIC),

misurato come rapporto tra il NOPAT (Net Operating Profit After Taxes) e il capitale investito netto, si è mantenuto stabilmente sopra il costo del capitale (WACC), con uno spread positivo, confermando che l'acquisizione di Wild Turkey ha effettivamente creato valore per gli azionisti (Campari Group, 2015).

#### *Cost/income ratio e sinergie operative*

Nel periodo 2009-2014, il Gruppo Campari ha registrato un progressivo miglioramento della propria efficienza operativa, come dimostrato dalla riduzione del cost/income ratio dal 59% al 56%. Questo indicatore, che misura il rapporto tra i costi complessivi e i ricavi, è considerato un importante segnale della capacità di un'impresa di controllare i propri costi e aumentare la marginalità operativa. Una delle principali cause di questo miglioramento è stata l'integrazione di Wild Turkey, un brand con una struttura dei costi snella e ad alta redditività, caratterizzato da un margine CAAP pari al 59% già prima dell'acquisizione (Campari Group, 2009b). Inoltre, Campari è riuscita a realizzare in modo progressivo le sinergie operative annunciate in fase di acquisizione, stimate inizialmente in un range compreso tra 20 e 25 milioni di euro all'anno. Tra le principali sinergie realizzate si segnala l'integrazione della rete distributiva SKYY Spirits negli Stati Uniti, che ha facilitato la penetrazione commerciale di Wild Turkey.

Parallelamente, il lancio delle varianti American Honey e Wild Turkey 81 proof nei mercati europei e asiatici ha ampliato la presenza del brand in aree geografiche ad alta crescita (Campari Group, 2011; 2013).

#### *Cash flow e sostenibilità finanziaria*

Tra il 2009 e il 2014, Campari ha dimostrato una solida capacità di generare liquidità, come evidenziato dall'aumento del free cash flow operativo da €112 milioni a €227 milioni. Questo significativo miglioramento ha permesso al gruppo di finanziare in autonomia importanti progetti industriali per un valore complessivo superiore a €300 milioni. Tra questi si segnalano il raddoppio della capacità produttiva della distilleria Wild Turkey in Kentucky e l'ampliamento dei magazzini per l'invecchiamento del bourbon, interventi cruciali per sostenere la crescita futura del marchio e rafforzare la presenza nel segmento premium. Parallelamente, l'azienda ha mantenuto un approccio finanziario prudente. Il rapporto tra debito netto ed EBITDA, che aveva raggiunto 3,4

volte subito dopo l'acquisizione di Wild Turkey nel 2009, è progressivamente migliorato, attestandosi a 2,1 volte nel 2014. Questo calo indica non solo una riduzione dei livelli di indebitamento, ma anche una sostenibilità finanziaria rafforzata, capace di bilanciare la necessità di continui investimenti con il mantenimento di una struttura patrimoniale solida (Campari Group, 2015).

#### *Valore per l'azionista*

Tra il 2009 e il 2014, il Gruppo Campari ha generato un importante valore per i propri azionisti, come dimostrato dal Total Shareholder Return (TSR) cumulato pari al +137%. Questo risultato ha nettamente superato sia la performance dell'indice FTSE Italia STAR, sia quella media del settore europeo delle bevande alcoliche, segnalando la crescente fiducia del mercato nella strategia di espansione adottata dal gruppo. Tale fiducia è stata alimentata dalla revisione al rialzo delle previsioni da parte del management e da fondamentali in costante miglioramento, tra cui la crescita dei ricavi, l'aumento della redditività e la solida generazione di cassa (Borsa Italiana, 2015). Anche l'utile per azione (EPS) rettificato ha mostrato una dinamica positiva, salendo da €0,22 nel 2009 a €0,39 nel 2014. Parallelamente, il dividend pay-out si è mantenuto stabile intorno al 40%, assicurando una remunerazione costante agli azionisti senza compromettere l'equilibrio finanziario del gruppo.

#### *Valutazione complessiva dell'operazione*

Analizzando l'acquisizione di Wild Turkey da parte del Gruppo Campari con il senno di poi, si può affermare che l'operazione ha raggiunto pienamente gli obiettivi strategici inizialmente dichiarati. In primo luogo, ha permesso a Campari di rafforzare significativamente la propria presenza negli Stati Uniti, il mercato più importante a livello mondiale per i brown spirits. In secondo luogo, ha arricchito il portafoglio del gruppo con un marchio di grande valore e alta marginalità, migliorando in modo strutturale il mix di prodotto e incrementando i margini operativi consolidati. Dal punto di vista della governance, Campari ha saputo gestire con attenzione il processo di integrazione, seguendo un approccio definito come “*keep the craft, leverage the scale*”. Questo significa che ha preservato la qualità artigianale e l'autenticità del marchio, affidandosi alla continuità produttiva della famiglia Russell, ma ha al contempo

sfruttato le economie di scala e le capacità manageriali del gruppo per amplificare i risultati. I benefici economici sono stati evidenti: margini in crescita, ritorni sul capitale investito superiori al costo del capitale, miglioramento della struttura finanziaria e crescita del valore per gli azionisti. Tutti questi elementi dimostrano che l'acquisizione di Wild Turkey è stata non solo una scelta strategica ben ponderata, ma anche un'operazione finanziariamente conveniente, che ha rafforzato la competitività globale di Campari (Campari Group, 2014; 2015).

## **CAPITOLO CINQUE**

### **Il caso Dufry e Autogrill**

L'operazione di acquisizione di Autogrill S.p.A. da parte di Dufry AG, da cui è emersa poi la nuova entità Avolta AG, rappresenta una delle più significative manovre di consolidamento strategico nel settore del travel retail e food & beverage degli ultimi anni. Si tratta di un'operazione che ha permesso di unire due realtà leader nei rispettivi segmenti: Dufry, colosso globale nel commercio duty-free aeroportuale, e Autogrill, player internazionale nel settore della ristorazione per viaggiatori, con forte presenza soprattutto in Nord America e in Europa. La combinazione dei due gruppi ha dato origine a un operatore integrato capace di offrire un'esperienza "Travel Experience 360°", che coniuga in modo sinergico retail e ristorazione, creando valore lungo tutta la catena del viaggio e ottimizzando la presenza in contesti ad alta frequentazione come aeroporti, autostrade e stazioni ferroviarie. Per comprendere appieno la portata di questa operazione, è utile ripercorrere la linea temporale che ha condotto alla sua realizzazione.

#### *Cronologia degli eventi principali*

- 11 luglio 2022: viene annunciata ufficialmente l'operazione di fusione tra Dufry e Autogrill. Il comunicato congiunto stabilisce i termini dell'accordo: Edizione S.p.A., azionista di controllo di Autogrill, conferisce a Dufry il 50,3% del capitale della società italiana, ricevendo in cambio nuove azioni Dufry. Il rapporto di concambio è fissato a 0,1583 nuove azioni Dufry per ogni azione Autogrill (Avolta, 2023c).
- 19 ottobre 2022: la Commissione Europea approva senza condizioni l'operazione, dichiarando che la fusione non solleva preoccupazioni concorrenziali, in quanto le attività dei due gruppi sono complementari sia geograficamente sia in termini di offerta (European Commission, 2022).
- 20 dicembre 2022: viene annunciata l'Offerta Pubblica di Scambio Obbligatoria (OPAS) sul restante 49,7% delle azioni Autogrill, con possibilità per gli azionisti di scegliere tra il concambio azionario o un corrispettivo cash pari a €6,33 per azione.

- 3 febbraio 2023: Dufry raggiunge il 96,4% del capitale di Autogrill, superando la soglia per avviare la procedura di “squeeze-out” finalizzata al delisting del titolo dalla Borsa Italiana.
- 1° novembre 2023: si completa la fusione per incorporazione di Autogrill in World Duty Free S.p.A., società interamente controllata da Dufry, e la contestuale nascita della nuova realtà Avolta AG.

Con l’integrazione pienamente operativa, il gruppo ha avviato il programma strategico pluriennale “Destination 2027”, incentrato su quattro assi: consolidamento del business core duty-free, sviluppo di formati retail/F&B ibridi, generazione di sinergie e digitalizzazione omnicanale. La nuova entità si pone come obiettivo quello di ridefinire l’esperienza del viaggiatore, proponendosi come interlocutore unico (one-stop-shop) per entità aeroportuali e operatori infrastrutturali globali. L’impatto economico e strategico dell’operazione si è manifestato fin da subito: già nel primo anno successivo alla fusione (2023), Avolta ha registrato un incremento significativo dei ricavi, della marginalità operativa e della generazione di cassa, unitamente a un deciso miglioramento della posizione finanziaria. Parallelamente, la performance ESG è stata valorizzata da agenzie di rating internazionali, confermando l’approccio responsabile della nuova governance e l’integrazione dei valori di sostenibilità nella strategia aziendale.

Il capitolo che segue analizza in dettaglio tutti gli aspetti dell’operazione, dalla struttura dell’acquisizione all’evoluzione finanziaria pre e post fusione, valutando l’effettiva creazione di valore per gli azionisti e per gli stakeholder dell’impresa.

### **5.1 Panoramica sull’azienda che acquisisce: Avolta AG (già Dufry AG)**

Avolta AG, precedentemente nota come Dufry AG, rappresenta oggi il principale operatore globale nel settore del travel experience retail, frutto dell’integrazione tra il leader mondiale del duty-free e duty-paid (Dufry) e il campione della ristorazione per viaggiatori (Autogrill). Con sede a Basilea, in Svizzera, Avolta opera in oltre 75 Paesi attraverso una rete di più di 5.700 punti vendita distribuiti in 1.200 località, tra aeroporti, stazioni ferroviarie, porti, crociere e spazi urbani ad alta intensità di traffico (Avolta, 2024a). Fondata nel 1865, Dufry nasce come fornitore di beni coloniali per la navigazione fluviale sul Reno, evolvendo nel tempo in un gruppo multinazionale

tramite una strategia di espansione spesso e volentieri per linee esterne. Infatti, tra le operazioni più significative degli ultimi due decenni figurano le acquisizioni di Hudson Group (2008), Hellenic Duty Free (2013) e World Duty Free (2015). Tuttavia, l'evento trasformativo per eccellenza è avvenuto nel 2023 con la acquisizione di Autogrill S.p.A., formalizzata nel novembre dello stesso anno, da cui è emersa la nuova identità chiamata Avolta, che sintetizza l'ambizione di ridefinire l'esperienza del viaggio attraverso l'integrazione tra servizi di retail e ristorazione (Avolta, 2024a; Avolta, 2024b).

#### *Modello operativo e struttura organizzativa*

Ad oggi, il modello operativo di Avolta AG si basa sull'integrazione di due segmenti chiave: da un lato il retail, che include i canali duty-free, duty-paid e convenience, e dall'altro il food & beverage, proveniente principalmente dall'integrazione con Autogrill. Questa combinazione ha dato origine alla piattaforma "Travel Experience", concepita per offrire un'esperienza unica e coerente al passeggero, combinando in un'unica proposta commerciale l'acquisto di beni e servizi di ristorazione in spazi ibridi ad alto valore aggiunto. L'obiettivo è andare ad accogliere i bisogni del viaggiatore in ogni contesto possibile, questo si traduce andando ad intercettare la quota di spesa complessiva che i clienti sono disposti e spinti a sostenere durante il tempo di permanenza negli hub di transito (Avolta, 2024a). Il portafoglio di marchi del gruppo riflette questa chiara vocazione: nel retail sono inclusi brand consolidati come Dufry, Hudson, World Duty Free e Duty Free Americas, mentre l'offerta F&B si articola tra format proprietari (es. Bistrot, Sogood, Caffè Espresso) e licenze globali (Starbucks, Burger King), garantendo flessibilità e adattabilità ai diversi contesti di consumo. Dal punto di vista organizzativo, Avolta struttura le proprie attività su quattro macroregioni: EMEA, Nord America, America Latina e Asia-Pacifico, rispettivamente responsabili per il 42%, 29%, 16% e 13% dei ricavi consolidati nel 2024. Ogni area dispone di autonomia operativa nella gestione del conto economico, nella negoziazione dei contratti di concessione e nelle strategie di marketing locale, pur operando all'interno di un framework strategico comune e coordinato a livello centrale (Avolta, 2024b).

### *Risultati economico-finanziari recenti*

Nel corso del 2023, Avolta AG ha evidenziato una solida ripresa operativa ed economico-finanziaria, confermando l'efficacia del percorso di integrazione con Autogrill e il progressivo ritorno alla normalità del traffico passeggeri globale. Il fatturato del gruppo ha raggiunto circa i 13 miliardi di franchi svizzeri (CHF), registrando un'importante crescita rispetto all'anno precedente spinta principalmente dalla ripresa dei canali aeroportuali e dall'ampliamento dell'offerta combinata di retail e food & beverage (Avolta, 2024b). Anche la marginalità in termini di redditività ha mostrato segnali in aumento, infatti l'EBITDA ha toccato quota 2,6 miliardi, in miglioramento appunto rispetto al passato grazie all'effetto delle sinergie operative, alla razionalizzazione dei costi e a una migliore gestione degli assortimenti. Anche sul fronte della liquidità il gruppo ha performato positivamente, generando un cash flow operativo di CHF 323 milioni che ha contribuito a ridurre significativamente l'indebitamento netto (Avolta, 2024b). Infatti, la leva finanziaria, misurata come rapporto Net Debt/EBITDA, è scesa avvicinandosi all'obiettivo strategico di lungo termine fissato tra 2,0x e 2,5x. Inoltre, il Return on Invested Capital (ROIC) è salito al 7,3%, segnalando una piena ripresa della redditività sul capitale investito ed è da notare come anche questi risultati appena citati abbiano portato Standard & Poor's a rivedere l'outlook da "Negative" a "Stable", confermando il rating BB+ per la società (S&P Global, 2024).

### *Governance e struttura del capitale*

Avolta è quotata alla SIX Swiss Exchange e inclusa dal 2024 nell'indice SMI MID. Il capitale sociale è suddiviso in 146,5 milioni di azioni, detenute per circa il 27,5% dalla holding Edizione S.p.A. (famiglia Benetton), in seguito al conferimento della quota di controllo di Autogrill. Altri azionisti rilevanti includono Qatar Investment Authority (6,4%) e GIC di Singapore (5,8%), mentre il flottante rappresenta circa il 60% (Avolta, 2024a). La governance societaria prevede un consiglio di amministrazione composto da 11 membri, guidato da Juan Carlos Torres Carretero (Chairman) e Xavier Rossinyol (CEO), manager con consolidata esperienza nell'industria travel services. Sono attivi, inoltre, comitati specifici per controllo, remunerazione, nomine e sostenibilità, in linea

con le best practices svizzere in merito (Swiss Code of Best Practice, 2023; Avolta, 2024a).

### *Strategia e posizionamento competitivo*

La strategia di crescita di Avolta AG, delineata nel piano “Destination 2027”, si basa su una visione integrata dell’esperienza di viaggio e su quattro direttrici fondamentali. In primo luogo, l’azienda intende rafforzare il proprio core business nel settore duty-free attraverso l’uso di tecnologie digitali, analisi dei dati e strategie di coinvolgimento del cliente. In secondo luogo, mira a sviluppare nuovi formati ibridi che combinano i servizi retail e food & beverage in un’unica offerta commerciale, in grado di aumentare la spesa media dei viaggiatori. Il terzo pilastro è rappresentato dall’efficienza operativa: attraverso l’integrazione di processi e strutture condivise, Avolta punta a generare sinergie economiche stimate in circa 370 milioni di euro entro il 2027. Infine, il gruppo sta investendo in una trasformazione digitale omnicanale, con programmi di fidelizzazione unificati che premiano i clienti attraverso più categorie merceologiche e brand (Avolta, 2024d). A livello competitivo, Avolta detiene una posizione di leadership nel mercato globale del duty-free, con una quota di mercato complessiva dell’8,8%, davanti a concorrenti come Lagardère (7,2%) e Heinemann (5,1%). Questo risultato è supportato da un portafoglio di concessioni pluriennali e da rilevanti economie di scala in ambito logistico e di approvvigionamento (GlobeNewswire, 2024). Ed è anche per questo che Avolta rappresenta oggi un player globale integrato, resiliente e in espansione, dotato di competenze complementari e piattaforme scalabili. L’acquisizione di Autogrill ha potenziato la capacità del gruppo di catturare valore lungo l’intera customer journey del viaggiatore moderno, rafforzando il suo posizionamento competitivo nei servizi retail e food & beverage per la mobilità internazionale.

### **5.2 Panoramica sull’azienda target: Autogrill S.p.A.**

Autogrill S.p.A. ha rappresentato per oltre quattro decenni un punto di riferimento globale nel settore della ristorazione per viaggiatori. Nata nel 1977 dalla fusione di tre storici marchi italiani – Motta, Pavesi e Alemagna – Autogrill si è progressivamente evoluta da operatore autostradale nazionale a multinazionale attiva in oltre 30 Paesi, con

una presenza consolidata in aeroporti, stazioni ferroviarie e aree di servizio (Autogrill, 2022a). La svolta internazionale è avvenuta nel 1999 con l'acquisizione della statunitense HMSHost, che ha permesso al gruppo di espandersi nel mercato nordamericano e rafforzare la propria leadership mondiale nel segmento del travel F&B.

#### *Struttura operativa e modello di business*

Prima della fusione con Dufry, Autogrill S.p.A. era una delle principali realtà internazionali nel settore della ristorazione per viaggiatori. L'azienda gestiva una rete di circa 3.300 punti vendita dislocati in 774 location, distribuite in oltre 30 Paesi e quattro continenti. La presenza era particolarmente concentrata in aeroporti (139 in totale), aree di servizio autostradali (250) e stazioni ferroviarie (130), dimostrando una forte specializzazione nella fornitura di servizi di ristorazione in contesti di mobilità ad alto traffico (Autogrill, 2022b). Il modello operativo di Autogrill si fondava esclusivamente su contratti di concessione, stipulati con gestori pubblici e privati delle infrastrutture di trasporto, che avevano tendenzialmente una durata media compresa tra i sei e i dieci anni e garantivano una relativa stabilità dei ricavi nel medio termine. A livello organizzativo, l'azienda suddivideva le proprie attività in tre aree geografiche principali: Nord America (che generava il 56% dei ricavi), l'area internazionale extra-italiana (27%) e il mercato italiano (17%) (Autogrill, 2022c). Dal punto di vista commerciale, Autogrill adottava un approccio flessibile e diversificato, gestendo sia marchi propri (come Bistrot, Spizzico, Caffè Kimbo) sia brand globali in licenza (tra cui Starbucks, Burger King e Pret A Manger). Questo approccio “*multi-brand, multi-channel*” consentiva di adattare l'offerta ai diversi profili di clientela e alle specificità di ogni luogo (Autogrill, 2022d).

#### *Performance economico-finanziaria pre-acquisizione*

Nel 2021, Autogrill ha registrato una graduale ripresa delle proprie performance economico-finanziarie, segnando un'inversione di tendenza rispetto al biennio critico della pandemia da COVID-19. I ricavi netti sono saliti a euro 2,59 miliardi, in aumento del 30,2% rispetto all'anno precedente, sostenuti in particolare dalla riapertura progressiva dei flussi di viaggio e dalla ripresa dei volumi nelle principali aree aeroportuali, soprattutto nel mercato nordamericano. L'EBITDA è tornato positivo,

attestandosi a circa 180 milioni euro, dopo il risultato negativo registrato nel 2020, riflettendo anch'esso la ripresa del fatturato e in generale una più efficiente gestione dei costi come l'implementazione di iniziative di efficienza operativa (Autogrill, 2022c). Anche il cash flow ha mostrato segnali di recupero, tornando a segnare valori positivi di circa 117 milioni euro. Tuttavia, nonostante i progressi, l'indebitamento netto in accordo con il principio IFRS 16 rimaneva elevato, pari a € 3,09 miliardi, indicatore della persistente pressione finanziaria (Autogrill, 2022c).

Nel 2022, la ripresa si è ulteriormente consolidata: i ricavi sono cresciuti fino a € 4,15 miliardi (+59,7% rispetto al 2021), mentre l'EBITDA ha raggiunto 652,6 milioni di euro circa. Il risultato netto, però, è rimasto negativo per € 28 milioni, penalizzato da oneri straordinari legati alla transazione con Dufry e da alcune residuali criticità operative legate al contesto post-pandemico (Autogrill, 2022e).

#### *Posizionamento competitivo*

Nel 2021, Autogrill si confermava come uno degli attori principali a livello globale nel settore della ristorazione per viaggiatori, in particolare nel comparto food & beverage all'interno degli scali di trasporto. Secondo quanto riportato da MCA Foodservice (2021), la società deteneva una quota di mercato pari al 15% del travel F&B su scala mondiale, posizionandosi al primo posto, davanti a concorrenti internazionali quali SSP Group e WHSmith Travel. Il primato competitivo era particolarmente evidente nel mercato nordamericano, dove tramite la controllata HMSHost il gruppo deteneva una quota di circa il 25% nei principali aeroporti. La forza competitiva di Autogrill derivava dalla sua capacità di combinare efficacemente brand riconosciuti a livello internazionale con un'offerta gastronomica adattabile ai diversi contesti geografici, infatti gli accordi di co-branding con marchi globali come Starbucks, Burger King e Pret A Manger rappresentavano un vantaggio chiave poiché garantivano un'esperienza più personalizzabile da parte del consumatore, contribuendo quindi ad accrescere la spesa media per passeggero e a migliorare la redditività del portafoglio (Autogrill, 2022b). Ciò nonostante, un'area di debolezza strutturale riguardava il livello di digitalizzazione, ancora contenuto, infatti, solo il 2% delle vendite nel 2021 proveniva da canali digitali, come le app mobili, evidenziando un potenziale non ancora valorizzato nell'ambito dell'innovazione tecnologica e della customer experience (Autogrill, 2022d).

### *Trasformazione ESG e piano industriale “Next Autogrill”*

Nel 2021 Autogrill ha avviato il piano industriale triennale denominato “Next Autogrill”, con l’obiettivo di rilanciare la propria competitività e prepararsi al futuro post-pandemico attraverso una strategia mirata e sostenibile. Il piano si fonda su tre direttrici principali. Il primo pilastro riguarda il rafforzamento del core business basato sulle concessioni, attraverso la razionalizzazione del portafoglio e la dismissione di attività non strategiche, come ad esempio la catena tedesca Le CroBag. Il secondo pilastro si concentra sull’innovazione digitale del percorso cliente, puntando sull’installazione di chioschi self-ordering e sul lancio di app per l’ordinazione da remoto (Click & Collect), così da migliorare l’efficienza e l’esperienza utente. Il terzo pilastro è rappresentato dalla sostenibilità ambientale e sociale: il gruppo si è impegnato a ridurre del 30% le emissioni dirette (Scope 1-2) rispetto al 2019, a introdurre imballaggi compostabili per almeno il 50% dei prodotti e ad allineare la propria azione con gli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDG) n. 12 e 13 delle Nazioni Unite (Autogrill, 2022d).

### *Governance e struttura proprietaria*

Fino alla fusione con Dufry, Autogrill era quotata sul segmento FTSE Italia Mid Cap della Borsa di Milano. L’azionista di maggioranza era Edizione S.p.A. (famiglia Benetton) con il 50,3% del capitale. Il Consiglio di Amministrazione, presieduto da Alessandro Benetton, era composto da 13 membri. Il CEO Gianmario Tondato Da Ruos ha guidato la società dal 2003 fino alla finalizzazione dell’operazione con Dufry nel 2023 (Autogrill, 2022e).

Queste sono perciò le regioni principali per cui Autogrill S.p.A. si configurava, agli occhi del gruppo Dufry, come un asset strategico altamente attrattivo e complementare. Il suo modello di business resiliente, la riconoscibilità e tradizionalità del brand, la forte presenza nei mercati nordamericani e la capacità di adattare l’offerta a contesti geografici e culturali differenti hanno rappresentato le fondamenta per la creazione della prima piattaforma globale integrata nel travel experience retail.

### **5.3 Panoramica dell'operazione di acquisizione**

L'acquisizione di Autogrill S.p.A. da parte di Dufry AG, oggi Avolta AG, rappresenta una delle più importanti operazioni di aggregazione strategica nell'ambito del travel retail e del food & beverage degli ultimi anni. Annunciata l'11 luglio 2022 e finalizzata il 3 febbraio 2023, questa operazione di finanza straordinaria ha dato vita a un gruppo integrato capace di offrire un'esperienza di viaggio completa, unendo in un'unica piattaforma l'offerta duty-free e duty-paid con la ristorazione per viaggiatori (Avolta, 2023a; Edizione, 2023).

#### *Struttura dell'operazione e cronologia autorizzativa*

La struttura dell'operazione di acquisizione di Autogrill da parte di Dufry/Avolta AG si è articolata in due principali fasi, ciascuna con implicazioni rilevanti sia a livello finanziario sia giuridico. In un primo momento Edizione S.p.A., holding della famiglia Benetton e azionista di controllo di Autogrill, ha trasferito a Dufry il proprio 50,3% di partecipazione nella società italiana. In cambio, ha ricevuto 30,67 milioni di nuove azioni Dufry, pari al 27,5% del capitale sociale della società svizzera post-aumento. Il rapporto di concambio è stato fissato in 0,1583 nuove azioni Dufry per ogni azione Autogrill detenuta (Avolta, 2023b). Successivamente, in ottemperanza alla normativa italiana (eg., Testo Unico della Finanza), Dufry ha promosso un'Offerta Pubblica di Acquisto e Scambio (OPAS) sul restante 49,7% del capitale di Autogrill. Gli azionisti potevano scegliere tra il medesimo rapporto di concambio azionario oppure ricevere un corrispettivo cash pari a €6,33 per azione, valutazione ritenuta equa secondo una fairness opinion indipendente (Autogrill, 2023). Al termine dell'offerta, Dufry ha acquisito complessivamente il 96,4% del capitale di Autogrill, soglia che le ha consentito di attivare la procedura di squeeze-out sulle quote residue e di procedere al delisting dalla Borsa Italiana. Il processo si è concluso formalmente con la fusione per incorporazione di Autogrill in World Duty Free S.p.A., società già controllata da Dufry, il 1° novembre 2023, segnando la nascita del nuovo gruppo integrato (Il Sole 24 Ore, 2023). Dal punto di vista regolatorio, l'operazione ha ricevuto tutte le necessarie autorizzazioni da parte delle autorità antitrust, tra cui la Federal Trade Commission degli Stati Uniti e la Commissione Europea. Entrambi gli organismi hanno approvato l'operazione senza condizioni, segnalando l'assenza di sovrapposizioni significative in

termini di concorrenza, anche grazie alla natura fortemente complementare sia per divisioni geografiche sia per canali di vendita delle due imprese coinvolte (European Commission, 2022). La rapidità dell'iter autorizzativo, completato in poco più di sei mesi, ha ulteriormente confermato la coerenza strategica e l'assenza di ostacoli regolatori sostanziali.

#### *Valutazione economica e implicazioni finanziarie*

La valutazione economica dell'acquisizione di Autogrill da parte di Dufry è stata costruita su multipli finanziari coerenti con le condizioni di mercato ma al tempo stesso prudentiali. Il valore azionario implicito attribuito ad Autogrill è stato pari a circa 2,44 miliardi di euro, sulla base di un multiplo EV/EBITDA riferito all'anno 2019 pari a 8,4 volte. Tale multiplo è risultato più basso rispetto alla media del settore pre-pandemico, che si collocava tra le 10 e le 12 volte, riflettendo un approccio valutativo conservativo adottato in un contesto ancora segnato dagli effetti della crisi sanitaria (Dufry, 2022; Reuters, 2022). Tuttavia, se si considerano i risultati del 2021, anno in cui il traffico passeggeri iniziava a riprendersi, il multiplo EV/EBITDA sale a circa 14x. Questa valutazione è stata giustificata dalla prospettiva di un ritorno alla normalità dei volumi nel medio termine e, soprattutto, dall'ampio potenziale di sinergie operative. Tali sinergie sono state stimate in oltre 400 milioni di franchi svizzeri a regime entro il 2027. Per finanziare l'operazione, Dufry ha inizialmente ricorso a un bridge loan da CHF 1,9 miliardi, successivamente rifinanziato attraverso l'emissione di obbligazioni senior: una prima tranche da CHF 800 milioni con scadenza 2028 e una seconda da € 600 milioni con scadenza 2031, con cedole rispettivamente del 4,5% e del 5,0%. Il debito senior di Autogrill è stato incluso nei conti di Avolta con una clausola speciale detta "springing covenant". Questa clausola impone un limite al rapporto tra debito netto ed EBITDA, che non deve superare 4,5 volte, ma entra in vigore solo se si verificano determinate condizioni, come ad esempio l'uso elevato delle linee di credito. In pratica, si tratta di un meccanismo di protezione per i creditori, che diventa attivo solo quando la situazione finanziaria dell'azienda inizia a diventare più rischiosa (Avolta, 2023c).

### *Razionali strategici e sinergie*

L'acquisizione di Autogrill da parte di Dufry, poi confluite nella nuova identità Avolta AG, è stata motivata da una serie di obiettivi strategici ben delineati, volti a rafforzare il posizionamento competitivo del gruppo in un settore in rapida evoluzione. Il primo obiettivo è stato la creazione della piattaforma "Travel Experience 360°", un modello integrato che unisce retail (duty-free, duty-paid, convenience) e food & beverage in un'unica offerta (Avolta, 2023a). Un ulteriore elemento strategico è stata la diversificazione geografica, resa possibile dall'ingresso di Autogrill nel portafoglio, particolarmente forte nel mercato F&B nordamericano, noto per la sua resilienza e ciclicità contenuta. Inoltre, l'integrazione ha permesso di ottimizzare le operazioni grazie a economie di scala, in particolare nel procurement, nella logistica e nei sistemi informativi; le sinergie attese ammontano a circa CHF 400 milioni entro il 2026/27, di cui CHF 180 milioni derivanti da acquisti e logistica, CHF 120 milioni da centralizzazione e IT, e CHF 100 milioni da maggiori ricavi ottenuti tramite cross-selling. Il costo stimato per realizzare queste sinergie è pari a CHF 200 milioni distribuiti su tre anni, coperto interamente attraverso la generazione di cassa interna (Avolta, 2023b).

### *Governance post-aggregazione*

Dopo la fusione tra Dufry e Autogrill, la struttura di governance della nuova entità, Avolta AG, è stata ridefinita per garantire equilibrio tra le parti e favorire una gestione efficiente dell'integrazione. Il Consiglio di Amministrazione è composto da 11 membri, di cui tre nominati da Edizione S.p.A., la holding della famiglia Benetton, che ha apportato la sua partecipazione in Autogrill. L'accordo parasociale prevede un periodo di lock-up di 18 mesi per le azioni detenute da Edizione e l'introduzione di clausole di voto rafforzato: è necessario il consenso di almeno il 25% del capitale per approvare operazioni straordinarie, rafforzando così il ruolo dell'azionista di riferimento. È stato inoltre istituito un comitato di integrazione, co-presieduto da Xavier Rossinyol (CEO Avolta) e Andrea Cenci (ex CEO Autogrill), con il compito di sovrintendere all'attuazione operativa del piano di integrazione post-fusione (Avolta, 2023c). L'acquisizione di Autogrill da parte di Dufry, culminata nella nascita di Avolta AG, rappresenta una delle più rilevanti e ben strutturate operazioni di consolidamento

strategico nel settore del travel retail e food & beverage degli ultimi anni. La combinazione ha unito due aziende complementari, ottimizzando le sinergie operative, migliorando l'efficienza dei costi e ampliando la portata geografica e settoriale dell'offerta commerciale. Ed infatti, grazie a una gestione integrata e a una visione orientata alla crescita sostenibile, Avolta si è rapidamente posizionata come leader globale nell'esperienza di viaggio.

#### **5.4 Analisi finanziaria pre-operazione**

L'analisi comparata dei fondamentali economico-finanziari di Dufry AG/Avolta AG) e Autogrill S.p.A. nel triennio 2019 - 2021 (Tabella 6 e tabella 7) risulta essenziale per comprendere le premesse strategiche e le logiche di creazione di valore alla base della combinazione tra i due gruppi. Le informazioni riportate hanno inoltre come obiettivo quello di approfondire le rispettive singole situazioni precedenti all'acquisizione e si concentrano su alcuni indicatori ritenuti critici, come economie di scala e ricavi, redditività operativa, leva finanziaria, etc., al fine di analizzare le componenti economico-finanziarie delle rispettive entità ed interpretarne i possibili punti di forza e debolezza.

##### *Scala operativa e ricavi*

Nel 2019, Dufry registrava ricavi netti pari a CHF 8,85 miliardi, confermandosi come il principale operatore a livello mondiale nel settore del duty-free. Tuttavia, con l'avvento della pandemia da COVID-19, il gruppo ha subito un forte ridimensionamento: nel 2020 il fatturato è sceso drasticamente a CHF 2,56 miliardi (- 71% rispetto al 2019), salvo poi risalire a CHF 4,16 miliardi nel 2021, segnando un parziale recupero (+63% sul 2020), ma rimanendo comunque lontano dai livelli pre-crisi. Autogrill, invece, ha mostrato una maggiore tenuta, grazie al peso rilevante della ristorazione nelle aree di servizio nordamericane, meno colpite dalle restrizioni ai viaggi. I ricavi, infatti, sono passati da € 5,0 miliardi nel 2019 a € 2,6 miliardi nel 2021, evidenziando un calo meno accentuato e una ripresa più lenta ma più stabile (+31% rispetto al 2020). Questo confronto mette in luce la diversa sensibilità dei due modelli di business alla volatilità dei rispettivi mercati (Autogrill, 2022a; Avolta, 2022).

### *Redditività operativa*

Nel 2019, prima della pandemia, Dufry mostrava una redditività operativa solida, con un margine EBITDA del 12,9%. Questo livello era coerente con il modello di business tipico del duty-free retail, che beneficia di un basso costo del venduto. Autogrill, operando prevalentemente in regime di concessione nel settore food & beverage, registrava un margine ancora più elevato, pari al 19,2%. Tale valore era supportato dalla possibilità di contabilizzare secondo l'IFRS 16 il recupero dei canoni di locazione, che rappresentano una voce significativa nei conti economici delle attività in concessione. Tuttavia, nel 2021, a causa della riduzione drastica dei flussi di passeggeri, entrambi i gruppi hanno visto ridursi i margini operativi: Dufry è scesa al 9,1% e Autogrill al 6,9%. Questi valori bassi sono indicativi di una capacità operativa sottoutilizzata e di una struttura di costi fissi particolarmente rilevante che incide notevolmente sul conto economico. Tuttavia, suggeriscono anche un possibile margine di recupero significativo in caso di ritorno a volumi di fatturato e traffico pre-pandemici (Autogrill, 2022a; Avolta, 2022).

### *Leva finanziaria e posizione patrimoniale*

Nel 2021, sia Dufry che Autogrill presentavano livelli di indebitamento significativamente elevati rispetto agli standard pre-pandemici, a causa del calo dei ricavi e della ridotta capacità di generare cassa. Dufry, ad esempio, è passata da un rapporto Net Debt/EBITDA pari a 2,7x nel 2019 a un valore molto più critico di 8,1x nel 2021, indicando una pressione patrimoniale crescente. La situazione di Autogrill era ancora più accentuata: l'indice di leva finanziaria, calcolato secondo i criteri IFRS 16, ha raggiunto 17,2x, evidenziando una struttura finanziaria altamente indebolita dalla pandemia e dalla contabilizzazione dei canoni di locazione come passività. Nonostante ciò, entrambe le aziende sono riuscite a mantenere la continuità operativa grazie a una gestione attenta del capitale. In particolare, Dufry ha fatto ricorso ad aumenti di capitale e operazioni di rifinanziamento, mentre Autogrill ha potuto contare su linee di credito disponibili ma non utilizzate (Dufry, 2022a; Autogrill, 2022a).

### *Generazione di cassa*

Nel 2021, sia Dufry che Autogrill hanno mostrato segnali di miglioramento nella capacità di generare cassa, sebbene partendo da situazioni fortemente compromesse durante il 2020, l'anno più critico della crisi pandemica. Dufry ha chiuso il 2021 con un Equity Free Cash Flow (EFCF) pari a meno 63 milioni di franchi svizzeri, un netto recupero rispetto alla perdita di ben - 1,7 miliardi registrata l'anno precedente, segno di una graduale ripresa dell'attività operativa e di un contenimento dei flussi negativi. Autogrill, invece, ha registrato un EFCF positivo per 117 milioni di euro, a fronte di un dato negativo di - 556 milioni nel 2020. Questo miglioramento è stato possibile grazie a una gestione attenta del capitale circolante, che ha permesso un rilascio di liquidità, e a una politica di investimenti più contenuta. Entrambe le società hanno adottato una strategia finanziaria prudente, focalizzata sulla stabilizzazione della cassa in attesa della ripresa completa dei volumi di traffico (Dufry, 2022b; Autogrill, 2022a).

### *Diversificazione dei ricavi e resilienza settoriale*

Prima della fusione, Dufry e Autogrill presentavano modelli di business con esposizioni settoriali molto differenti. Dufry operava prevalentemente nel settore dei beni di lusso, come profumi, accessori fashion e alcolici premium, il che la rendeva più vulnerabile ai cicli economici globali e alle oscillazioni del traffico internazionale ad alta spesa. Al contrario, Autogrill era concentrata nel comparto food & beverage, caratterizzato da scontrini medi più contenuti, ma da una domanda molto più stabile e resiliente, anche nei periodi di contrazione del consumo. L'integrazione tra le due società ha permesso di combinare queste due aree, generando un portafoglio di ricavi più bilanciato e riducendo la dipendenza dai segmenti ciclici. In termini finanziari, questa configurazione attenua la volatilità complessiva dei flussi di cassa e contribuisce a diminuire il rischio di mercato del gruppo post-fusione, ovvero il rischio sistemico associato all'andamento oscillante dei mercati (Dufry, 2022a; Dufry, 2022b; Autogrill, 2022a).

L'analisi finanziaria pre-operazione rivela due società accomunate da pressioni patrimoniali simili, ma complementari sotto il profilo geografico, merceologico e ciclico. La combinazione appare motivata dalla possibilità di incrementare la scala operativa, migliorare la qualità dei flussi di cassa attraverso un mix meno volatile e

ridurre il leverage tramite sinergie industriali stimate in CHF 400 milioni al 2026. A condizione di centrare i target delineati nel piano “Destination 2027”, l’operazione si configura come value-accretive sia in chiave industriale che finanziaria.

Tabella 6: Indicatori chiave Dufry AG dal 2019 al 2021

<b>Dufry - indicatori chiave</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
Ricavi netti (CHF mld)	8,85	2,56	4,16
EBITDA (CHF mln)	1,139	-70	380
Equity Free Cash Flow (CHF mln)	383	-1,740	-63
Net Debt (CHF mld)	3,10	3,29	3,08

Fonte: Rielaborazione propria su dati Dufry 2022a e 2022b.

Tabella 7: Indicatori chiave Autogrill S.p.A. dal 2019 al 2021

<b>Autogrill - indicatori chiave</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
Ricavi netti (€ mld)	4,997	1,984	2,597
EBITDA (€ mln)	961	-118	180
Free Cash Flow (€ mln)	166	-556	117
Net Debt (€ mld)	3,38	3,25	3,09

Fonte: Rielaborazione propria su dati Autogrill 2022c.

### **5.5 Analisi finanziaria post-operazione**

Con il perfezionamento dell’operazione di acquisizione tra Dufry AG e Autogrill S.p.A., finalizzata il 3 febbraio 2023, ha preso forma Avolta AG, nuova entità leader globale nel travel retail e food & beverage. Il presente paragrafo esamina la performance economico-finanziaria (Tabella 8) consolidata del gruppo lungo l’intero esercizio 2023, primo anno completo post-fusione, con anche alcuni cenni agli sviluppi del 2024, al fine di valutare gli effetti tangibili della combinazione strategica e delle sinergie operative nonostante l’operazione sia piuttosto recente.

### *Evoluzione dei ricavi e diversificazione*

Nel 2023 Avolta ha raggiunto un risultato di ricavi operativi pari a circa € 13 miliardi, con un aumento significativo rispetto ai ricavi del 2021 (Avolta, 2024a). Questo incremento rappresenta un risultato tangibile del processo di integrazione tra Dufry e Autogrill e dimostra la capacità del gruppo di crescere in scala. Il fatturato ha beneficiato in modo rilevante della ripresa del traffico passeggeri, che secondo ACI Europe (2024) è aumentato del 27% su base annua nei principali aeroporti europei, in seguito alla normalizzazione post-pandemica. Inoltre, l'integrazione del segmento food & beverage, e in particolare il contributo di HMSHost in Nord America, ha giocato un ruolo decisivo, generando circa il 23% dei ricavi complessivi. La diversificazione dell'offerta commerciale ha così permesso ad Avolta di consolidare la propria leadership globale nel travel retail, rendendo il modello di business più resiliente, meno dipendente da singoli comparti e, avendo ridotto il rischio di mercato, anche e soprattutto meno volatile.

### *Redditività e leve di margine*

Nel 2023, il gruppo Avolta ha registrato un notevole miglioramento della redditività operativa. L'indicatore EBITDA è sensibilmente cresciuto rispetto ai livelli del 2021, passando da circa 400 milioni di euro a circa € 870 milioni, facendo così segnare un aumento del + 50%. Da notare anche come la tendenza della crescita sia stata confermata anche dai dati del 2024, infatti il gruppo Avolta ha totalizzato nel 2024 ricavi per più di 14 miliardi di euro ed EBITDA di circa € 988 milioni (Orbis, 2025; Avolta, 2024a). Questo progresso riflette l'effetto combinato delle sinergie generate dall'integrazione con Autogrill, di un maggiore controllo sui costi fissi e dell'efficienza operativa ottenuta attraverso l'unificazione delle strutture gestionali. Inoltre, il contributo del segmento food & beverage, più stabile rispetto al duty-free in termini di stagionalità e domanda, ha garantito una maggiore solidità del margine complessivo (Avolta, 2024b). I dati preliminari del primo trimestre 2025 confermano la tendenza positiva, con un aumento implicito del margine di 37 punti base su base annua, nonostante la tradizionale debolezza del periodo in termini di traffico passeggeri (Avolta, 2024c).

### *Cash flow e struttura patrimoniale*

Nel 2023, Avolta ha registrato un netto miglioramento nella sua capacità di generare liquidità e nella solidità della propria struttura patrimoniale. Il cash flow, misurato nella forma di flusso di cassa disponibile per gli azionisti, ovvero, Equity Free Cash Flow (EFCF), ha raggiunto un risultato di circa € 300 milioni, segnando un incremento significativo rispetto ai livelli degli anni precedenti. Questo risultato indica che grazie all'espansione del proprio portafoglio, Avolta è stata in grado di accedere a nuove risorse finanziarie utili per finanziare investimenti, ridurre il debito o distribuire dividendi (Avolta, 2024a). Un altro aspetto cruciale è il forte calo della leva finanziaria: il rapporto tra debito netto ed EBITDA è passato da 8,1x nel 2021 a 2,4x nel 2023. Questo progresso risulta allineato con l'obiettivo del piano strategico "Destination 2027", che prevede una leva compresa tra 2,0x e 2,5x.

### *Valutazione delle sinergie*

Le sinergie del nuovo gruppo Avolta possono essere misurate partendo dai risultati di fatturato, che sono pari a € 13,9 milioni nel 2023 e € 14,7 milioni nel 2024, questo evidenzia come l'integrazione delle due singole entità abbia effettivamente creato un rapporto sinergico tra le varie business unit. Inoltre, se si considerano i livelli di EBIT ed EBITDA del 2023 e del 2024 (Tabella 8) si può notare come i margini siano in aumento e denotino un aumento della salute generale del conto economico. Passando invece all'analisi degli utili e della redditività del capitale, si può notare come gli utili siano passati da € 94 milioni nel 2023 a € 110 nel 2024 ed il ROE sia passato da un valore del 11,94% del 2023 ad un valore di 13,77% nel 2024. Questo non solo mette in risalto la capacità di autofinanziamento aziendale aumentando il valore per gli azionisti, attraverso dividendi o reinvestimenti, e migliorando anche la percezione della solidità aziendale sul mercato, ma mette in risalto anche come l'azienda utilizzi in modo più efficiente i mezzi propri migliorando il rendimento del capitale investito dagli azionisti (Orbis, 2025).

### *Efficienza operativa*

Avolta ha compiuto importanti progressi sul piano dell'efficienza operativa, progressi evidenziati anche dai margini EBIT ed EBITDA. Questo risultato è stato possibile

grazie all'introduzione di strumenti e tecnologie che hanno reso i processi più snelli e intelligenti. In particolare, l'adozione della piattaforma gestionale SAP S/4HANA ha permesso una maggiore integrazione e automatizzazione delle funzioni aziendali. Inoltre, l'utilizzo dell'intelligenza artificiale, in particolare attraverso il sistema proprietario StoreMatrix AI, ha contribuito a ottimizzare sia la composizione dell'offerta nei punti vendita sia la pianificazione del personale, riducendo inefficienze e sprechi (Avolta, 2024a). A queste innovazioni si è affiancata una strategia negoziale più flessibile: 22 concessioni aeroportuali sono state rinegoziate per introdurre contratti con canoni variabili basati su revenue share. Questo ha diminuito il rischio di pagare canoni fissi anche in presenza di flussi di passeggeri inferiori alle previsioni, rendendo il modello di business più resiliente agli shock esterni.

#### *Redditività del capitale investito*

Nel 2023, Avolta ha mostrato un importante miglioramento nella redditività del capitale investito. Il Return on Invested Capital (ROIC) operativo si è attestato al 7,2%, superando il Weighted Average Cost of Capital (WACC), stimato al 7,0%. Questo dato indica che l'azienda ha ottenuto un rendimento positivo sugli investimenti realizzati, con un differenziale favorevole di 20 punti base. Questo traguardo è particolarmente significativo se confrontato con il 2021, quando il ROIC era inferiore al WACC, generando uno spread negativo di - 3,6% (Bloomberg, 2024). Il superamento del cosiddetto "break-even economico" già nel primo anno successivo alla fusione con Autogrill dimostra che l'operazione ha prodotto benefici tangibili in tempi rapidi. In particolare, le sinergie attivate, sia sul fronte dei costi che dei ricavi, hanno consentito una gestione più efficiente del capitale impiegato, contribuendo così alla creazione di valore per l'azienda e i suoi azionisti.

#### *Creazione di valore per l'azionista*

Nel periodo successivo alla fusione, Avolta ha mostrato una solida capacità di generare valore per gli azionisti. L'utile per azione (EPS) è aumentato in modo significativo: da CHF 0,16 nel 2022 a CHF 0,45 nel 2023, con previsioni ottimistiche per il 2024 che indicano un possibile incremento fino a CHF 0,60 (Avolta, 2024a). Questo miglioramento riflette non solo l'integrazione efficace con Autogrill, ma anche una

crescita sostenuta della redditività. In parallelo, il Total Shareholder Return (TSR), ovvero il rendimento totale per l'azionista comprensivo di dividendi e apprezzamento del titolo, ha segnato un +68% tra luglio 2022 e maggio 2025, superando nettamente il benchmark di settore europeo STOXX Travel & Leisure, fermo al +34% (Avolta, 2024c). A conferma di un approccio orientato alla remunerazione degli investitori, dal 2025 Avolta ha annunciato una politica di distribuzione dei dividendi pari al 30% del cash flow.

Nel complesso, l'analisi post-operazione certifica il successo finanziario dell'acquisizione: il gruppo ha registrato una forte crescita del fatturato, un'espansione dei margini operativi, una riduzione significativa dell'indebitamento e un ritorno sul capitale superiore al costo del capitale. Le sinergie operative sono state avviate con rapidità e mostrano risultati concreti già nel breve termine. L'integrazione tra Dufry e Autogrill, ora Avolta AG, si conferma pertanto un caso esemplare di operazione value-accretive nel settore del travel experience retail.

Tabella 8: Risultati Avolta 2023 - 2024

<b>Dufry/Avolta – indicatori chiave</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>
Ricavi (€ mln)	13,994	14,728
EBIT (€ mln)	870	988
EBITDA (€ mln)	2,604	2,893
Utile Netto (€ mln)	94	110
ROE (%)	11,94	13,77

Fonte: Elaborazione propria su dati Moody's Analytics 2025.

### **5.6 Analisi dell'effettiva creazione di valore post-acquisizione**

L'acquisizione di Autogrill S.p.A. da parte di Dufry AG, culminata nella creazione del gruppo integrato Avolta AG, rappresenta un esempio significativo di acquisizione strategica mirata alla creazione di valore. Questa combinazione tra le due entità Autogrill e Dufry ha inteso sfruttare appieno le sinergie derivanti dall'integrazione verticale dei segmenti retail e food & beverage nel comparto travel, con l'obiettivo di rafforzare la resilienza finanziaria e operativa del gruppo e di migliorare la posizione

competitiva a livello globale. Il presente paragrafo propone un'analisi dettagliata dei principali indicatori economico-finanziari, al fine di verificare se tale aggregazione abbia generato valore effettivo per gli stakeholder nel biennio 2023-2024.

#### *Crescita dimensionale e ricavi consolidati*

Uno degli indicatori più chiari del successo dell'operazione tra Dufry e Autogrill è stato l'incremento dimensionale e commerciale raggiunto dal nuovo gruppo Avolta. I ricavi netti sono aumentati da 13.994 milioni di euro nel 2023 a 14.728 milioni nel 2024, con una crescita del 5,2% su base annua. Questo risultato non può essere spiegato solo dal graduale ritorno alla normalità dopo la crisi pandemica, ma è il frutto diretto dell'introduzione di un nuovo modello operativo, definito "Travel Experience 360°". Tale modello combina in modo integrato l'offerta retail (duty-free, duty-paid e convenience) con i servizi di ristorazione, permettendo ad Avolta di migliorare l'esperienza del viaggiatore e di aumentare il valore medio delle transazioni. Un elemento chiave di questa trasformazione è stata la piena integrazione del segmento food & beverage (F&B), che nel 2023 ha rappresentato circa il 23% del fatturato complessivo. L'inclusione dell'operatività di Autogrill, in particolare attraverso la sua controllata americana HMSHost, ha consentito ad Avolta di ridurre la propria dipendenza dai beni di lusso, generalmente più esposti alla volatilità del mercato, e di rafforzare la propria stabilità, soprattutto in contesti economici incerti (Avolta, 2024a).

#### *Redditività operativa e sinergie effettivamente conseguite*

Dal punto di vista della redditività operativa, i dati mostrano un evidente miglioramento post-fusione. L'EBITDA consolidato è passato da €2.604 milioni nel 2023 a €2.893 milioni nel 2024, mentre l'EBIT è salito da €870 milioni a €988 milioni nello stesso periodo. Il margine EBITDA è così cresciuto fino al 9,0% (contro un 7,8% pro-forma 2021), confermando l'efficacia dell'integrazione. Questo incremento è stato trainato da tre principali leve: la razionalizzazione dei costi centrali (IT, HQ, servizi condivisi), il miglioramento dell'efficienza logistica e la razionalizzazione degli assortimenti di prodotto, supportata da strumenti digitali come la piattaforma StoreMatrix (Avolta, 2024b). Un ruolo centrale è stato giocato dall'attivazione delle sinergie programmate. Nel 2023, il gruppo ha conseguito benefici quantificabili per circa CHF 30 milioni (pari

a € 32,32 milioni), mentre nel 2024 le sinergie attese sono stimate in CHF 85 milioni (pari a circa € 91,57 milioni). Il target cumulato previsto entro il 2026 è di CHF 400 milioni, corrispondenti a circa € 430,92 milioni (Avolta, 2023b). Le aree di maggiore impatto riguardano l'ottimizzazione degli acquisti, la rinegoziazione dei contratti con i landlord aeroportuali e l'aumento del cross-selling tra i brand. Il primo trimestre del 2025 ha già mostrato un ulteriore miglioramento del margine EBITDA (+37 punti base su base annua), nonostante la tipica stagionalità debole del periodo (Avolta, 2024c).

#### *Generazione di cassa e struttura finanziaria*

Uno degli elementi più chiari della creazione di valore post-fusione tra Dufry e Autogrill è rappresentato dalla robusta generazione di cassa. Nel 2023, Avolta ha generato un Equity Free Cash Flow (EFCF) pari a circa 347,96 milioni di euro (circa da CHF 323 milioni), registrando un netto miglioramento rispetto ai 45,25 milioni di euro del 2022 (CHF 42 milioni). Questo incremento è particolarmente significativo perché indica non solo un aumento della redditività operativa, ma anche una maggiore efficienza nel convertire tale redditività in disponibilità liquide. Con un tasso di conversione dell'EBITDA in cassa del 28,6%, Avolta ha dimostrato di saper generare liquidità in misura sufficiente per finanziare autonomamente nuovi investimenti e rafforzare la propria posizione finanziaria, riducendo il ricorso a fonti di finanziamento esterne (Avolta, 2024a). Parallelamente, il gruppo ha ridotto sensibilmente il livello di indebitamento. Il rapporto tra indebitamento netto e EBITDA è passato da 8,1 volte nel 2021 a 2,4 volte nel 2023, centrando pienamente il target fissato dal piano strategico "Destination 2027", che prevedeva un range obiettivo compreso tra 2,0x e 2,5x. Questo miglioramento strutturale ha avuto effetti diretti anche sul giudizio da parte delle agenzie di rating: Standard & Poor's ha infatti rivisto l'outlook da "Negative" a "Stable", mantenendo il rating a BB+, in segno di fiducia nella capacità di Avolta di sostenere nel tempo una solida posizione finanziaria (Standard & Poor's, 2024).

#### *Efficienza e ritorno sul capitale investito*

Nel 2023, Avolta ha mostrato importanti miglioramenti in termini di efficienza operativa e redditività del capitale investito, elementi chiave per valutare l'effettiva

creazione di valore dopo la fusione con Autogrill. Uno dei segnali più concreti riguarda l'indice cost-to-sales, ovvero il rapporto tra costi operativi e ricavi netti. Questo indicatore è sceso dal 92,2% al 91,1%, migliorando di 110 punti base. Ciò significa che il gruppo è riuscito a contenere meglio i costi rispetto al volume di ricavi generati. Questo risultato positivo è stato reso possibile da una serie di interventi strategici, tra cui l'integrazione dei sistemi gestionali SAP S/4HANA di Autogrill nella piattaforma globale Avolta, l'utilizzo di tecnologie basate su intelligenza artificiale (come StoreMatrix AI) per ottimizzare l'assortimento nei punti vendita e la rinegoziazione di 22 contratti di concessione aeroportuale secondo nuove formule di revenue sharing più flessibili e sostenibili (Avolta, 2024a). Parallelamente, l'efficienza nell'uso del capitale investito è migliorata in modo significativo. Il Return on Invested Capital (ROIC) operativo è cresciuto dal 3,8% del 2021 al 7,2% nel 2023. Considerando che il costo medio ponderato del capitale (WACC) è stimato al 7,0%, il fatto che il ROIC abbia superato tale soglia indica che Avolta è riuscita a generare un rendimento superiore al costo del capitale impiegato. Questo margine positivo, seppur contenuto (+0,2 punti percentuali), rappresenta un chiaro esempio di creazione di valore economico (Economic Value Added, EVA), come indicato anche dalla letteratura finanziaria di riferimento (Koller et al., 2020; Bloomberg, 2024).

#### *Crescita dell'utile netto e ritorno per gli azionisti*

Nel biennio successivo alla fusione tra Dufry e Autogrill, il gruppo Avolta ha mostrato una crescita solida in termini di utile netto e di ritorno complessivo per gli azionisti, dimostrando la capacità dell'operazione di generare valore tangibile anche dal punto di vista della redditività del capitale proprio. In particolare, l'utile netto è passato da € 94 milioni nel 2023 a € 110 milioni nel 2024, segnando un incremento pari a circa il 17%. Questo miglioramento ha trovato riflesso diretto nel Return on Equity (ROE), ovvero l'indicatore che misura quanto profitto è stato generato in rapporto al capitale proprio investito dagli azionisti: il ROE è infatti aumentato dall'11,94% al 13,77%, segnalando un utilizzo più efficiente del patrimonio netto dell'azienda (Avolta, 2024b).

In parallelo, anche l'Earnings per Share (EPS) rettificato, ossia l'utile per azione corretto per elementi straordinari, ha evidenziato una crescita significativa: da CHF 0,16 nel 2022 (pari a circa € 0,17) a CHF 0,45 nel 2023 (circa € 0,48), con previsioni

(consensus) per il 2024 che stimano un ulteriore aumento fino a CHF 0,60, corrispondenti a circa € 0,65. Ciò conferma l'aumento del valore per azione detenuta e, quindi, l'effettiva remunerazione dell'investitore. Il Total Shareholder Return (TSR), che considera sia l'incremento del prezzo dell'azione che i dividendi distribuiti, ha raggiunto un +68% nel periodo compreso tra luglio 2022 e maggio 2025. Questo risultato è particolarmente rilevante se confrontato con il benchmark di settore, rappresentato dallo STOXX Europe Travel & Leisure, che si è fermato al +34% nello stesso arco temporale (Avolta, 2024c). A partire dal 2025, Avolta ha annunciato l'introduzione di una dividend policy strutturata, che prevede la distribuzione del 30% dell'Equity Free Cash Flow. Questa scelta rappresenta un ulteriore passo verso la valorizzazione dell'azionista, garantendo una remunerazione stabile, sostenibile e direttamente proporzionata alla generazione di cassa del gruppo, elemento centrale per mantenere un elevato grado di fiducia da parte del mercato e per supportare una politica di lungo periodo orientata alla creazione di valore.

#### *Performance ESG e rating di sostenibilità*

I risultati ottenuti da Avolta in ambito ESG (Environmental, Social and Governance) costituiscono un ulteriore elemento a conferma della capacità del gruppo di generare valore in maniera sostenibile e responsabile. Uno dei progressi più significativi è rappresentato dalla riduzione delle emissioni dirette e indirette di gas serra (Scope 1 e 2), che nel 2023 risultano inferiori del 15% rispetto al livello di riferimento del 2019. Questo miglioramento è stato reso possibile principalmente attraverso la sottoscrizione di contratti PPA (Power Purchase Agreements) finalizzati all'acquisto di energia da fonti rinnovabili, con particolare attenzione agli hub operativi in Europa e America Latina (Avolta, 2024c). Parallelamente, è stato compiuto un importante passo avanti nella sostenibilità ambientale dei materiali utilizzati: nei punti vendita a marchio Bistrot, il packaging compostabile ha raggiunto il 62% del totale, contribuendo alla riduzione dei rifiuti plastici e promuovendo modelli di consumo più consapevoli e a basso impatto. Questi risultati hanno portato MSCI, una delle principali agenzie di rating ESG a livello globale, a migliorare il giudizio assegnato al gruppo, passando da "BB" a "BBB" nel 2024. La revisione è stata motivata dall'evidente rafforzamento delle pratiche di governance e dalla maggiore trasparenza nella gestione della catena di

fornitura, due elementi che concorrono a rendere Avolta un operatore più resiliente e attrattivo anche agli occhi degli investitori orientati alla sostenibilità (MSCI, 2024).

## **Conclusioni**

Al termine di questo elaborato, è possibile avviare una riflessione complessiva che consenta non solo di sintetizzare i risultati emersi dall'analisi teorica ed empirica, ma anche di formulare una risposta argomentata alla domanda centrale da cui l'intera trattazione ha preso avvio, ovvero: le operazioni di finanza straordinaria, specialmente le acquisizioni, generano valore per le aziende? Come già è stato possibile comprendere nell'introduzione, questa domanda non può ricevere una risposta univoca, data la molteplicità dei fattori in gioco. Tuttavia, l'analisi sviluppata nel corso dell'elaborato, attraverso un'ampia ricognizione teorica e l'esame di tre casi concreti, permette di trarre alcune considerazioni conclusive, coerenti con gli obiettivi iniziali e le ipotesi formulate.

L'elaborato si è articolato in due sezioni principali: una prima parte a carattere teorico-concettuale e una seconda di taglio empirico, basata sull'analisi di tre acquisizioni rilevanti. Il primo capitolo ha posto le basi per comprendere il concetto di valore e le sue modalità di misurazione. Il valore, nella prospettiva economico-aziendale, è stato ricondotto alla capacità dell'impresa di generare benefici sostenibili nel tempo, attraverso l'uso efficiente di risorse e capitali. Tale concetto è stato affrontato sotto una duplice accezione: da un lato, il valore economico in senso generale, inteso come utilità o soddisfazione generata per i diversi stakeholder; dall'altro, il valore finanziario, legato alla performance economica, alla redditività, all'efficienza operativa e alla sostenibilità del capitale investito.

La misurazione del valore è stata analizzata attraverso strumenti sia tradizionali che avanzati. Tra i primi, si annoverano gli indicatori reddituali e patrimoniali, come il Return on Equity (ROE), il margine operativo lordo (EBITDA) o il risultato operativo (EBIT). Tra i secondi, sono stati approfonditi modelli come l'Economic Value Added (EVA) e il Market Value Added (MVA), capaci di restituire una visione più sofisticata e coerente con le logiche di mercato e quindi del valore per l'azionista e per l'impresa nel suo complesso. Inoltre, si è dato anche spazio a fattori fondamentali come la crescita dei ricavi, la struttura dei costi, l'efficienza operativa e il costo del capitale, che costituiscono elementi centrali per qualsiasi strategia aziendale di creazione di valore. Nel secondo capitolo, l'attenzione si è spostata sulle operazioni di finanza straordinaria, e in particolare sulle acquisizioni. Si è analizzato il ruolo delle M&A come strumento

strategico per l'espansione, il riposizionamento competitivo e la trasformazione aziendale. È emersa chiaramente la complessità di queste operazioni, che implicano una molteplicità di dimensioni: strategica, finanziaria, organizzativa e culturale. La letteratura ha evidenziato, da un lato, le potenzialità delle acquisizioni quali l'accesso a nuovi mercati, il raggiungimento di economie di scala e di scopo, l'acquisizione di risorse critiche e, dall'altro, i rischi connessi, tra cui *l'overconfidence* manageriale, la difficoltà di integrazione, i problemi culturali e la possibilità di non realizzare le sinergie attese.

Queste riflessioni hanno introdotto una prima, importante risposta alla domanda di cui sopra: le acquisizioni possono generare valore, ma non lo fanno automaticamente. La creazione di valore dipende da molteplici condizioni, tra le quali la coerenza strategica dell'operazione, la congruità del prezzo pagato, la qualità del processo di integrazione, la compatibilità culturale tra le entità coinvolte, la governance dell'operazione, la reazione dei mercati, la capacità di realizzare sinergie operative e finanziarie effettive. Le acquisizioni, in altre parole, sono strumenti ad alto potenziale, ma al tempo stesso ad alto rischio: possono amplificare la performance di un'impresa virtuosa, ma anche accelerare il declino di un'impresa già debole o scarsamente coordinata.

Un ulteriore elemento emerso nel corso dell'elaborato riguarda il ruolo della valutazione nella gestione delle acquisizioni. È stato evidenziato come la stima del valore della target sia un passaggio cruciale, ma anche soggetto a distorsioni significative.

L'adozione di metodi come il Discounted Cash Flow (DCF), il metodo dei multipli di mercato o il metodo patrimoniale permette di costruire una valutazione quantitativa, ma tale valutazione va sempre integrata con considerazioni di natura strategica, qualitativa e culturale. Infatti, è emerso che l'effettiva capacità di un'acquisizione di generare valore non dipende solo dai flussi di cassa attesi, ma anche dalla sostenibilità delle sinergie previste, dalla compatibilità tra i modelli organizzativi e dalla qualità del management post-deal.

Infine, sempre nella parte teorica, è stata dedicata una sezione specifica all'analisi delle sinergie, intese come differenziale positivo generato dall'unione tra acquirente e target. Le sinergie possono essere operative, commerciali, finanziarie o fiscali, e rappresentano il cuore della razionalità economica sottostante le operazioni M&A. Tuttavia, la loro stima è spesso soggetta a sovrastime, doppie contabilizzazioni o sottovalutazioni dei

costi di integrazione. La letteratura suggerisce l'adozione di un approccio prudentiale, con l'utilizzo di scenari multipli e l'impiego di correttivi (i cosiddetti *haircut*) sui benefici attesi, soprattutto quando si tratta di sinergie immateriali o di lungo periodo. Le evidenze teoriche riscontrate hanno posto le basi per comprendere meglio i risultati derivanti dall'analisi empirica dei tre casi studio esaminati nella seconda parte dell'elaborato. Tali casi rappresentano esempi concreti attraverso cui valutare se e in che misura le acquisizioni realizzate abbiano effettivamente contribuito alla creazione di valore per le aziende coinvolte.

Il primo caso studio analizzato nella seconda parte dell'elaborato è l'acquisizione di UBI Banca da parte di Intesa Sanpaolo, annunciata nel febbraio 2020 e conclusa nel corso del 2021, a valle di una lunga e articolata procedura che ha coinvolto anche l'Autorità garante della concorrenza e del mercato. L'operazione ha rappresentato un passaggio cruciale nella storia recente del settore bancario italiano, sia per le sue dimensioni economiche sia per l'impatto sul mercato domestico del credito.

Dal punto di vista strategico, l'acquisizione ha consentito a Intesa Sanpaolo di rafforzare ulteriormente la propria leadership nel sistema bancario italiano, raggiungendo una quota di mercato significativa in termini di sportelli, masse gestite e impieghi. UBI Banca rappresentava infatti un operatore di rilievo nel Nord Italia, con una forte radicazione territoriale e una clientela retail e corporate ben consolidata. L'operazione ha quindi permesso al gruppo acquirente di espandere il proprio presidio territoriale in aree chiave, come Lombardia e Piemonte, e di acquisire una base clienti complementare a quella preesistente.

A livello finanziario, l'analisi dei principali indicatori a seguito dell'operazione suggerisce che l'acquisizione abbia avuto un impatto positivo. Intesa Sanpaolo ha mostrato, già nel primo biennio post-integrazione, segnali tangibili di rafforzamento della redditività e della solidità patrimoniale. Il ROE del gruppo si è attestato su livelli superiori alla media del settore europeo (13,4%), il cost/income ratio è sceso al 45,2%, segno di una notevole efficienza operativa, e il CET1 ratio fully loaded ha raggiunto il 14,6%, ben al di sopra dei requisiti minimi regolamentari. Anche gli indici di liquidità (LCR e NSFR) e la qualità del credito (NPL ratio e coverage) hanno mantenuto livelli robusti, dimostrando una gestione prudente e ben calibrata.

Questi risultati riflettono un'ottima capitalizzazione delle sinergie attese, soprattutto in termini di costi. La razionalizzazione della rete distributiva, l'integrazione dei sistemi informativi, la riduzione delle sovrapposizioni organizzative e l'ottimizzazione delle strutture centrali hanno permesso al gruppo di ottenere risparmi significativi. Inoltre, l'operazione ha favorito la valorizzazione del business assicurativo, del wealth management e del credito alle imprese, aree in cui Intesa vantava già un forte posizionamento competitivo.

Tuttavia, anche in un'operazione considerata tra le più riuscite in ambito M&A bancario, non sono mancati elementi critici. La fase di integrazione ha comportato complessità rilevanti sul piano organizzativo e sindacale, dovute alla necessità di gestire gli esuberanti, armonizzare i contratti e mantenere la motivazione del personale. La fusione ha inoltre richiesto la cessione di un numero significativo di filiali per evitare concentrazioni eccessive, come richiesto dall'AGCM. Tali vincoli hanno avuto un impatto temporaneo sull'efficienza operativa e sulla continuità del servizio in alcune aree.

Anche la gestione delle differenze culturali ha richiesto particolare attenzione: UBI Banca, pur condividendo una cultura bancaria tradizionale, presentava tratti distintivi in termini di governance e approccio al cliente, che è stato necessario allineare al modello Intesa Sanpaolo. Questo processo è stato gestito con gradualità e attraverso un forte presidio delle risorse umane, al fine di evitare frizioni e disallineamenti.

Un ulteriore elemento di complessità è stato rappresentato dal contesto macroeconomico in cui l'operazione è avvenuta. L'acquisizione si è infatti sviluppata durante la fase più acuta della pandemia da COVID-19, che ha comportato shock improvvisi sulla domanda, sulla qualità del credito e sulla volatilità dei mercati. In questo scenario, la capacità di Intesa di assorbire lo stress sistemico senza comprometterne l'equilibrio patrimoniale rappresenta un'ulteriore conferma della solidità dell'operazione.

Nel complesso, è possibile affermare che l'operazione Intesa Sanpaolo - UBI Banca abbia effettivamente generato valore, sia in termini finanziari sia in termini strategici. La banca acquirente ha consolidato la propria posizione di leadership nel mercato italiano, ha aumentato la sua efficienza, ha valorizzato sinergie e complementarità e ha mantenuto livelli elevati di patrimonializzazione e redditività. L'analisi dei risultati post-operazione conferma dunque che, in presenza di una strategia ben delineata, di una

governance solida e di una gestione attenta dell'integrazione, le acquisizioni bancarie possono rappresentare una leva concreta di creazione di valore.

Questo primo caso studio conferma la tesi, sostenuta nella parte teorica, secondo cui le acquisizioni non garantiscono automaticamente benefici, ma possono produrre risultati eccellenti se fondate su basi strategiche coerenti, valutazioni corrette e una pianificazione rigorosa. Il successo di questa operazione suggerisce inoltre che la dimensione organizzativa e culturale non può essere trascurata, e che la capacità di integrare efficacemente le persone, i sistemi e i modelli di servizio rappresenta un fattore chiave per la trasformazione del potenziale sinergico in valore reale.

Il secondo caso studio affrontato nel presente elaborato riguarda l'acquisizione di Wild Turkey da parte del Gruppo Campari, conclusasi nel 2009 per un valore di circa 575 milioni di dollari. L'operazione ha rappresentato un momento chiave nel processo di internazionalizzazione e premiumizzazione del portafoglio marchi dell'azienda italiana, che fino a quel momento aveva una forte concentrazione geografica in Europa e un focus su brand locali o regionali. Con l'acquisizione di Wild Turkey, un marchio storico del whiskey americano e fortemente radicato negli Stati Uniti e riconosciuto a livello globale, Campari ha potuto compiere un salto strategico rilevante, accedendo a uno dei segmenti più dinamici e redditizi del mercato degli spirits mondiale: quello dei brown spirits americani.

Dal punto di vista strategico, l'operazione ha consentito al gruppo di entrare direttamente nel mercato statunitense, considerato uno dei più importanti al mondo per consumi, innovazione e margini nel settore beverage alcolico. Non solo, infatti, grazie alla struttura produttiva acquisita nel Kentucky, che rappresenta il cuore della produzione di bourbon, Campari ha integrato anche asset tangibili, capacità produttiva, competenze tecniche e supply chain, rafforzando così il proprio presidio verticale sulla filiera. L'operazione ha quindi avuto un'importante componente industriale, oltre che commerciale e di portafoglio.

A livello di risultati, l'analisi condotta nelle precedenti sezioni dell'elaborato mostra che Wild Turkey ha performato positivamente all'interno del perimetro Campari, contribuendo progressivamente all'aumento del fatturato internazionale del gruppo, al

miglioramento del mix di margine e al consolidamento della brand awareness globale. In particolare, il whiskey è stato progressivamente rilanciato con operazioni di marketing mirate, restyling del packaging, ampliamento della gamma (ad esempio con versioni “single barrel” o “small batch”) e un forte posizionamento premium. Queste strategie hanno aumentato la visibilità del marchio e ne hanno consolidato il posizionamento in un segmento a elevata marginalità.

Dal punto di vista finanziario, l’operazione ha portato un impatto positivo, anche se graduale. Nei primi anni post-acquisizione, il contributo al fatturato consolidato è stato significativo, e ancor più rilevante è stato l’impatto sulla marginalità complessiva, grazie all’alta profittabilità del segmento whiskey e al controllo diretto della produzione. La leva del pricing e della distribuzione (soprattutto in mercati emergenti) ha consentito di ottimizzare le sinergie commerciali e distributive, specie laddove il marchio Wild Turkey ha potuto beneficiare delle reti commerciali già esistenti di Campari. Tuttavia, è importante evidenziare che i benefici derivanti da questa operazione non sono stati immediati, ma si sono materializzati nel medio-lungo periodo, coerentemente con le logiche tipiche del settore beverage, dove la crescita della brand awareness richiede tempo e investimenti costanti.

Un altro elemento chiave riguarda il modello di governance dell’operazione, che ha previsto il mantenimento di figure chiave del management originario di Wild Turkey per garantire la continuità operativa e preservare l’identità del marchio. Questa scelta si è rivelata efficace nel mitigare il rischio di discontinuità culturale e nel favorire un’integrazione progressiva, rispettosa delle caratteristiche distintive della target.

L’esperienza maturata in questa operazione ha poi guidato, negli anni successivi, altre acquisizioni del gruppo (come Grand Marnier o Bisquit Cognac), consolidando un approccio strutturato alle operazioni di M&A.

Va infine osservato che, a differenza di quanto avvenuto nel caso Intesa-UBI, in questo contesto la dimensione delle sinergie è stata meno centrata sulla riduzione dei costi, e maggiormente focalizzata sull’ampliamento dell’offerta, sulla crescita dei ricavi e sull’effetto reputazionale derivante dall’inserimento di un marchio globale nel portafoglio del gruppo. Questo rappresenta un’importante differenza settoriale: nelle M&A industriali e consumer-oriented, la valorizzazione degli asset intangibili, come la

notorietà del brand, la fedeltà dei consumatori e la reputazione, risulta centrale nella creazione di valore.

Nonostante l'elevata esposizione al rischio di cambio (dato il pagamento in dollari e la gestione contabile in euro), Campari ha gestito con efficacia le componenti finanziarie dell'operazione, beneficiando anche di condizioni favorevoli nei mercati del credito post-crisi 2008 e del supporto di advisor esperti. L'operazione, a conti fatti, ha rappresentato un passo strategico ben calcolato, con ritorni coerenti con le attese e un impatto strutturale sull'evoluzione del gruppo da realtà italiana a player internazionale nel mercato spirits.

In sintesi, l'acquisizione di Wild Turkey da parte di Campari ha prodotto una creazione di valore tangibile e sostenibile, anche se distribuita nel tempo. I principali meccanismi di creazione di valore osservabili in questa operazione sono stati: l'integrazione produttiva, la crescita geografica, la valorizzazione del brand, la leva distributiva e l'accrescimento del portafoglio. I risultati consolidati nei bilanci successivi all'operazione, uniti al crescente peso del mercato USA per Campari, confermano la bontà della strategia implementata. Ciò rafforza ulteriormente la riflessione avviata nei paragrafi precedenti: le acquisizioni generano valore se supportate da una visione di lungo termine, da investimenti mirati alla valorizzazione degli asset, anche immateriali, e da una gestione efficace della transizione.

Questo secondo caso è stato in grado di dimostrare che le acquisizioni possono fungere non solo da strumenti di crescita dimensionale, ma anche da acceleratori di trasformazione strategica, specialmente in contesti dove la competizione avviene su scala globale e il posizionamento di marca gioca un ruolo determinante. La capacità di Campari di cogliere le potenzialità dell'operazione, gestirla con disciplina e valorizzarla nel tempo rappresenta un modello virtuoso di M&A internazionale, da cui emergono importanti implicazioni per l'analisi teorica e per le scelte manageriali future.

Il terzo caso analizzato è quello molto recente dell'acquisizione di Autogrill da parte di Dufry, oggi confluite nella holding Avolta AG, un'operazione finalizzata tra il 2022 e il 2023. Si tratta di una operazione di M&A di rilevanza internazionale che ha coinvolto due tra i principali attori mondiali nei rispettivi settori: Dufry nel travel retail e Autogrill nella ristorazione aeroportuale. L'operazione ha dato vita a un nuovo colosso globale

del settore travel experience, presente in oltre 75 Paesi e con un'offerta integrata di vendita al dettaglio e food & beverage all'interno degli hub aeroportuali, ferroviari e stradali.

Sul piano strategico, la logica dell'operazione risiede nel creare un campione globale integrato, capace di presidiare l'intera catena del valore del consumo in mobilità.

L'unione delle due società ha permesso di massimizzare le sinergie commerciali, logistiche, operative e tecnologiche, grazie alla complementarità geografica e di business. Autogrill, più forte in Europa e nel Nord America nel segmento food service, si è integrata con Dufry, leader mondiale nel duty-free e nel retail aeroportuale, con una presenza particolarmente estesa in America Latina, Medio Oriente e Asia. Questa complementarità ha permesso di coprire mercati e segmenti diversi, senza grandi sovrapposizioni, riducendo così i rischi di cannibalizzazione.

Dal punto di vista economico-finanziario, i dati disponibili mostrano un quadro composito. Al momento dell'annuncio, l'operazione è stata presentata come neutrale in termini di EPS nel breve periodo, con benefici significativi attesi nel medio termine. Le sinergie stimate ammontano a oltre 85 milioni di euro entro il 2026, principalmente derivanti da economie di scala sugli approvvigionamenti, razionalizzazione dei costi, integrazione IT e coordinamento delle attività commerciali. Tuttavia, tali sinergie non sono ancora interamente realizzate e restano soggette all'efficacia della fase di integrazione.

L'analisi dei risultati post-operazione evidenzia un miglioramento del profilo reddituale e patrimoniale del nuovo gruppo Avolta. Le vendite consolidate hanno mostrato una ripresa significativa rispetto al periodo pandemico, e l'EBITDA ha registrato segnali di crescita. Tuttavia, permangono alcune criticità legate al livello elevato di indebitamento, alla stagionalità del business, alla volatilità dei flussi turistici e alle tensioni geopolitiche. In particolare, il rapporto PFN/EBITDA rimane elevato, segnalando una leva finanziaria che deve essere monitorata con attenzione nei prossimi esercizi. A ciò si aggiunge il fatto che i margini operativi sono ancora inferiori ai livelli pre-COVID, soprattutto per la componente food service, più esposta alla ripresa lenta del traffico aeroportuale.

Un punto di forza importante dell'operazione è stato il ruolo della famiglia Benetton, azionista di riferimento di Autogrill, che ha accettato di conferire la propria quota nel

nuovo gruppo Avolta, diventando uno dei principali azionisti della nuova realtà. Questo passaggio ha favorito la stabilità azionaria e ha rafforzato il commitment strategico di lungo periodo, riducendo i rischi di natura finanziaria e assicurando continuità gestionale.

Sul piano operativo e culturale, l'integrazione tra due gruppi internazionali di grandi dimensioni e con modelli di business differenti rappresenta una sfida di rilievo.

L'integrazione di due culture aziendali profondamente diverse, una focalizzata sulla gestione dei punti vendita alimentari e l'altra su dinamiche retail duty-free, ha richiesto un'accurata gestione del change management, della comunicazione interna e della definizione di una nuova identità condivisa. I piani industriali presentati da Avolta pongono particolare enfasi su sostenibilità, digitalizzazione e customer experience, elementi chiave per rafforzare la coerenza interna e l'innovazione del modello di business integrato.

Rispetto ai precedenti casi analizzati, l'operazione Dufry-Autogrill presenta un grado di incertezza più elevato, in parte legato al timing (post-pandemico), in parte alla complessità strutturale del business travel. Tuttavia, è anche un caso esemplare di M&A trasformativa, in cui il valore atteso non deriva solo da efficienze operative, ma dalla creazione di un nuovo modello di servizio integrato. Se ben implementata, tale strategia potrebbe non solo consolidare quote di mercato, ma anche ridefinire gli standard dell'intera industria del travel experience.

È dunque possibile affermare che l'acquisizione ha posto le premesse per una significativa creazione di valore, ma la sua realizzazione effettiva dipenderà fortemente dalla capacità di realizzare le sinergie previste, ridurre progressivamente l'indebitamento e gestire la complessità organizzativa del gruppo. L'operazione riflette appieno quanto sostenuto nella parte teorica: le M&A sono strumenti potenti, ma il valore effettivo emerge solo attraverso una gestione attenta delle dinamiche post-deal. Nel contesto di questo terzo caso, emergono anche elementi di riflessione legati alla sostenibilità. Avolta ha assunto impegni importanti in materia di riduzione delle emissioni, circular economy e inclusione. Tali dimensioni, se coerentemente integrate nel modello di business, possono diventare fonti di vantaggio competitivo e di valore

nel lungo termine, in linea con la crescente attenzione degli investitori per i criteri ESG (Environmental, Social and Governance).

In sintesi, l'operazione tra Dufry e Autogrill rappresenta un esempio complesso ma potenzialmente dirompente, in cui il valore non è solo nel consolidamento, ma nella capacità di costruire un ecosistema integrato, capace di soddisfare bisogni sempre più articolati del viaggiatore moderno. L'esito positivo dell'operazione, pur non essendo ancora pienamente visibile, dipenderà dalla capacità della nuova Avolta di governare la transizione, innovare l'offerta e consolidare una struttura finanziaria solida e resiliente.

L'analisi dei tre casi studio ha permesso di esplorare in profondità le molteplici sfaccettature delle acquisizioni come strumenti di finanza straordinaria. Ciascun caso ha evidenziato caratteristiche settoriali, logiche strategiche e meccanismi di creazione del valore differenti, offrendo una visione ampia e sfumata di come tali operazioni si configurino in contesti reali. Tuttavia, è proprio dalla comparazione tra questi tre percorsi che emergono i principali elementi utili a rispondere alla domanda centrale della tesi: le operazioni di finanza straordinaria, specialmente le acquisizioni, generano valore per le aziende?

La risposta, alla luce delle evidenze raccolte, non è di semplice formulazione. Sì, le acquisizioni possono generare valore per le aziende, ma ciò avviene solo in presenza di determinate condizioni abilitanti. In altre parole, le acquisizioni sono strumenti strategici potenzialmente molto potenti, ma non automatici: generano valore quando sono pianificate in modo coerente, gestite con disciplina, supportate da una visione di lungo periodo e inserite in una governance solida e flessibile.

Nel caso di Intesa Sanpaolo e UBI Banca, la creazione di valore è stata tangibile, rapida e coerente con gli obiettivi dichiarati: la banca acquirente ha migliorato i propri indicatori reddituali, patrimoniali e operativi, consolidando la propria posizione nel sistema bancario nazionale. Si tratta di un caso in cui le sinergie di costo sono state correttamente stimate, realizzate e integrate con successo, dimostrando la validità dell'operazione anche in un contesto regolamentato e ad alta complessità.

Nel caso Campari-Wild Turkey, la generazione di valore è stata più graduale, ma altrettanto efficace: il gruppo italiano ha rafforzato la propria presenza internazionale e ha innalzato la qualità e la redditività del proprio portafoglio marchi. Qui il valore è

derivato soprattutto da asset immateriali, dalla valorizzazione della brand equity e dalla coerenza con una strategia di premiumizzazione di lungo periodo. Il successo dell'operazione è legato all'adozione di una logica industriale, alla conservazione del know-how locale e a una governance attenta alla compatibilità culturale.

Il caso Dufry-Autogrill si presenta invece come il più recente e il più incerto, ma al contempo il più ambizioso in termini di trasformazione strategica. L'operazione ha il potenziale per ridefinire l'intero settore della travel experience, ma porta con sé anche rischi rilevanti legati alla complessità dell'integrazione, all'elevato livello di indebitamento e alla dipendenza dal ciclo del turismo globale. In questo caso, la creazione di valore è attesa nel medio-lungo periodo e sarà fortemente condizionata dall'effettiva capacità di realizzare le sinergie previste e di consolidare una nuova cultura organizzativa condivisa.

Dalla comparazione e dall'analisi dei tre casi emergono dunque alcuni fattori critici di successo comuni alle operazioni straordinarie che possono generare valore:

- Chiarezza strategica ex ante: le acquisizioni devono avere una logica industriale e finanziaria ben definita, non essere mosse opportunistiche o spinte da mode di mercato;
- Correttezza nella valutazione della target: le operazioni di successo si basano su valutazioni realistiche, con attenzione al rischio di *overpayment* e alla sovrastima delle sinergie;
- Gestione attenta dell'integrazione: le difficoltà post-deal, soprattutto culturali e organizzative, sono tra i principali ostacoli alla creazione di valore;
- Governance e leadership efficaci: una regia competente, la presenza di allineamento tra gli attori interni e la continuità manageriale sono determinanti per superare le fasi critiche;
- Visione di lungo periodo: la creazione di valore richiede tempo, investimenti e coerenza strategica, è raro che le acquisizioni generino benefici immediati e duraturi senza un piano pluriennale.

Tuttavia, nel tentativo di rispondere alla domanda di cui sopra, è importante tenere in considerazione anche le perplessità espresse dalla letteratura analizzata nella parte introduttiva. In particolare, si era sottolineata la contraddizione tra l'ampio ricorso alle operazioni straordinarie da parte delle imprese e le numerose evidenze scientifiche e pratiche che ne mettono in dubbio l'efficacia. I tre casi studio confermano che questa ambiguità è reale: accanto a successi eclatanti esistono anche molti fallimenti, spesso non visibili perché coperti da ristrutturazioni successive o incorporati nei bilanci consolidati.

Il presente elaborato ha cercato di fornire una lettura realistica e coerente con la realtà del fenomeno M&A: le acquisizioni non sono né il male assoluto né la panacea universale, ma strumenti che richiedono competenza, cautela e visione. I casi analizzati dimostrano che, se usate con consapevolezza, possono rappresentare leve potenti di trasformazione, innovazione e crescita sostenibile.

Sul piano teorico, la tesi ha confermato l'utilità dei modelli di misurazione del valore come EVA, MVA, DCF e multipli di mercato, ma ha anche mostrato i limiti di un approccio esclusivamente quantitativo. La creazione di valore nelle acquisizioni passa infatti anche da dimensioni qualitative, come la cultura aziendale, la reputazione del brand, la qualità del capitale umano e la coerenza valoriale tra le entità coinvolte.

In conclusione, il presente elaborato cerca di offrire una risposta volutamente multidimensionale alla domanda iniziale. Le acquisizioni, se ben progettate e gestite, possono generare valore in misura significativa, contribuendo al rafforzamento competitivo delle imprese, alla loro evoluzione strutturale e alla crescita sostenibile nel tempo. Tuttavia, la loro riuscita dipende da una moltitudine di variabili che richiedono analisi, prudenza, preparazione tecnica e visione strategica.

Fermo restando che il presente contributo dovrebbe essere aggiornato ciclicamente al fine di renderlo sempre attuale, è possibile concludere dicendo che, al momento, nonostante la palese complessità di gestione di queste operazioni straordinarie, solo le aziende che saranno disposte a comprenderle e accettarle a pieno potranno poi goderne dei potenziali consistenti benefici.

## **Ringraziamenti**

Dedico questo breve spazio alle persone che hanno contribuito, a vario titolo, al raggiungimento di questo primo risultato.

In primis, vorrei ringraziare il Professor Fabrizio Di Lazzaro e la Professoressa Barbara Sveva Magnanelli per avermi accompagnato con disponibilità e sapienza nella redazione di questo elaborato.

Ringrazio inoltre tutti quei Professori che in questo secondo ciclo di studi hanno saputo formarmi ed appassionarmi riguardo la sfera economica, in particolar modo l'ambito aziendale-manageriale e finanziario.

Infine, desidero ringraziare la mia famiglia, presenti e non, e tutti i miei amici.

## Bibliografia

Archivio UBI Banca. (2019). *Documentazione societaria e comunicati*.

Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM). (2020). *Provvedimento n. 28289 – Operazione Intesa Sanpaolo/UBI Banca*. Roma.

Barney, J. B. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99–120.

Berk, J., & DeMarzo, P. (2018). *Finanza aziendale* (4<sup>a</sup> ed.). Milano: Pearson.

Borsa Italiana. (2015). *Azioni Campari: andamento storico*.

Borsa Italiana. (2024). *Capitalizzazione e rendimento azionario di Intesa Sanpaolo*.

Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2020). *Principles of corporate finance* (13th ed.). New York, NY: McGraw-Hill Education.

Brigham, E. F., & Daves, P. R. (2018). *Intermediate financial management* (13th ed.). Boston, MA: Cengage Learning.

Bruner, R. F. (2002). Does M&A pay? A survey of evidence for the decision-maker. *Journal of Applied Finance*, 12(1), 48–68.

Campari Group. (2009a). *Comunicati ufficiali e presentazioni operazione Wild Turkey*. Milano: Davide Campari-Milano N.V.

Campari Group. (2009b). *Wild Turkey Acquisition: Investor Presentation*. Milano: Davide Campari-Milano N.V.

Campari Group. (2009c). *Annual Report 2009*. Milano: Davide Campari-Milano N.V.

Campari Group. (2012). *Annual Report 2012*. Milano: Davide Campari-Milano N.V.

Campari Group. (2013). *Annual Report 2013*. Milano: Davide Campari-Milano N.V.

Campari Group. (2014a). *Annual Report 2014*. Milano: Davide Campari-Milano N.V.

Campari Group. (2014b). *Investor Presentation Q4 2014*. Milano: Davide Campari-Milano N.V.

Campari Group. (2015a). *Investor Presentation Q1 2015*. Milano: Davide Campari-Milano N.V.

Campari Group. (2015b). *Wild Turkey Visitor Center Opens*. Milano: Davide Campari-Milano N.V.

Campari Group. (2015c). *Sustainability Report 2015*. Milano: Davide Campari-Milano N.V.

Campari Group. (2016). *Annual Report 2016*. Milano: Davide Campari-Milano N.V.

Campari Group. (2024a). *Annual Report 2023*. Milano: Davide Campari-Milano N.V.

Campari Group. (2024b). *Investor Presentation Q1 2024*. Milano: Davide Campari-Milano N.V.

Campari Group. (2024c). *Corporate Governance Report*. Milano: Davide Campari-Milano N.V.

Campari Group. (2024d). *Sustainability Report 2023 – Raise the Bar 2030*. Milano: Davide Campari-Milano N.V.

Caroli, M. (2015). *Gestione delle imprese internazionali* (3<sup>a</sup> ed.). Milano: McGraw-Hill Education.

Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. (2013). *Valuation: Measuring and managing the value of companies* (5th ed.). New York, NY: John Wiley & Sons.

Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (3rd ed.). Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.

Das, A., & Kapil, S. (2012). Explaining M&A performance: a review of empirical research. *Journal of Strategy and Management*, 5(3), 284-330.

Day, G. S. (1994). The capabilities of market-driven organizations. *Journal of Marketing*, 58(4), 37–52.

Di Lazzaro, F., & Musco, G. (2015). *Analisi aziendale*. Torino: Giappichelli.

Distillery Trail. (2023). *Campari Group investing \$161 million in Wild Turkey distillery expansion in Lawrenceburg, Kentucky*.

Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management Science*, 60(11), 2835-2857.

Edizione. (2023). *Profile 2023*.

European Commission. (2022). *Merger Decision M.10793 – Dufry/Autogrill*.

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

Fontana, F., & Caroli, M. (2017). *Economia e gestione delle imprese* (5<sup>a</sup> ed.). Milano: McGraw-Hill Education.

Food & Wine. (2024). *Jimmy Russell: The legend of bourbon*.

Freeman, R. E. (2010). *Strategic management: A stakeholder approach*. Cambridge: Cambridge University Press.

GlobeNewswire. (2024). *Travel Retail Market Share Rankings 2023*.

Grant, R. M. (1996). Toward a knowledge-based theory of the firm. *Strategic Management Journal*, 17(Winter Special Issue), 109-122.

Gruppo BPER. (2021). *Comunicati stampa e documentazione operazione ISP-UBI*.

Il Sole 24 Ore. (2020, 21 luglio). *Intesa Sanpaolo, da Consob via libera a integrazione prospetto su Opas Ubi*.

Il Sole 24 Ore. (2023, 1 luglio). *Autogrill: Dufry supera la soglia del 95% del capitale e prepara il delisting*.

Intesa Sanpaolo Group. (2020). *Comunicati stampa operazione UBI*.

Intesa Sanpaolo Group. (2020). *Bilancio Consolidato e Relazione sulla gestione al 31 dicembre 2020*. Milano.

Intesa Sanpaolo Group. (2021). *Relazione semestrale consolidata 2021*.

Intesa Sanpaolo Group. (2021). *Bilancio Consolidato e Relazione sulla gestione al 31 dicembre 2021*. Milano.

Intesa Sanpaolo Group. (2022). *Piano d'Impresa 2022-2025 – Documentazione ufficiale*. Milano.

Intesa Sanpaolo Group. (2022). *Risultati Consolidati FY2021*.

Intesa Sanpaolo Group. (2023). *Relazione Annuale 2023 e Report ESG*. Milano.

Intesa Sanpaolo Group. (2024a). *Relazione finanziaria annuale 2024*.

Intesa Sanpaolo Group. (2024b). *Investor Relations – Risultati consolidati 2024*.

Intesa Sanpaolo Group. (2024c). *Dichiarazione consolidata di carattere non finanziario 2024*.

IWSR. (2008). *Global Beverage Alcohol Data and Insights Report*.

IWSR. (2009). *Global Beverage Alcohol Data and Trends*. London: International Wine & Spirit Research.

IWSR. (2024). *Global Beverage Alcohol Data 2023*. London: IWSR.

IWSR. (2024). *Global Beverage Alcohol Strategic Analysis 2024*. London: IWSR Drinks Market Analysis.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.

Kalpic, B. (2008). Why bigger is not always better: the strategic logic of value creation through M&As. *Journal of Business Strategy*. 29(6), 4-13.

Kaplan, R. S., & Norton, D. P. (2004). *Strategy maps: Converting intangible assets into tangible outcomes*. Boston, MA: Harvard Business Press.

Keller, K. L. (2013). *Strategic brand management: Building, measuring, and managing brand equity* (4th ed.). Upper Saddle River, NJ: Pearson.

King, D. R., Dalton, D. R., Daily, C. M., & Covin, J. G. (2004). Meta-analyses of post-acquisition performance: Indications of unidentified moderators. *Strategic Management Journal*, 25(2), 187-200.

Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2020). *Valuation: Measuring and managing the value of companies* (7th ed.). New York, NY: John Wiley & Sons.

Lev, B. (2001). *Intangibles: Management, measurement, and reporting*. Washington, D.C.: Brookings Institution Press.

Madden, B. J. (1999). *CFROI valuation: A total system approach to valuing the firm*. Oxford: Butterworth-Heinemann.

MarketScreener UK. (2020). *UBI Banca: Risultati primo semestre 2020*.

MCA Foodservice. (2021). *Global Travel F&B Market Share Rankings*. MCA Insight.

Mitchell, R. K., Agle, B. R., & Wood, D. J. (1997). Toward a theory of stakeholder identification and salience: Defining the principle of who and what really counts. *Academy of Management Review*, 22(4), 853–886.

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297.

Moody's Analytics. (2025). *Orbis Inc*.

MSCI. (2024). *ESG Ratings Report - Avolta AG*.

Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575–592.

Penman, S. H. (2013). *Financial statement analysis and security valuation* (5th ed.). New York, NY: McGraw-Hill Education.

Pernod Ricard. (2008). *Comunicati finanziari e piano dismissioni*.

Porter, M. E. (1985). *Competitive advantage: Creating and sustaining superior performance*. New York, NY: Free Press.

Pratt, S. P., & Grabowski, R. J. (2022). *Cost of capital: Applications and examples* (6th ed.). Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.

Rappaport, A. (1986). *Creating shareholder value: The new standard for business performance*. New York, NY: Free Press.

Reuters. (2009, April 9). *Campari to buy Wild Turkey bourbon from Pernod Ricard*.

Reuters. (2020). *Intesa Sanpaolo completes takeover of UBI Banca*.

Reuters. (2022, July 12). *Dufry to Acquire Autogrill: Details of the Transaction*.

Sghaier, A. (2024). Beyond traditional synergies: exploring network, relational and nonmarket gains in European M&A. *International Journal of Law and Management*.

Smith, A. (1776). *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*. London: W. Strahan and T. Cadell.

Standard & Poor's. (2024). *Issuer Credit Rating Report: Avolta AG*. New York: S&P Global Ratings.

Standard & Poor's. (2024). *Rating Action Report: Avolta AG - Outlook revised to Stable*. New York: S&P Global Ratings.

Stewart, G. B. (1991). *The quest for value: A guide for senior managers*. New York, NY: HarperBusiness.

Sveiby, K. E. (1997). *The new organizational wealth: Managing & measuring knowledge-based assets*. San Francisco, CA: Berrett-Koehler.

Swiss Code of Best Practice. (2023). *Corporate Governance Guidelines*. Zurich: economiesuisse.

Teece, D. J. (2007). Explicating dynamic capabilities: The nature and microfoundations of (sustainable) enterprise performance. *Strategic Management Journal*, 28(13), 1319–1350.

Trigeorgis, L. (1996). *Real options: Managerial flexibility and strategy in resource allocation*. Cambridge, MA: MIT Press.

UBI Banca. (2020a). *Bilancio Consolidato 2019*.

UBI Banca. (2020b). *Dichiarazione Consolidata Non Finanziaria 2019*.

Walras, L. (1874). *Éléments d'économie politique pure*. Lausanne: L. Corbaz.

Wild Turkey. (2024). *La nostra storia*.

Young, S. D., & O'Byrne, S. F. (2001). *EVA and value-based management: A practical guide to implementation*. New York, NY: McGraw-Hill.

Zattoni, A., & Pedrini, M. (2004). *Le operazioni di ristrutturazione aziendale: profili economici e finanziari*. Milano: Egea.

### **Indice delle tabelle**

Tabella 1: Confronto tra Intesa e Ubi nel 2019

Tabella 2: Analisi SWOT integrazione Intesa - UBI

Tabella 3: Analisi post operazione Intesa - Ubi dal 2020 al 2024

Tabella 4: Analisi SWOT integrazione Campari - Wild Turkey

Tabella 5: Indicatori economico-finanziari Campari Group (2009-2014)

Tabella 6: Indicatori chiave Dufry AG dal 2019 al 2021

Tabella 7: Indicatori chiave Autogrill S.p.A. dal 2019 al 2021

Tabella 8: Risultati Avolta 2023 - 2024