



Università  
Ca' Foscari  
Venezia

DIPARTIMENTO DI ECONOMIA

Corso di Laurea Magistrale in Economia e Finanza

**LE OPERAZIONI DI M&A:  
IL VALORE CREATO MEDIANTE L'ANALISI DI  
TRE CASI PRATICI**

**Relatore:**

Chiar.mo prof. Alessandro Genovesi

**Laureanda:**

Virginia Boschian (Matricola 873354)

Anno Accademico 2022/2023

# INDICE

<b>INTRODUZIONE .....</b>	<b>1</b>
<b>CAPITOLO 1. LE M&amp;A.....</b>	<b>4</b>
<b>1.1 Le diverse tipologie di <i>merger and acquisition</i> .....</b>	<b>4</b>
<b>1.2 Le barriere, i rischi e i vantaggi alla base delle operazioni di M&amp;A: le sinergie per la creazione di valore .....</b>	<b>7</b>
<b>1.3 Casi pratici .....</b>	<b>14</b>
1.3.1 <i> Davide Campari Milano Spa – Société des Produits Marnier Lapostolle SA.....</i>	<i>15</i>
1.3.2 <i> FRI-EL Green Power Spa – Alerion Clean Power Spa.....</i>	<i>17</i>
1.3.3 <i> Ascopiave Spa – Gruppo Hera: EstEnergy Spa e AP Reti Gas Nord Est Srl.....</i>	<i>20</i>
<b>CAPITOLO 2. IL VALORE DI ACQUISIZIONE .....</b>	<b>22</b>
<b>2.1 La valutazione aziendale della società <i>target</i>.....</b>	<b>22</b>
2.1.1 <i> Il metodo finanziario assoluto: i flussi di cassa scontati.....</i>	<i>24</i>
2.1.2 <i> Calcolo delle sinergie: il modello della Stratificazione del Valore ed altri approcci.....</i>	<i>29</i>
2.1.3 <i> Il metodo finanziario relativo: i multipli di mercato.....</i>	<i>33</i>
<b>CAPITOLO 3. L’ANALISI DELLE OPERAZIONI DI M&amp;A .....</b>	<b>37</b>
<b>3.1 L’analisi della situazione finanziaria del Gruppo Campari prima e dopo l’acquisizione: l’impatto del processo acquisitivo sulla situazione economico-finanziaria.....</b>	<b>37</b>
3.1.1 <i> Il conto economico.....</i>	<i>38</i>
3.1.2 <i> Il rendiconto finanziario .....</i>	<i>48</i>
3.1.3 <i> La posizione finanziaria netta .....</i>	<i>50</i>
3.1.4 <i> Lo stato patrimoniale.....</i>	<i>53</i>
3.1.5 <i> L’andamento del business .....</i>	<i>53</i>
<b>3.2 L’analisi della situazione finanziaria del Gruppo FRI-EL prima e dopo l’acquisizione: l’impatto del processo acquisitivo sulla situazione economico-finanziaria.....</b>	<b>54</b>
3.2.1 <i> Il conto economico.....</i>	<i>54</i>

3.2.2	<i>Il rendiconto finanziario</i> .....	63
3.2.3	<i>La posizione finanziaria netta</i> .....	66
3.2.4	<i>Lo stato patrimoniale</i> .....	67
3.2.5	<i>L'andamento del business</i> .....	68
<b>3.3</b>	<b>L'analisi della situazione finanziaria del Gruppo Ascopiave prima e dopo l'operazione: l'impatto del processo di M&amp;A sulla situazione economico-finanziaria</b> .....	<b>69</b>
3.3.1	<i>Il conto economico</i> .....	69
3.3.2	<i>Il rendiconto finanziario</i> .....	76
3.3.3	<i>La posizione finanziaria netta</i> .....	80
3.3.4	<i>Lo stato patrimoniale</i> .....	82
3.3.5	<i>L'andamento del business</i> .....	83
<b>3.4</b>	<b>Le sinergie realizzate: il modello della Stratificazione del Valore</b> .....	<b>84</b>
3.4.1	<i>Le sinergie del Gruppo Campari</i> .....	85
3.4.2	<i>Le sinergie del Gruppo FRI-EL</i> .....	90
3.4.3	<i>Le sinergie del Gruppo Ascopiave</i> .....	94
<b>3.5</b>	<b>L'impatto dell'operazione di M&amp;A sull'andamento azionario e sulla redditività dell'acquirente</b> .....	<b>99</b>
3.5.1	<i>Filone della Financial Economics: l'event studies</i> .....	99
3.5.2	<i>Filone della Industrial Economics. Impatto sulla redditività: ROE e ROS</i> .....	103
3.5.3	<i>Critiche ai filoni</i> .....	107
<b>3.6</b>	<b>Il valore e il prezzo di acquisizione</b> .....	<b>108</b>

## **CAPITOLO 4. L'IMPATTO DELLE M&A SUI BUSINESS AI TEMPI DELLA PANDEMIA E DELLA GUERRA IN UCRAINA E LA LORO TRASPOSIZIONE NELL'ATTUALE CONTESTO..... 110**

<b>4.1</b>	<b>Pensare la trasposizione delle operazioni di M&amp;A nel contesto odierno</b> .....	<b>110</b>
4.1.1	<i>La trasformazione del business del Gruppo Campari e la trasposizione dell'acquisizione in questi anni</i> .....	110
4.1.2	<i>La trasformazione del business del Gruppo FRI-EL e la trasposizione dell'acquisizione in questi anni</i> .....	113
4.1.3	<i>La trasformazione del business del Gruppo Ascopiave e la trasposizione dell'operazione in questi anni</i> .....	117

*4.1.4 Considerazioni finali in relazione all'andamento del mercato delle M&A .....120*

**CONCLUSIONI..... 124**

**APPENDICE A ..... 130**

**APPENDICE B ..... 131**

**APPENDICE C ..... 132**

**INDICE FIGURE, GRAFICI E TABELLE ..... 133**

**BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA ..... 135**

## INTRODUZIONE

L'obiettivo di questa tesi consiste nel valutare se le operazioni di finanzia straordinaria, le operazioni di *merger and acquisition* (M&A), compiute da tre diversi gruppi abbiano effettivamente portato alla realizzazione delle sinergie previste, ossia ad una vera e propria creazione di valore che i gruppi da soli non avrebbero potuto generare, e possano, dunque, essere considerate una strategia di crescita e di sviluppo, ma anche di resilienza nel caso di particolari eventi macroeconomici.

All'interno del Capitolo 1, inizialmente, verrà fornito un quadro generale su quali siano le diverse tipologie di M&A che, sotto un primo aspetto, possono essere suddivise in due profili: quello industriale da un lato, che vede coinvolte le operazioni di M&A orizzontali, verticali e conglomerali, e quello giuridico dall'altro, che le distingue in acquisizioni e fusioni, nonostante l'acronimo unico tenda a considerarle come un'unica cosa. Dopo averne illustrato le principali caratteristiche e avere descritto alcune tra le diverse tipologie di acquisizioni, verrà fatta un'ulteriore distinzione di tali operazioni a livello geografico, concludendo con la descrizione dell'operazione di *joint venture* che in tale elaborato sarà considerata come un'operazione di M&A lato *merger*.

Successivamente, all'interno del secondo paragrafo si analizzerà il focus di questa tesi ossia le motivazioni che spingono le aziende a compiere tali operazioni, potendole sintetizzare in un unico aspetto: la creazione di valore. Mediante l'analisi di un sondaggio condotto da KPMG e Borsa Italiana nel 2016 si cercherà di capire quali sono, secondo le aziende intervistate, le motivazioni alla base ma anche le relative barriere al loro compimento, nonché i vantaggi e gli svantaggi o i fattori di rischio associati che ne possono compromettere la creazione di valore attraverso l'esame di una serie di documenti. A questo punto emergerà il concetto di sinergia, in particolare finanziaria e operativa, principale tematica d'analisi di questa tesi. Dopo un approfondito esame relativamente a quando e in quali casi di operazioni di M&A queste sinergie possono emergere, verrà fatto un focus sull'importanza delle stesse sia in termini di valutazione *ex ante* in relazione al prezzo di acquisizione sia in termini di realizzazione *ex post* con riferimento alla tempistica e all'integrazione dell'azienda *target* per la loro piena realizzazione.

Il terzo paragrafo di tale capitolo è dedicato alla presentazione dei casi aziendali che saranno successivamente analizzati, in particolare per ognuno sarà descritta la tipologia

di operazione di M&A effettuata, la società acquirente e *target* e, in aggiunta, le motivazioni ed efficienze che si intendevano generare con l'operazione.

Il Capitolo 2 affronterà il processo di valutazione della società *target* necessario per permettere all'azienda acquirente di effettuare poi una stima corretta del prezzo di acquisizione. In particolare, per la stima del suo valore intrinseco si farà riferimento a due metodi, quello finanziario assoluto dei flussi di cassa attualizzati e quello relativo dei multipli di mercato mettendone in evidenza i relativi vantaggi e svantaggi, nonché la metodologia di calcolo. Tuttavia, nel caso di operazioni di M&A si entra nel mercato di controllo dove il valore di acquisizione di un'azienda non si compone solo di variabili oggettive che determinano il valore *stand alone*, ma anche di una serie di elementi soggettivi, tra cui le sinergie, intesi come il beneficio che l'acquirente può trarre dall'operazione, che portano il valore complessivo di acquisizione ad aumentare. Pertanto, risulta fondamentale calcolare anche questi fattori, che di fatto rappresentano il premio per l'acquisizione. Il modello di calcolo e di valutazione delle sinergie presentato sarà quello della Stratificazione del Valore di M. Massari e L. Zanetti basato sulla determinazione di tre tipologie di sinergie: di flusso, di tasso e di debito.

Nel Capitolo 3 si analizzeranno i tre casi di operazioni di M&A precedentemente presentati nel Capitolo 1. L'esame consisterà nel valutare, attraverso un'approfondita analisi di bilancio ottico consolidato del gruppo acquirente ricavato dalla banca dati AIDA, se l'impatto che l'operazione ha avuto sulla situazione economico-finanziaria di quest'ultimo sia stato positivo o negativo, in particolare con riferimento alle voci di conto economico, di stato patrimoniale, di rendiconto finanziario e di posizione finanziaria netta. Inoltre, per confermare o meno quanto sostenuto relativamente alla creazione di valore e per valutare se effettivamente gli obiettivi che le aziende intendevano raggiungere mediante tali operazioni si sono realizzati, verrà fatta una valutazione *ex post* delle sinergie sulla base del modello di Stratificazione del Valore. Successivamente, si farà un'analisi anche relativamente all'impatto che l'operazione di M&A ha avuto, in primo luogo sulle quotazioni dei gruppi acquirenti guardando come e perché il mercato ha scontato la notizia, e, in secondo luogo sulla loro redditività con riferimento al *Return On Equity* e al *Return On Sales*. Per svolgere tale analisi si sono considerati, anche se in modo semplicistico, due filoni letterari, rispettivamente quello della *Financial Economics* e quello della *Industrial Economics*. In merito a quest'ultimi saranno presentate anche le critiche a cui sono stati assoggettati. Infine, sempre all'interno di tale capitolo, verrà discusso il valore e il prezzo di acquisizione anche in termini di *Enterprise Value* ed

*Equity Value* con riferimento alle notizie ricavate dalla cronica finanziaria e alle informazioni presenti nel bilancio ottico consolidato del gruppo acquirente.

In conclusione, il Capitolo 4 è dedicato all'analisi dello scenario macroeconomico di tutti gli anni successivi all'operazione sino al 2022, al fine di dimostrare sia come l'operazione di M&A abbia influenzato i *business* dei gruppi acquirenti anche durante la pandemia da Covid-19 e il conflitto internazionale tra Russia e Ucraina, sia se queste operazioni si sarebbero potute compiere anche nell'attuale contesto correlando poi la valutazione all'andamento del mercato delle M&A.

# CAPITOLO 1. LE M&A

## 1.1 Le diverse tipologie di *merger and acquisition*

Le operazioni di fusione e acquisizione, note con il termine internazionale *merger and acquisition* (M&A), sono operazioni di finanza straordinaria che rappresentano uno strumento essenziale e strategico per la creazione di valore a medio-lungo termine e, dunque, per la crescita, soprattutto inorganica, delle imprese (Caselli *et al.* 2016, Zorzo, s.d.). Infatti, in alcune fasi dello sviluppo economico esse hanno raggiunto dimensioni tali da apparire quasi come il modo più semplice di crescita e di sviluppo di capacità competitive delle imprese coinvolte (Napolitano 2003). Per altro, KPMG evidenzia in un rapporto come le aziende che sono cresciute di più negli ultimi vent'anni abbiano tutte utilizzato in maniera continuativa le operazioni di M&A, le quali hanno consentito loro di diversificare i portafogli prodotto, di entrare in nuovi mercati, di acquisire nuovi *brand*, di rafforzare il *know-how* tecnologico e le catene distributive (Borsa e Finanza 2023).

Sotto il profilo industriale è possibile suddividere le M&A in tre tipologie di integrazione: orizzontali, verticali e conglomerati (Beltrame *et al.* 2021).

Le integrazioni orizzontali, analizzate successivamente dal presente elaborato, sono svolte al fine di integrare imprese che operano nella stessa linea di *business* (Beltrame *et al.* 2021), ma al di fuori della propria catena del valore, con l'obiettivo per l'impresa acquirente di ampliare sia la propria quota di mercato, nel mercato esistente o in diversi mercati locali o internazionali (Dringoli 2016), sia i prodotti e i servizi, le tecnologie produttive, i processi e le fasi di lavorazione, nonché i *know-how* che anche se diversi, sono complementari alla filiera tecnologica-produttiva in cui l'impresa opera (Focus industria 4.0 2020). In questo modo l'azienda espande la propria base clienti e riduce la concorrenza (Focus industria 4.0 2020).

Le operazioni di M&A verticali, invece, sono volte ad acquisire il controllo, lungo la catena del valore, di un'impresa che effettua operazioni o fasi di attività situate a monte (fornitori), e/o a valle (clienti) (Beltrame *et al.* 2021, Dringoli 2016). Ad esempio, si internalizzano determinate attività che precedentemente erano state esternalizzate (Dringoli 2016), riducendo i rischi, aumentando il potere di mercato e riuscendo a sfruttare più rapidamente le nuove opportunità (Focus industria 4.0 2020).

Le M&A conglomerati, infine, coinvolgono aziende che operano in settori principalmente non correlati tra loro (Beltrame *et al.* 2021, Dringoli 2016), con l'obiettivo di diversificare la propria attività dal punto di vista geografico, produttivo e settoriale (Università di



Verona 2009).

Nonostante l'acronimo unico, che tende ad unire i due termini portando ad abbinarli e ad usarli come sinonimi (Dringoli 2016) in studi d'impresa e nel mondo degli affari, dal punto di vista giuridico esiste una sostanziale differenza tra acquisizione e fusione (Beltrame *et al.* 2021, Dringoli 2016). Mediante la prima si acquistano totalmente o parzialmente le partecipazioni (*share deal*) o i rami d'azienda (*asset deal*) dell'impresa *target* al fine di esercitare un controllo di governo societario mantenendo invariata la struttura giuridica, produttiva e organizzativa di entrambe (Beltrame *et al.* 2021, Dringoli 2016); con la seconda, invece, se è per unione le due società si fondono sia giuridicamente sia economicamente creando un'unica nuova entità giuridica, se è per incorporazione esse mantengono esclusivamente l'identità e l'autonomia giuridica dell'acquirente, comportando lo scioglimento dell'impresa acquisita (Dringoli 2016).

Se la fusione può avvenire per incorporazione o per unione, l'acquisizione, che molto spesso nella realtà precede la fusione al fine di moltiplicarne gli effetti (Borsa e Finanza 2023), può avvenire in altrettante forme differenti. Di seguito ne saranno esplicitate alcune.

L'acquisizione *tout court*, o propriamente detta, trasferisce una partecipazione di controllo dall'azienda *target* all'acquirente (Napolitano 2003) e solitamente si realizza al di fuori del mercato borsistico mediante pagamento in denaro (Mediterraneo Capital Ltd 2020). Il caso studio analizzato successivamente, caratterizzato da tale tipologia di acquisizione, sarà quello che coinvolge la Davide Campari Milano Spa.

Il *Leverage by Out* (LBO) è un'operazione di acquisizione finanziata per la maggior parte da debito, ossia mediante capitale di terzi, che sarà rimborsato successivamente con gli utili futuri o attraverso la vendita di una parte dell'attivo patrimoniale della società acquisita (Borsa Italiana). Tale operazione si svolge costruendo una nuova società fortemente indebitata e procedendo all'acquisto della società *target*, con la conseguente fusione per incorporazione tra le due (Borsa Italiana). Quando quest'acquisizione viene fatta da *manager* interni o esterni ricorrendo a un finanziamento, si parla rispettivamente di *Management by Out* (MBO) o *Management by In* (MBI) (Borsa Italiana).

L'Offerta Pubblica di Acquisto (OPA) è un'operazione di Borsa mediante la quale una persona fisica o giuridica, quotata o no dichiara pubblicamente agli azionisti di una società quotata di voler procedere all'acquisto di una certa percentuale di azioni della società *target* al fine di ottenerne o rafforzarne il controllo (Borsa Italiana). In tal caso l'acquisizione può essere volontaria o obbligatoria, parziale o totalitaria, oppure

consensuale (o amichevole). Quest'ultimo caso si realizza quando il consiglio di amministrazione della società oggetto di scalata è favorevole all'offerta consentendone il perseguimento, viceversa l'acquisizione sarà ostile e potrà essere rallentata o evitata con una serie di strategie difensive, quali la ricerca di un nuovo acquirente (cavaliere bianco), l'utilizzo delle cosiddette 'pillole velenose' o del 'paracadute d'oro', l'assunzione di un nuovo ingente debito, la vendita degli *asset* di interesse dell'acquisizione o la richiesta d'intervento dell'Antitrust Authority (Dringoli 2016). I casi studio successivamente analizzati caratterizzati da OPA, sono quelli che vedono coinvolti la Davide Campari Milano Spa e la FRI-EL Green Power Spa.

L'Offerta Pubblica di Acquisto e di Scambio (OPAS) rappresenta una tecnica per realizzare le operazioni di acquisizione ed è realizzata in Borsa. Si distingue dalla OPA per la modalità di pagamento che avviene anche in titoli anziché privilegiare esclusivamente il denaro (Borsa Italiana). Simile è l'Offerta Pubblica di Scambio (OPS), in tal caso però il pagamento delle azioni acquisite avviene solamente mediante consegna dei titoli (Borsa Italiana).

Un'ulteriore classificazione di tali operazioni di M&A fa riferimento al Paese di provenienza delle imprese che le suddivide in operazioni *cross-border* e *domestic*. Le prime si realizzano tra imprese che appartengono ad economie e a Stati diversi, le seconde avvengono tra aziende che operano nella medesima nazione ed area economica.

All'interno di tale elaborato verrà analizzata anche la *partnership* effettuata dal Gruppo Ascopiave con il Gruppo Hera attraverso la *joint venture* EstEnergy considerandola come un'operazione di *merger*. La *joint venture* consiste in un accordo limitato nel tempo in base al quale due soggetti si impegnano a collaborare in un progetto comune industriale o commerciale, sfruttando in maniera congiunta le loro sinergie, il loro *know-how* e il loro capitale, ripartendo i rischi e ottenendo un beneficio reciproco (Borsa Italiana 2011b). Tale strategia di crescita comporta un minore impegno gestionale e monetario rispetto ad un'acquisizione su larga scala, ma anche un minore controllo (Hooke 1997).

La *joint venture* si distingue in societaria o contrattuale. Nella prima, la *joint venture* assume una forma societaria e i partecipanti (*co-ventures*), che possono appartenere a Paesi differenti, risponderanno esclusivamente per la parte di capitale da loro versato, ripartendosi oneri e utili (Borsa Italiana 2011b). Questo sarà il caso di Ascopiave che, con il Gruppo Hera, ha creato la *joint venture* EstEnergy. In quelle contrattuali, invece, le due aziende creano degli accordi al fine di realizzare un progetto comune con l'obiettivo di suddividersi i profitti (Borsa Italiana 2011b).

La partecipazione nelle *co-ventures* può essere orizzontale o verticale. Il primo caso si realizza tra aziende che possiedono la stessa struttura produttiva o producono beni simili, ovvero che si equivalgono in termini di attività di produzione, e che costituiscono la *joint venture* in quanto il progetto comune si basa su dimensioni o quantità che eccedono la loro capacità (Borsa Italiana 2011b). Nel secondo caso, invece, le attività delle imprese sono interconnesse tra loro pur appartenendo a diversi livelli lungo la filiera, risultando così disomogenee ma orientate a una finalità comune (Borsa Italiana 2011b).

Inoltre, le *joint venture* si classificano in equilibrate o asimmetriche sulla base del contributo dei soci e in nazionali ed internazionali in relazione all'ambito geografico (Echarri *et al.* 2002). Le *joint venture* equilibrate si hanno nel momento in cui tutti i *partners* detengono la medesima partecipazione nel capitale sociale, viceversa, se uno dei *partners* detiene una partecipazione di maggioranza le *joint venture* saranno asimmetriche (Echarri *et al.* 2002).

Ad oggi, le *joint venture* rappresentano uno strumento sempre più necessario per competere sul mercato attraverso la collaborazione tra due o più imprenditori (Echarri *et al.* 2002) e consentono alle imprese di ottenere molteplici vantaggi. È possibile, infatti, accedere a nuovi mercati, a nuove risorse, creare economie di scala, ridurre il rischio d'impresa e la concorrenza (Echarri *et al.* 2002). L'obiettivo primario di queste *joint venture*, dunque, è creare una *partnership* strategica tra società separate con interessi comuni e competenze o esperienze complementari (Coyle 2000).

## **1.2 Le barriere, i rischi e i vantaggi alla base delle operazioni di M&A: le sinergie per la creazione di valore**

Le operazioni di M&A dal punto di vista teorico hanno come obiettivo finale e generale la creazione di valore per l'impresa e per i relativi *stakeholders* quali clienti, fornitori, azionisti, dipendenti, nonché per l'intera collettività. Tuttavia, per molto tempo la tendenza della letteratura sulle fusioni e acquisizioni è stata quella di considerare le imprese acquirenti come soggetti volti a distruggere valore per i loro azionisti (Alexandridis *et al.* 2017). Dal lavoro fondamentale di Travlos (1987) e Loderer e Martin (1990), fino alle prove più recenti di Fuller *et al.* (2002), Moeller *et al.* (2004, 2005), Betton, *et al.* (2008) e Alexandridis *et al.* (2013), era opinione generale che le acquisizioni pubbliche, e particolarmente grandi, avessero distrutto il valore dei loro azionisti più spesso di quanto avessero creato per più di trent'anni (Alexandridis *et al.* 2017). Tale tendenza si è però invertita dopo il 2009, come dimostra lo studio condotto da

Alexandridis G., Antypas N. e Travlos N. in “Value creation from M&As: New evidence” del 2017 il quale ha messo in luce come, più recentemente, le acquisizioni pubbliche abbiano generato rendimenti anomali positivi per gli azionisti acquirenti, in conformità con le previsioni della teoria neoclassica di M&A. In aggiunta, si è riscontrato un incremento considerevole dei benefici derivanti dalle sinergie indicando la creazione di valore globale da parte di M&A su larga scala, nonché un pronunciato miglioramento del processo decisionale di acquisizione. Inoltre, si è messo in evidenza come le imprese acquirenti impieghino strategie di allocazione degli investimenti più efficienti.

I risultati documentati dallo studio di cui sopra, quindi, sono stati coerenti con il cambiamento strutturale nella qualità e nell'efficacia degli investimenti aziendali che si manifestano nelle decisioni di M&A, le quali, oggi, forniscono rendimenti agli azionisti molto più elevanti rispetto al passato (Alexandridis *et al.* 2017).

Il paragone tra rendimenti anomali, pertanto, è stato spesso la misura chiave utilizzata per calcolare la creazione di valore per gli azionisti della società acquirente (Paven, Tarasconi 2017), tuttavia tale metodo è stato definito insufficiente. Paven B. e Tarasconi Q., nel loro elaborato intitolato “Value creation in M&A deals: relatedness and learning curve effects” del 2017, sostengono che per valutare l'effettiva creazione di valore, è necessario guardare anche a più ambiti quali la dimensione strategica, la situazione finanziaria della società e il contesto di mercato.

Come precedentemente affermato, quindi, le operazioni di M&A sono volte a creare valore. A tal proposito, un sondaggio condotto da KPMG e Borsa Italiana nel 2016, presentato da Caselli S., Università Bocconi, Fiani M. in “Le opportunità italiane dell'M&A” del 2016, ha messo in luce come il 97% delle aziende intervistate ha effettivamente definito le M&A, sulla base della loro esperienza, uno strumento per la creazione di valore e l'80% le ha definite importanti ed essenziali per la crescita dell'impresa. Tuttavia, l'implementazione di tali operazioni di M&A è frenata da una serie di barriere. Il sondaggio riporta che la maggior parte delle aziende considerava la disponibilità finanziaria e l'elevato rischio come principale ostacolo alla loro realizzazione, seguiti dai costi troppo elevati, dalla mancanza di competenze fino alle esperienze negative (Caselli *et al.* 2016). La mancanza di competenze, ad esempio, può configurarsi nell'incapacità di valutare correttamente l'azienda *target* sopravvalutandola (Zorzo, s.d.) e, oltre a essere ritenuta un fattore ostacolante, può essere anche una delle principali ragioni dell'insuccesso di tali operazioni in termini di realizzazione di una posizione competitiva.

Dopo aver esplicitato, mediante il sondaggio, quali siano per le aziende intervistate le principali barriere a tali operazioni è necessario illustrare, più in generale, gli svantaggi o i fattori di rischio associati che compromettono la creazione di valore, nonostante fusioni e acquisizioni possano portare a enormi opportunità di crescita (Gavin 2019). In primo luogo vi è la mancanza del processo di *Due Diligence* (Gavin 2019), un processo di verifica, indagine e *audit* di un potenziale affare, volto a confermare tutti i fatti rilevanti e le informazioni emerse durante un'operazione di M&A (Corporate Financial Institute 2019), in particolare: l'adeguatezza e la sostenibilità dei dati finanziari attraverso la *Financial Due Diligence*, le informazioni di rilevanza giuridica mediante la *Legal Due Diligence* e i principali aspetti operativi e finanziari dell'attività, nonché i programmi futuri tramite la *Management Due Diligence* (Borsa Italiana). In secondo luogo, ulteriori rischi sono rappresentati dall'*overpayment*, a causa del possesso di scarsi dati sulla società *target* e limitata esperienza, e dal calcolo errato delle sinergie sia in termini di valore sia in termini di tempistica di realizzazione delle stesse (Gavin 2019). Tale errore può anche alimentare un pagamento eccessivo, in quanto c'è la possibilità che sia integrato nel prezzo di acquisto (Gavin 2019). Infine, dopo una fusione o un'acquisizione possono emergere problemi di integrazione significativi a livello sia operativo e manageriale sia culturale; a questo riguardo, una ricerca di McKinsey afferma che circa il 95% dei dirigenti sostiene che l'adattamento culturale e la successiva collaborazione interna sono fondamentali per il successo di un'integrazione (Gavin 2019).

Nonostante le barriere e i rischi ad esse connessi, le operazioni di M&A sono una modalità per lo sviluppo dimensionale delle imprese in grado di offrire numerosi vantaggi. Tra questi vi è la correlazione industriale che si realizza tra le due società coinvolte, manifestata come la possibilità di utilizzare le stesse risorse tangibili o intangibili e di condividere le competenze organizzative, l'approccio strategico e le procedure operative. Inoltre, grazie all'acquisizione di una società già presente sul mercato e ben consolidata, vi è la possibilità di realizzare una crescita in breve termine sfruttando la complementarità ossia quelle risorse, capacità e competenze produttive, distributive, tecnologiche, di *marketing* e del capitale umano dell'impresa che non si possiedono e sono difficilmente reperibili (Napolitano 2003), nello specifico impianti, tecnologia, reputazione e dipendenti, comportando un miglioramento del potenziale di crescita nel momento in cui l'acquirente riesce anche ad utilizzarli in maniera più efficiente rispetto a quanto faceva l'impresa bersaglio (Hooke 1997). In aggiunta, tali operazioni offrono all'acquirente il vantaggio di ridurre la sua rischiosità se l'azienda *target* ha una base

clienti sviluppata, un *track record* finanziario verificabile e una linea di prodotti evoluta (Hooke 1997). Infine, permettono di conservare l'investimento di capitale in quanto consentono di realizzare subito reddito e flusso di cassa positivo, e di ottenere un maggiore controllo (Hooke 1997).

Ulteriori vantaggi, inoltre, sono rappresentati da una diminuzione del carico fiscale grazie al riporto delle perdite dell'acquisita o al rinvio del pagamento delle imposte al momento del realizzo del *capital gains*, oppure dall'investimento di liquidità eccedente rispetto a quella richiesta dal *business* di appartenenza dell'acquirente (Università di Verona 2009). Nello specifico, una M&A orizzontale dà la possibilità di accedere ad una clientela e ad una quota di mercato più ampia, a nuovi mercati, di ridurre la concorrenza (Zorzo, s.d., Corporate Financial Institute 2020a, 2020b), di sfruttare economie di scala al fine di ridurre i costi di produzione, nonché di condividere costi di ricerca e sviluppo, di *marketing*, di pubblicità (Corporate Financial Institute 2020b) e anche di migliorare la rete di distribuzione se le società mantengono basi di clienti consolidate in diverse aree geografiche (Corporate Financial Institute 2020a).

Al contrario, una M&A verticale consente di ridurre i costi di transazione sul mercato per le fasi integrate (Benfratello 1999), di aumentare il potere di mercato e di ottenere un maggiore efficientamento e controllo sul processo di produzione permettendo una maggiore flessibilità nell'adattarsi ai cambiamenti di domanda migliorando l'elasticità dell'offerta (Corporate Financial Institute 2020b, 2020c).

Nel caso di una M&A conglomerale, invece, l'acquirente, grazie alla possibilità di diversificare l'attività che svolge e i settori in cui opera, può ridurre il rischio complessivo d'impresa, consolidare o ampliare la quota di mercato e ottenere vantaggi di costo derivanti dalla realizzazione di economie di scala o di scopo (Verna 2008).

Tutto questo è riconducibile al concetto generale e più ampio di sinergia (Università di Verona 2009), ossia quella fonte di miglioramento tangibile atteso degli utili (Walker *et al.* 2016) che non si esaurisce nell'interrelazione. Infatti, non è sufficiente che vi siano interrelazioni tra attività, aree di *business* o aziende per parlare di sinergie, bensì è necessario che tali interrelazioni assumano segno positivo (Garzella 2019).

I vantaggi di un'operazione di M&A, però, dipendono soprattutto dai modi in cui il processo decisionale è gestito e l'integrazione è realizzata, considerazione che è stata messa in luce da numerose evidenze empiriche (Napolitano 2003). Il successo di tali operazioni, quindi, sarà tanto più elevato quanto più è efficace ed efficiente il processo di acquisizione e, in particolare, la gestione post-acquisizione che permette di realizzare il

trasferimento delle capacità per la creazione di valore (Napolitano 2003). La logica utilizzata, in tal caso, è quella della prospettiva del processo<sup>1</sup> concentrata sul processo decisionale delle operazioni di M&A, che sposta l'attenzione dai risultati ottenuti dall'operazione ai fattori e alle motivazioni strategiche che hanno permesso la loro realizzazione e, dunque, di grande importanza per determinare il risultato dell'operazione (Napolitano 2003).

Un'operazione crea valore nel momento in cui, dopo la conclusione della stessa, il valore della combinazione delle due imprese è maggiore del valore delle due aziende considerate in modo indipendente prima dell'operazione, ossia  $V(AB) > V(A) + V(B)$  (Università di Verona 2009). Le sinergie così realizzate, date dalla differenza tra i due valori calcolati mediante il metodo dei flussi di cassa scontati, consentono, come ha rilevato Ansoff, sia di incrementare la redditività congiunta della nuova organizzazione sia di diminuirne il rischio a cui sarebbero state assoggettate le imprese come singole entità (Schniederjans, Fowler 1989). Pertanto, un primo passo nel compimento di tali operazioni consiste nel valutare attentamente il contributo della stessa a livello di impresa e dimostrare il valore creato dalla combinazione delle due. È importante, quindi, analizzare le acquisizioni non solo con riguardo al valore di mercato e al valore intrinseco<sup>2</sup>, ma anche con riferimento alle sinergie generate dall'operazione valutando se il valore attuale netto di quest'ultime è superiore o inferiore al premio pagato (Paven, Tarasconi 2017). Infatti, l'opportunità relativa al loro sfruttamento spiega perché il prezzo pagato per l'acquisizione è normalmente superiore al suo valore antecedente l'operazione (Università di Verona 2009).

Le sinergie, realizzate quando il valore e le *performances* delle due società autonome sono inferiori a quelle della società congiunta (Paven, Tarasconi 2017), si distinguono principalmente in due categorie: finanziarie e operative.

Le sinergie finanziarie possono essere concretizzate in maggiori flussi di cassa e/o in minore costo del capitale e si verificano maggiormente nelle M&A conglomerati (Schniederjans, Fowler 1989) dove non vi è sinergia operativa (Paven, Tarasconi 2017).

---

<sup>1</sup> L'ampliamento della prospettiva va attribuito ad un gruppo di studiosi di teoria dell'organizzazione quali Jemison, Sitkin, 1986; Haspeslagh, Farquhar, 1987; Haspeslagh, Jemison, 1991, Hunt, 1991 (Napolitano 2003).

<sup>2</sup> L'acquisto di un'azienda è di fatto l'acquisizione dei suoi beni materiali e immateriali come il *know-how* della forza lavoro, brevetti e marchi. Tuttavia, il valore del *know-how* è complicato da valutare per il mercato, ma non per i *managers* di un'azienda che possono avere informazioni e competenze migliori per farlo. Pertanto, si potrà realizzare un valore di mercato inferiore rispetto al valore intrinseco, dando una maggiore opportunità all'acquirente strategico che è in grado di acquisire attività a basso costo rispetto al loro valore equo (Paven, Tarasconi 2017).

La possibilità di diversificazione in *business* non correlati permette all'impresa di compensare le perdite dovute a *business* con flussi di cassa negativi, con flussi di cassa positivi derivanti da altri *business*. L'azienda beneficerà, dunque, di una migliore situazione economico-finanziaria e meritevolezza creditizia, e di conseguenza di una minore rischiosità e di una più elevata capacità di indebitamento realizzando rispettivamente un minore costo del capitale (sinergia di tasso), e una maggiore leva e scudi fiscali (sinergia di debito) (Forestieri 2020). La diversificazione, inoltre, può ridurre la probabilità di insolvenza, nonché i costi di fallimento grazie ad una minore volatilità dei flussi di cassa futuri, effetto che Higgins e Schall, in un rapporto del 1975, hanno definito come effetto di coassicurazione (Paven, Tarasconi 2017). Infatti, se le due imprese si incorporano, i flussi di cassa dell'impresa solvente, non utilizzati per pagare gli interessi sul debito, saranno usati per soddisfare i requisiti di indebitamento dell'altra impresa (Paven, Tarasconi 2017).

Tra i casi che possono rientrare nel conseguimento di sinergie finanziarie, oltre a quello citato, vi è quello in cui l'operazione di M&A è effettuata da parte di una società con liquidità in eccesso verso un'impresa con progetti ad alto rendimento, solitamente azienda più piccola o non quotata. In tal caso l'aumento di valore deriva dai flussi di cassa di progetti che non sarebbero stati realizzati senza l'operazione di M&A (Paven, Tarasconi 2017). Infine, si possono ottenere sinergie finanziarie anche da benefici fiscali derivanti dall'utilizzo delle perdite o dai maggiori ammortamenti conseguiti con l'operazione di M&A.

Le sinergie operative, invece, permettono alle aziende di incrementare il reddito operativo e/o la loro crescita e possono essere ottenute dalla realizzazione di economie di scala (Paven, Tarasconi 2017), che di norma si verificano nell'ambito di operazioni di M&A orizzontali (Perry, Porter 1985, Paven, Tarasconi 2017), le quali permettono di ottenere efficienze di costo e maggiori profitti derivanti da un incremento della dimensione e del volume di produzione, che consente di ripartire maggiormente l'ammontare dei costi fissi ottenendo una diminuzione del costo medio unitario (Given 1996). Inoltre, possono generarsi dalla realizzazione di economie di scopo, volte ad ottenere un guadagno di efficienza derivante dall'utilizzo di un unico *input* a costo fisso per la produzione di diversi tipi di *output* (Given 1996), nonché dall'espansione in esistenti o nuovi mercati, per esempio in quelli emergenti caratterizzati da un maggior tasso di crescita oppure acquisendo un'azienda con una rete di distribuzione consolidata e un marchio ben noto accedendo così a un nuovo mercato grazie a quei punti di forza (Paven, Tarasconi 2017).



Vi sono sinergie operative derivanti anche da un maggior *pricing power* che si realizza in caso di acquisizione di un'impresa dello stesso settore, ottenendo benefici in termini di reddito operativo derivanti da una minore concorrenza e da una maggiore quota di mercato, in questo modo il potere di mercato della società combinata è maggiore (Paven, Tarasconi 2017). Infine, si trovano quelle ottenute dalla combinazione di aree funzionali e vantaggi competitivi posseduti dalle due imprese seguendo una logica di complementarietà (Paven, Tarasconi 2017). A tal proposito, in “Creating value through mergers and acquisitions: Challenges and opportunities” di Hitt M. A., King D. R., Krishnan H., Makri M., Schijven M., Shimizu K. e Zhu H. del 2012, la complementarietà delle capacità viene definita come la più grande opportunità di creazione di sinergie. Questo si risconterà nel caso pratico presentato successivamente a proposito del Gruppo Ascopiave attraverso la *partnership* con Hera.

La realizzazione di sinergie di fatturato, però, non è così semplice da raggiungere, pertanto, è necessario porre attenzione e valutare con precisione il pagamento di sinergie sui ricavi. Per farlo, innanzitutto, si dovrebbero ridurre le cosiddette stime delle *top-line synergy* (Christofferson *et al.* 2004). Infatti, è proprio in tale contesto che si riscontrano i maggiori errori di stima perché più difficili da stimare rispetto a quelle di costo (Paven, Tarasconi 2017), risultando sconcertante poiché tali sinergie costituiscono la base del rationale strategico di intere classi di operazioni, come quelle perseguite per ottenere l'accesso ai clienti, ai canali e alle aree geografiche di un'azienda *target* (Christofferson *et al.* 2004). Quasi il 70% delle integrazioni presenti nel *database* dell'elaborato di Christofferson S. A., McNish R. S. e Sias D. L. del 2004 intitolato “Where mergers”, non ha raggiunto le sinergie previste in quest'area. Nella stima dei ricavi, un altro errore comune è l'incapacità della maggior parte degli acquirenti di contabilizzare in modo esplicito le dis-sinergie dei ricavi che si verificano nelle società che si fondono e che derivano talvolta sia dall'interruzione della capacità di esecuzione di un'azienda sia dagli sforzi per ridurre i costi (Christofferson *et al.* 2004). Pertanto, è necessario porre attenzione alla stima delle sinergie *top-line* e anticipare le dis-sinergie come la perdita di clienti e le difficoltà di riconciliazione dei diversi termini di servizio, nonché aumentare le stime dei costi una tantum il cui impatto è spesso sottovalutato o trascurato (Christofferson *et al.* 2004).

Nell'ambito della creazione delle sinergie derivanti da un'operazione di M&A, una tematica rilevante fa riferimento alla loro tempistica. Una cattiva tempistica, infatti, può impedire che si verifichino del tutto. L'elaborato “Where mergers” di Christofferson S.

A., McNish R. S. e Sias D. L. del 2004 mette in evidenza che se ad esempio entro il primo anno di bilancio dopo l'integrazione le sinergie non vengono realizzate, potrebbero non concretizzarsi del tutto in quanto sormontate da eventi successivi.

Pertanto, risulta essenziale considerare attentamente tali tematiche affrontate le quali, se non valutate a fondo, possono portare le imprese al fallimento. Infatti, la maggior parte degli studi empirici conferma che tra le cause del fallimento di fusioni e acquisizioni vi sono le sinergie sopravvalutate, oltre alla divergenza tra gli obiettivi manageriali e degli azionisti, e agli errori commessi nel processo di integrazione delle imprese coinvolte nell'operazione di M&A (Dringoli 2016). In riferimento alle sinergie, uno studio ha confermato che le aziende acquirenti che riescono a creare valore sono quelle che limitano il premio che pagano sulla base di un'analisi e di una valutazione rigorosa ed attenta delle sinergie che dovrebbero realizzarsi, che sono trasparenti con gli investitori in merito a quest'ultime, ed infine, che effettuano una precisa e meticolosa integrazione post-operazione per catturarle pienamente (Walker *et al.* 2016)

### 1.3 Casi pratici

In relazione a quanto precedentemente discusso, nei capitoli successivi di tale elaborato saranno presentati tre casi di operazioni di M&A, due acquisizioni e un *merger*<sup>3</sup> i cui acquirenti sono aziende italiane, tra le quali una veneta. Le due acquisizioni sono, rispettivamente, quella compiuta dalla Davide Campari Milano Spa nel 2016 verso la Société des Produits Marnier Lapostolle SA e quella effettuata dalla FRI-EL Green Power Spa nel 2017 nei confronti della Alerion Clean Power Spa. La *partnership* considerata come *merger*, invece, è stata compiuta dalla Ascopiave Spa con il Gruppo Hera nel 2019. I settori di appartenenza delle coppie di aziende coinvolte sono differenti, al fine di ottenere una valutazione che prescindia dal settore di riferimento.

Relativamente a tali operazioni, in tale sotto paragrafo saranno illustrate le aziende coinvolte ed esplicitate le motivazioni; successivamente nel Capitolo 3 sarà analizzata l'operazione, in particolare l'impatto di essa sul gruppo acquirente sotto diversi profili. Infine, nel Capitolo 4 verrà fatto un focus sulla situazione odierna e su come le M&A abbiano impattato sui *business* delle imprese acquirenti anche durante la pandemia da Covid-19 e la guerra in Ucraina, facendo delle considerazioni su quando sarebbe stato più

---

<sup>3</sup> La *partnership* del Gruppo Ascopiave attraverso la *joint venture* EstEnergy è stata considerata come un *merger*.

opportuno compierle in relazione al contesto macroeconomico.

Durante tutto l'elaborato, quando non si parlerà esplicitamente della capogruppo, si intenderanno i sostantivi 'società, impresa, azienda' e i relativi nomi propri equivalenti al sostantivo 'Gruppo' acquirente o *target* in quanto l'obiettivo consiste nel fare una valutazione dell'operazione di M&A a livello consolidato, nonostante l'operazione sia stata compiuta dalla capogruppo. Inoltre, quando si parlerà di 'Gruppo' senza specificare alcun nome si farà sempre riferimento al gruppo acquirente.

### 1.3.1 Davide Campari Milano Spa – Société des Produits Marnier Lapostolle SA

La Davide Campari Milano Spa oggi è una società quotata olandese, capogruppo del Gruppo Campari uno tra i maggiori *player* a livello globale nel settore degli *spirit*, con un portafoglio di marchi che si estendono fra *brand* a priorità globale, di cui fa parte lo storico Campari, regionale e locale (Sito ufficiale Gruppo Campari).

Il Gruppo Campari ha proseguito la sua crescita internazionale nel luglio 2016 rilevando il controllo della Société des Produits Marnier Lapostolle SA (SPML), società francese specializzata nella produzione e nella vendita di liquori *premium*, nonché proprietaria del famoso *brand premium* Grand Marnier (Gruppo Campari 2016a).

Dal bilancio ottico consolidato 2016 del Gruppo Campari (ricavato dalla banca dati AIDA) si evince che tale operazione di M&A *cross-border* orizzontale ha comportato, oltre al pagamento di €125,5 milioni per l'acquisto immediato di un primo blocco di azioni SPML e di €193,1 milioni per l'acquisto differito delle quote residuali, anche il lancio di un OPA volontaria e amichevole volta ad acquistare 43.125 azioni al prezzo di €8.050<sup>4</sup> ciascuna per un totale di €347,2 milioni, a cui ha fatto seguito l'acquisto di un altro pacchetto di azioni al prezzo di €8.000 ciascuna a completamento del processo di *squeeze-out*<sup>5</sup> per un totale di €17,1 milioni. Al termine di tutta l'operazione Campari si è trovata a detenere il 71,2% del capitale della società francese in piena proprietà e il 2,2% in usufrutto (KPMG 2017) per una quota totale del 73,4%. Infine, contestualmente all'acquisizione, il Gruppo Campari ha sancito un accordo distributivo con SPML per la distribuzione del portafoglio *spirit* di Grand Marnier a livello globale, *core business* della società francese costituendo l'85% circa del fatturato consolidato relativo alle vendite di

---

<sup>4</sup> Il prezzo di €8.050 è cum dividendo dicembre 2015 e comprensivo di un premio del 60,4% sul prezzo dell'azione di SPML pari a €5.020 al 11 marzo 2016 (Davide Campari Milano Spa 2016).

<sup>5</sup> Lo *squeeze-out* è un'operazione che segue ad una OPA totalitaria e che dà la possibilità all'offerente di avvalersi del diritto di acquisto delle azioni residue qualora arrivasse a detenere almeno il 95% del capitale con diritto di voto (Borsa Italiana 2011a).

prodotti finiti nel 2015 (Gruppo Campari 2016a).

Tramite tale acquisizione, finanziata totalmente con la liquidità disponibile (Gruppo Campari 2016b), il Gruppo Campari avrebbe così implementato la sua strategia di crescita esterna sia in termini di profilo di *brand*, che di struttura distributiva e finanziaria (Gruppo Campari 2016a). Dal punto di vista finanziario, attraverso l'entrata del prodotto *premium* Grand Marnier nel suo portafoglio di *brand* a priorità globale, Campari avrebbe consolidato un *brand* ad elevato margine e un *business* ad alta generazione di cassa comportando un effetto accrescitivo immediato sul *business* esistente. In termini di *brand*, il Gruppo avrebbe rimodellato, rafforzato e incrementato la sua offerta *premium*, arricchendo il *mix* di prodotto per *brand* e mercato, in cui gli Stati Uniti sarebbero diventati il mercato principale a livello di vendite di Gruppo. Infatti, il 92% circa delle vendite dei prodotti finiti di SPML a livello consolidato, si realizza fuori della Francia, in particolare negli Stati Uniti, principale mercato che copre circa il 60%. Inoltre, avrebbe consolidato ulteriormente la sua posizione come principale fornitore di liquori *premium* e specialità *bitter* a livello mondiale. A livello distributivo, invece, Grand Marnier avrebbe dato la possibilità al Gruppo di sfruttare al meglio la sua forte piattaforma distributiva a livello internazionale, grazie alla perfetta sovrapposizione dei *business* a livello geografico. In aggiunta, il Gruppo Campari avrebbe migliorato l'esposizione al canale *premium on-trade* e al *Global Travel Retail* (Gruppo Campari 2016a, Gruppo Campari 2016b).

In "Documento di Offerta" del 2016 presentato dalla Davide Campari Milano Spa, inoltre, sono illustrati i principali efficientamenti di costo realizzabili con l'operazione. L'acquisizione avrebbe consentito di realizzare importanti sinergie di costo legate principalmente all'utilizzo, da parte di SPML, della rete di distribuzione del Gruppo Campari in forza della vicinanza geografica dell'operatività delle due società, entrambe attive in Europa e negli Stati Uniti, non comportando un extra costo di distribuzione per Campari, nonché ai loro portafogli prodotto complementari. In aggiunta, si sarebbero realizzate sinergie di costo derivanti da risparmi nei costi di approvvigionamento e dalla condivisione dei costi di comunicazione, promozione e *marketing*.

In relazione a quanto sostenuto nel paragrafo 1.2, sarebbe stato possibile avere successo nell'acquisizione anche grazie alla gestione del Gruppo Campari, caratterizzata da esperienza e competenza, e, dunque, perfettamente in grado di realizzare l'integrazione con SPML e tutte le sinergie connesse in modo efficace (Davide Campari Milano Spa 2016).

### 1.3.2 FRI-EL Green Power Spa – Alerion Clean Power Spa

La FRI-EL Green Power Spa è una società italiana non quotata, capogruppo del Gruppo FRI-EL Green Power che opera nel settore energetico, in particolare in quello eolico dove è *leader*. Inoltre, gestisce 21 impianti idroelettrici, un impianto a biomassa solida e una delle centrali termoelettriche a biomassa liquida più grandi d'Europa. Le attività del Gruppo FRI-EL si focalizzano principalmente sulle fasi di progettazione, costruzione, produzione e vendita di energia elettrica da fonti rinnovabili (Sito ufficiale FRI-EL Green Power).

Nel 2017 FRI-EL ha promosso una OPA, poi conclusa in dicembre, nei confronti della Alerion Clean Power Spa, società italiana quotata e uno dei principali operatori italiani nel settore della produzione di energia rinnovabile, in particolare in quello eolico e solare. Essa opera anche in altri Paesi europei, quali Spagna, Regno Unito, Romania e Bulgaria (Sito ufficiale Alerion Clean Power).

Questa operazione di M&A *domestic* orizzontale, finanziata mediante la richiesta alla Banca Popolare di Milano di due linee di credito una per firma e una per cassa, come evidenzia il bilancio ottico consolidato 2017 del Gruppo FRI-EL (ricavato dalla banca dati AIDA), ha comportato il lancio di un OPA volontaria, amichevole e totalitaria su un OPA precedente volontaria e parziale promossa nel 2016, portando FRI-EL a detenere una quota totale pari al 84% di Alerion (29,36% con l'OPA del 2016 e 54,63% con l'OPA del 2017) con l'acquisto di azioni al prezzo di €3,00<sup>6</sup> (KPMG 2018, FRI-EL Green Power Spa 2017).

Le motivazioni che hanno spinto FRI-EL a compiere tale integrazione, ed analizzate successivamente, si collocano all'interno di un grande progetto illustrato in "Documento di Offerta" del 2017 presentato dalla FRI-EL Green Power Spa e, in maniera più sintetica, in "Linee guida del progetto industriale di FRI-EL per Alerion Clean Power" del 2016 della FRI-EL Green Power Spa, volto a fare di Alerion uno dei più grandi *leader* nel settore dell'energia rinnovabile da fonti eoliche.

FRI-EL riteneva che il mercato italiano dell'energia elettrica da fonti eoliche fosse particolarmente frazionato, motivo per il quale negli anni successivi si sarebbe assistito ad un processo di consolidamento del settore al fine di realizzare una maggiore redditività grazie all'implementazione delle sinergie di costo. L'azienda acquirente, quindi,

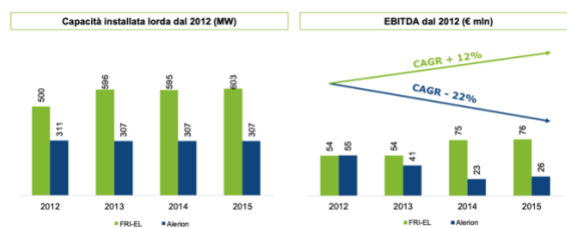
---

<sup>6</sup> In "Documento di Offerta" del 2017 della FRI-EL Green Power Spa si evince che il corrispettivo incorpora un premio del 4% rispetto al prezzo ufficiale delle Azioni Alerion registrato il 25 settembre 2017 pari a €2,88, nonché i premi precedenti la data di Comunicazione dell'Offerente.

ritenendo che le dimensioni fossero un fattore critico di successo all'interno di tale settore, avrebbe intrapreso numerose iniziative funzionali volte ad accrescere la dimensione di Alerion e migliorarne la sua efficienza operativa e finanziaria, al fine di renderla sia uno dei principali operatori sul mercato italiano in termini di capacità installata, sia un polo quotato di consolidamento del settore. In particolare, relativamente alle dimensioni, la capogruppo avrebbe conferito alcuni dei parchi eolici e progetti che lei detiene in Alerion, per incrementare la capacità installata e far sì che gli impianti fossero realizzati e gestiti dallo stesso, nonché messo a sua disposizione il proprio *know-how* nel settore delle energie rinnovabili grazie alla sua esperienza ventennale. Infine, avrebbe supportato le acquisizioni o le integrazioni future di Alerion con altri operatori per incentivarne la crescita dimensionale. Relativamente alle principali efficienze operative e finanziarie che si sarebbero volute realizzare in capo ad Alerion con la suddetta operazione, la società *target* avrebbe risparmiato fortemente nei costi di gestione, in particolare in quelli relativi ai servizi di manutenzione degli impianti eolici grazie alla maggiore forza commerciale che il Gruppo FRI-EL avrebbe conseguito dopo l'offerta e che avrebbe fatto valere nei confronti dei fornitori di tale servizio. Inoltre, grazie alla significativa dimensione del Gruppo realizzatasi, Alerion avrebbe anche beneficiato dell'attività di manutenzione fornita da FRI-EL a condizioni di mercato, la quale le avrebbe messo a disposizione il *know-how* maturato nell'esercizio di tale attività. L'obiettivo era rendere maggiormente efficiente la gestione dei parchi eolici di Alerion sotto il profilo tecnico-finanziario, al fine di ottenere una migliore redditività. D'altro canto, grazie alla migliore meritevolezza creditizia del Gruppo, l'ammontare degli oneri finanziari si sarebbe ridotto significativamente comportando un ulteriore risparmio di costo.

Come dimostrato in *Figura 1*, FRI-EL manifestava solide capacità di crescita, in termini di capacità installata lorda e di EBITDA, superiori ad Alerion e quindi in grado di fare di quest'ultima un Campione Nazionale nel settore delle energie rinnovabili da fonte eolica (FRI-EL Green Power Spa 2016).

*Figura 1: Capacità installata lorda e EBITDA dal 2012 di FRI-EL e di Alerion*

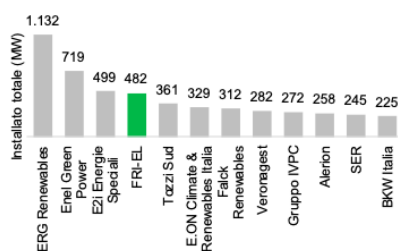


Fonte: Linee guida del progetto industriale di FRI-EL per Alerion Clean Power: bilanci FRI-EL e Alerion

Alla base potrebbe esserci stata anche una motivazione strategica riguardante il tema della sostenibilità. Già da prima del 2017, infatti, si è iniziato ad avere una maggiore consapevolezza dell'ambiente in particolare, portando gli investitori a includere il tema ESG nel loro processo decisionale di investimento. Inoltre, la transizione ecologica in atto ha spinto numerose imprese ad operarsi per cogliere le opportunità derivanti da essa al fine di evitare di esserne impattate negativamente e FRI-EL, operando già nel settore delle rinnovabili, avrebbe colto quest'occasione per rafforzare il suo vantaggio competitivo e anticipare ancora di più quella che sarebbe diventata la maggiore tematica negli anni a venire, iniziando un processo di espansione sia a livello dimensionale sia in termini di energia rinnovabile prodotta.

Quindi, il fine che intendeva realizzare il Gruppo FRI-EL attraverso Alerion, consisteva, innanzitutto nell'anticipare quel consolidamento di settore che a breve si sarebbe realizzato, in seguito nell'incrementare, a livello di Gruppo, i parchi eolici e la conseguente capacità produttiva per rafforzare il suo vantaggio competitivo e riuscire a far fronte all'ingente domanda che si sarebbe realizzata negli anni a venire vista la crescente attenzione al tema della sostenibilità, poi nell'aumentare la quota e la presenza sul mercato nazionale e internazionale, infine nel realizzare sinergie operative attraverso le economie di scala, il maggiore potere contrattuale, i contratti già in essere presso Alerion e le sinergie di sviluppo tecnologico e di realizzazione, nonché finanziarie mediante l'incremento della capacità di indebitamento e la minore rischiosità conseguita. Di seguito, in *Figura 2*, è illustrato il mercato italiano delle energie rinnovabili da fonte eolica nel 2016. Si nota come FRI-EL, si collocava nella parte medio-alta di MW totale installato risultando in quarta posizione. L'azienda, a seguito delle precedenti considerazioni riportate relativamente al mercato del rinnovabile, intendeva, dunque, mediante l'acquisizione, incrementare la sua capacità produttiva al fine di raggiungere un migliore posizionamento nel mercato italiano.

*Figura 2: Mercato italiano delle energie rinnovabili da fonte eolica*



Fonte: Linee guida del progetto industriale di FRI-EL per Alerion Clean Power: elaborazioni su dati Rapporto ANEV 2016

### 1.3.3 Ascopiave Spa – Gruppo Hera: EstEnergy Spa e AP Reti Gas Nord Est Srl

La Ascopiave Spa è una società italiana quotata, capogruppo del Gruppo Ascopiave operante nel settore dell'energia, nello specifico in quello del gas naturale nei segmenti della distribuzione e della vendita ai clienti finali, che lo rendono uno dei principali operatori nazionali nel settore. Inoltre, Ascopiave è presente sia nel settore idrico sia nel settore delle energie rinnovabili detenendo 28 impianti di produzione di energia idroelettrica ed eolica (Sito ufficiale Gruppo Ascopiave).

Nel dicembre 2019 la società ha perfezionato con il Gruppo Hera una *partnership* che, attraverso la *joint venture* EstEnergy, ha sancito la nascita del maggiore operatore nel settore dell'energia nel Nord-Est con attività commerciali tra Veneto, Friuli-Venezia Giulia e Lombardia raggiungendo oltre un milione di clienti tra contratti gas ed elettrici. Inoltre, con tale *partnership* si sono riassetate le rispettive attività di distribuzione del gas (Gruppo Ascopiave 2019, Pereira 2019). Il Sole 24 Ore ha definito questo progetto un'operazione volta a far nascere un nuovo polo energetico in Italia (Pereira 2019).

Nello specifico, tale operazione ha comportato lo scambio tra il Gruppo Hera e Ascopiave di *asset* di pari valore nelle attività commerciali *energy* da un lato, e nella distribuzione del gas dall'altro (KPMG 2020). Nella nuova società EstEnergy Spa sono confluite la partecipazione di Sinergie Italiane Srl del Gruppo Ascopiave e le sue attività commerciali valutate in totale €474,2 milioni, e quelle del Gruppo Hera pari a €159,0 milioni. Al termine dell'operazione Ascopiave si è trovata a detenere il 48% del capitale di EstEnergy contro il 52% di Hera (KPMG 2020, Gruppo Ascopiave 2019). Contestualmente, i due gruppi hanno riassetato le rispettive attività di distribuzione del gas: Ascopiave, innanzitutto, ha acquisito da Hera un perimetro di concessioni pari a 188 mila utenti di Veneto e Friuli-Venezia Giulia, confluiti poi a dicembre nella NewCo AP Reti Gas Nord-Est Srl, portando il Gruppo a gestire 775 mila utenti e oltre 12 mila chilometri di rete, successivamente ha rilevato il 3% del capitale di Hera Comm Srl, la quale ha acquisito una società detenuta integralmente da Ascopiave attiva nella provincia di Foggia (KPMG 2020, Gruppo Ascopiave 2019, Gruppo Ascopiave 2020).

Tale operazione ha portato entrambi i gruppi a evolvere i propri portafogli di attività e per Ascopiave ha assunto una grande rilevanza strategica, come affermato dal Presidente e AD del Gruppo Nicola Ceconato, consentendole di rafforzarsi nel *business* della distribuzione del gas in aree geografiche molto importanti e di valorizzare il suo *business* commerciale mediante la *partnership* con un primario attore del mercato, rafforzando così le sue prospettive di sviluppo industriale (Gruppo Ascopiave 2019). Inoltre, il



Presidente sostiene che: «Ciò consentirà di creare sinergie ed efficienze gestionali mantenendo, e se possibile, migliorando i livelli di qualità, continuità e sicurezza del servizio, se necessario anche attraverso la realizzazione di importanti investimenti volti a preservare e migliorare la funzionalità delle reti e degli impianti» (Gruppo Ascopiave 2019). Infine, nell'articolo "Ascopiave cede a Hera l'8% di Estenergy" di Brillo N. del 2022 in La tribuna di Treviso, lo stesso Presidente afferma che: «L'operazione sottoscritta nel 2019 da Hera ed Ascopiave è stata innovativa, un ottimo esempio di sinergia tra aziende dello stesso settore, che uniscono le forze per portare valore sul territorio».

La nuova società EstEnergy, dunque, è attiva nella vendita di gas, energia elettrica ed altri prodotti energetici, svolgendo anche attività di importazione, esportazione, approvvigionamento (Gruppo Ascopiave 2020). Ad oggi, il suo capitale sociale è detenuto per il 40% da Ascopiave e per il 60% da Hera a causa dell'utilizzo da parte della società trevigiana dell'opzione di vendita della partecipazione in EstEnergy, specificata in "Documento informativo" del 2020 presentato dal Gruppo Ascopiave, pari al 8%, al fine di migliorare la sostenibilità della struttura patrimoniale, contribuendo alla copertura finanziaria degli investimenti di medio periodo nelle attività *core* e di diversificazione (Brillo 2022, Utilitalia 2022).

In sintesi, è possibile affermare che l'obiettivo di tale operazione per il Gruppo Ascopiave fosse realizzare una crescita sia interna sia esterna data dalla complementarità dei *business* dei due gruppi anche a livello geografico la quale avrebbe consentito al suddetto Gruppo di espandersi in nuove aree, con il conseguente incremento della base clienti e, dunque, l'ottenimento di una maggiore quota di mercato, permettendogli di diventare maggiormente competitivo e incrementare così i volumi di gas distribuiti e conseguentemente le vendite di gas ed energia elettrica grazie anche alla *joint venture* EstEnergy che avrebbe permesso di valorizzare il *business* della commercializzazione. La complementarità quindi, avrebbe consentito di incrementare il fatturato e il reddito operativo, i quali sarebbero potuti aumentare anche grazie alla realizzazione di sinergie operative dovute alle economie di scala e ad un maggior *pricing power*, oltre che alla combinazione di diverse aree funzionali.

## CAPITOLO 2. IL VALORE DI ACQUISIZIONE

### 2.1 La valutazione aziendale della società *target*

Uno dei primi passi che l'acquirente deve compiere nell'esercizio di un'operazione di M&A, è quello di valutare attentamente l'azienda *target*, in particolare il contributo che tale integrazione apporterà in termini di maggiore valore congiunto rispetto alla somma dei singoli valori delle società indipendenti. Ciò permetterà all'impresa acquirente di effettuare una corretta stima del prezzo di acquisizione e di conseguenza fare scelte d'investimento consapevoli per ottenere vantaggi significativi.

La dottrina economica aziendale si sta spostando dalla logica deterministica delle formule per valutazione d'impresa al processo di valutazione, alla base del quale vi è un'attenta analisi fondamentale (Bartoli, Ossoli 2009) basata sull'identificazione e sulla previsione di variabili economiche e finanziarie che influenzano l'andamento del prezzo azionario (Borsa Italiana). Si procede prima con un'analisi storica e poi previsionale al fine di ottenere i *payoff* necessari da impiegare nei vari metodi di valutazione per la stima del valore intrinseco, quali il metodo finanziario assoluto dei flussi di cassa attualizzati (*discounted cash flow*, DCF) e quello relativo dei multipli di mercato<sup>7</sup> (Borsa Italiana). Le proiezioni future, inserite nei modelli, sono ricavate da ipotesi di base di macroeconomia, di andamento di settore e di impresa oggetto di valutazione, da *business plan* e da piani industriali (Borsa Italiana 2011c). Nella maggior parte dei casi, la valutazione finale ottenuta dagli esperti tende ad essere calcolata sulla base della media ponderata dei due metodi poiché le valutazioni risultanti dai due modelli potrebbero differire tra loro (Borsa Italiana 2011c). Inoltre, si è riscontrato che molteplici operatori tendono ad associare al metodo dei flussi di cassa attualizzati, una serie di multipli appropriati perché l'approccio DCF richiede molto tempo ed è particolarmente sensibile a piccoli errori nelle variabili *input* chiave. In tal modo, attraverso i multipli, è possibile verificare la fondatezza della valutazione (Frykman, Tolleryd 2005).

Nel caso di operazioni di M&A si entra nel cosiddetto mercato di controllo che definisce il mercato delle acquisizioni, contrapponendosi a quello di beni o servizi, dove il valore di acquisizione viene stimato sulla base di variabili non solo oggettive ma anche soggettive, quali la natura e gli specifici interessi delle parti e la forza contrattuale creando

---

<sup>7</sup> Un recente sondaggio dell'Associazione Italiana degli Analisti Finanziari (AIAF 2002) evidenzia che l'89% degli intervistati utilizza il metodo finanziario assoluto e l'86% quello relativo dei multipli (Bartoli, Ossoli 2009).

così un valore soggettivo di cessione e di acquisto, che tiene conto della funzione di utilità delle parti in causa, ossia sconta le attese dei soggetti economici interessati all'operazione (Bartoli, Ossoli 2009). Tale valore, quindi, non considera solo le formule valutative *stand alone*<sup>8</sup> e prezzi comparabili, ma anche il valore aggiunto che l'acquirente può trarre dallo sviluppo delle sinergie, dalla valorizzazione di elementi immateriali, dal minor profilo di rischio che ne deriva, dall'opportunità di sfruttare fattori produttivi innovativi, di aggredire nuovi mercati o di ridurre la concorrenza diretta, nonché dall'opportunità di sviluppare potenzialità future, le opzioni, non ancora note al momento dell'acquisizione (Bartoli, Ossoli 2009). Con riferimento alle sinergie, in particolare, l'impresa acquirente dovrà quindi individuarle, stimarne la natura, la dimensione, i tempi di realizzazione, la probabilità di realizzazione, un *payback period*, il grado di rischio associato, nonché dovrà definire sia le modalità di sfruttamento delle competenze e di integrazione delle due strutture, sia gli effetti sul piano economico. Ad oggi, le sinergie sono calcolate principalmente sulla base del modello della Stratificazione del Valore, proposto da M. Massari e L. Zanetti, che le definisce come valore attuale dei flussi incrementali generati dall'operazione di M&A. Tale approccio permette di effettuare un'analisi specifica degli effetti differenziali generati dall'integrazione e sarà meglio esplicitato nel paragrafo 1.2 di questo capitolo.

Si nota, dunque, come il valore di acquisizione di un'azienda sia assoggettato a elementi oggettivi e soggettivi da considerare entrambi in fase di valutazione. Il valore dell'operazione ( $W_{operazione}$ ), inteso come valore attuale netto associato all'acquisizione, pertanto, sarà pari al valore di acquisizione ( $W_a$ ) meno il prezzo pagato dall'acquirente ( $P$ ), dove  $W_a$  non è altro che il valore attuale dei flussi di risultato attesi dall'operazione, calcolato come il valore dei flussi *stand alone* maggiorato dei benefici che otterrà l'acquirente relativi ad una maggiore capacità di gestione, al processo di integrazione e, soprattutto, alle sinergie create (Bartoli, Ossoli 2009). Affinché poi l'acquisizione sia conveniente  $P$  deve essere minore o uguale a  $W_a$  (Bartoli, Ossoli 2009). Alternativamente, un'operazione di M&A può essere valutata in termini d'impatto che questa avrà a livello di sistema d'impresa, non solo in termini di flussi di cassa, ma anche relativamente all'assetto organizzativo e al sistema di relazioni tra l'azienda e l'ambiente esterno (Bartoli, Ossoli 2009). Per determinare, quindi, in termini quantitativi tali effetti

---

<sup>8</sup> Il valore *stand alone* fa riferimento a quel valore attribuito all'impresa sulla base delle sue condizioni attuali di gestione, al netto degli interventi dell'impresa acquirente (Bartoli, Ossoli 2009).

è possibile utilizzare la seguente formula (Bartoli, Ossoli 2009):

$$W_a = W_{(A+T)} - W_A \quad (1)$$

dove:

$W_a$  = valore di acquisizione della società *target*;

$W_{(A+T)}$  = valore della realtà aziendale dopo l'operazione di M&A;

$W_A$  = valore *stand alone* dell'impresa acquirente.

### 2.1.1 Il metodo finanziario assoluto: i flussi di cassa scontati

Il metodo dei flussi di cassa scontati o *discounted cash flow* è un approccio fondamentale focalizzato sull'impresa, volto a produrre un valore esplicito sulla base di informazioni e dati economici fondamentali relativi all'impresa e al suo futuro, in particolare sulle caratteristiche, sulla previsione delle future *performances* economico-finanziarie, sulle politiche finanziarie e sul rischio operativo e finanziario. Questo tipo di valutazione è anche detta autonoma (Frykman, Tolleryd 2005).

L'idea principale su cui si basa tale modello di McKinsey è che il valore dell'impresa oggi non è altro che l'attualizzazione, ad un tasso di sconto che riflette il rischio, dei flussi di cassa liberi futuri (Frykman, Tolleryd 2005).

Esso è più razionale rispetto a quello dei multipli di mercato ed è conosciuto per la sua valutazione esauriente (Borsa Italiana 2011c) in quanto si adatta molto bene al modo in cui i mercati dei capitali valutano le imprese nella realtà (Frykman, Tolleryd 2005). Inoltre, può essere applicato a tutte le tipologie di imprese, dalle più piccole, a crescita elevata, alle più mature come le multinazionali (Frykman, Tolleryd 2005). Tuttavia, tale approccio non è applicabile ad aziende con difficoltà economiche e, se applicato a società non quotate, risulta difficile la quantificazione del rischio d'impresa (Borsa Italiana 2011c).

Esso si basa sulla determinazione del valore attuale dei flussi di cassa futuri di una specifica attività rappresentati sia dai *cash flow*, che dai dividendi (Borsa Italiana 2020). Tale metodologia è quindi funzione di tre elementi: l'entità del flusso di cassa, la loro distribuzione nel tempo e il tasso di attualizzazione che vede utilizzato il *cost of equity* ( $C_e$  o  $r_E$ ) dal Capital Asset Pricing Model (CAPM) in caso di flussi di cassa disponibili per azionisti (*levered*)<sup>9</sup>, o il *Weighted Average Cost of Capital (WACC)* in caso di flussi

---

<sup>9</sup> Ottica *equity side*.

di cassa liberi per azionisti e creditori (*unlevered*)<sup>10</sup> (Borsa Italiana 2020). Di seguito è riportata la formula generale di tale modello, presentata da Borsa Italiana in “I principali metodi di valutazione aziendale” del 2011.

$$V_A = \sum_{i=0}^n \frac{CF_i}{(1+r)^i} \quad (2)$$

dove:

$V_A$  = valore dell’impresa, ossia valore attuale dei flussi di cassa liberi futuri;

$CF_i$  = flusso di cassa;

$n$  = durata dell’attività;

$r$  = tasso di sconto che riflette il profilo di rischio.

Tale metodologia di calcolo si basa in realtà su due parti<sup>11</sup>, come illustrato nella formula seguente (3) (Frykman, Tolleryd 2005). Nella prima si esplicitano, sulla base di una stima analitica (Borsa Italiana 2020), i flussi di cassa (o dividendi) previsti per ogni anno per i primi 5-10 anni (periodo esplicito) (Frykman, Tolleryd 2005) e il relativo tasso di sconto *WACC* (o  $C_e$ ) a cui si devono attualizzare; nella seconda si ipotizza che il costo del capitale e il tasso di crescita ( $g$ ) siano costanti e si calcola, mediante stima sintetica (Borsa Italiana 2020), il valore attuale di tutti i flussi di cassa liberi (o dividendi) dal primo anno dopo il periodo esplicito fino all’infinito, ottenendo il cosiddetto valore terminale (*Terminal Value*, *TV*) (Frykman, Tolleryd 2005). È necessario includere nella valutazione tale valore in quanto le aziende, a differenza dei progetti, non hanno limiti di tempo sulla loro vita economica<sup>12</sup>, pertanto, tutti i flussi dopo una determinata data a scelta vengono sostituiti con il *TV* che rappresenta il valore alla data finale di tutti i flussi successivi (Brotherson *et al.* 2014). Inoltre, si ha evidenza che in molti settori la stima del valore del capitale economico è in massima parte riconducibile proprio ai flussi a medio-lungo termine che riescono ad essere considerati solo attraverso il *TV* (Bartoli, Ossoli 2009).

---

<sup>10</sup> Ottica *asset side*.

<sup>11</sup> Si parla di metodo finanziario analitico con *Terminal Value*. Ci si è concentrati solo su questo in quanto è quello maggiormente utilizzato perché risolve il problema della previsione dei flussi (Borsa Italiana 2020).

<sup>12</sup> Al contrario, si parla di ipotesi limitata di tempo quando l’operatività dell’impresa è assoggettata a limitazioni oggettive di natura normativa (pubblici servizi), ambientale e giuridica (*joint venture*), o soggettive di natura economica. In tal caso il *TV* sarà un valore terminale contabile o di liquidazione (Beltrame *et al.* 2021).

$$V_A = \underbrace{\frac{CF_1}{(1+WACC)^1} + \frac{CF_2}{(1+WACC)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+WACC)^n}} + \underbrace{\frac{TV}{(1+WACC)^n}} \quad (3)$$

dove:

$V_A$  = valore dell'impresa;

$CF$  = flussi di cassa liberi futuri;

$WACC$  = costo medio ponderato del capitale;

$TV$  = valore terminale;

$n$  = numero di anni nel periodo esplicito;

dove:

$$TV = \frac{CF_{n+1}}{(WACC - g)} \quad (4)$$

con:

$CF_{n+1}$  = flussi di cassa libero nel primo anno dopo il periodo esplicito;

$n$  = numero di anni nel periodo esplicito;

$WACC$  = costo medio ponderato del capitale;

$g$  = tasso di crescita atteso del flusso di cassa libero all'infinito.

La formula (4) (Frykman, Tolleryd 2005) rappresenta il valore terminale nell'anno  $n$ , ultimo anno del periodo di previsione esplicita, non il valore terminale finale odierno che, invece, è riportato nella formula (3) e rappresenta il valore odierno di tutti i flussi di cassa liberi dopo la fine del periodo esplicito scontati fino all'epoca zero al tasso  $WACC$  (Frykman, Tolleryd 2005).

Tuttavia, per le imprese ad elevata crescita la suddivisione in questi due periodi non è ideale poiché avere un periodo di valore terminale a crescita costante potrebbe portare a passare da un tasso di crescita estremamente elevato ad uno più basso dello stato stazionario (Frykman, Tolleryd 2005). In tal caso, le stime possono essere suddivise in tre periodi, in cui un periodo centrale si inserisce tra i due precedentemente citati all'interno della formula (3). Il primo è il periodo esplicito, segue il nuovo periodo definito di sviluppo autoalimentato, in cui il tasso di crescita costante è superiore a quello della crescita a lungo termine, per poi concludere con il periodo di valore terminale a partire dall'anno in cui l'azienda raggiunge il suo tasso di crescita a lungo termine

(Frykman, Tolleryd 2005). Si noti che, in questo caso, il flusso di cassa che viene utilizzato per calcolare il periodo di valore terminale è quello dell'ultimo anno del periodo di sviluppo autoalimentato (Frykman, Tolleryd 2005).

La formula per calcolare il valore odierno dei flussi dal periodo di sviluppo alimentato è la seguente (Frykman, Tolleryd 2005):

$$CF_0 = \frac{CF_n * g_{n+1}}{(1 + WACC)^{n+1}} + \frac{CF_{n+2} * g_{n+2}}{(1 + WACC)^{n+2}} + \dots + \frac{CF_{n+z} * g_{n+z}}{(1 + WACC)^{n+z}} \quad (5)$$

dove:

$CF_n$  = flusso di cassa libero dell'ultimo anno del periodo esplicito;

$n$  = numero di anni del periodo esplicito;

$g$  = livello di crescita per l'anno in questione;

$WACC$  = costo medio ponderato del capitale;

$z$  = numero di anni nel periodo di sviluppo autoalimentato.

Come precedentemente affermato, è possibile utilizzare nella valutazione o i flussi di cassa liberi per azionisti, sulla base di un'ottica *equity side*, rappresentati dai flussi *levered*, ossia dai *Free Cash Flow to Equity* (FCFE) o i flussi di cassa per azionisti e creditori, ottica *asset side* basata sui flussi *unlevered*, ossia il *Free Cash Flow to the Firm* (FCFF). Di seguito sono illustrate le formule per la determinazione di tali valori, ricavate da Borsa Italiana in "Il metodo DCF - Discounted cash flow" del 2020.

Utile netto

+ ammortamenti o accantonamenti

± variazione del capitale fisso e circolante

± variazione TFR

± versamenti o rimborsi del capitale

± accensione o estinzione finanziamenti

---

= FCFE

Risultato operativo (EBIT)  
 - imposte sul reddito operativo  
 + ammortamenti e accantonamenti  
 ± variazione del capitale fisso e circolante

---

= FCFF

La differenza risiede nel fatto che il metodo *discounted unlevered cash flow* consente di determinare direttamente valore del capitale operativo (Borsa Italiana 2020) o *Enterprise Value* (Bartoli, Ossoli 2009), a cui sottrarre l'indebitamento finanziario e gli eventuali *assets* per calcolare il valore del capitale netto (Borsa Italiana 2020) o *Equity Value* (Bartoli, Ossoli 2009). Nel *discounted levered cash flow*, invece, si giunge direttamente al valore del capitale netto (Borsa Italiana 2020). I due possibili metodi alternativi portano al medesimo risultato nel momento in cui l'indebitamento è correttamente riflesso nei tassi di sconto (Borsa Italiana 2020). A tal proposito, come precedentemente accennato, si dovrà utilizzare il *WACC* in caso di flusso *unlevered* e il  $C_e$  dal CAPM in caso di flusso *levered*. Di seguito si riportano le rispettive formule per il calcolo (Borsa Italiana 2020).

$$WACC = C_d * (1 - t) * \frac{D}{E + D} + C_e * \frac{E}{E + D} \quad (6)$$

dove:

$C_d * (1 - t)$  = costo del capitale di debito al netto della fiscalità;

$C_e$  = costo dei mezzi propri (CAPM);

$D$  = debito;

$E$  = equity (patrimonio netto).

$$C_e = r_f + \beta * (r_m - r_f)^{13} \quad (7)$$

dove:

$r_f$  = rendimento delle attività prive di rischio;

$\beta$  = Beta;

$r_m$  = rendimento atteso del mercato.

---

<sup>13</sup> Se il finanziamento è di tipo non azionario, il costo del capitale sarà calcolato con la seguente formula:  $r_f$  + premio al rischio ragionevole (Frykman, Tolleryd 2005).



### 2.1.2 Calcolo delle sinergie: il modello della Stratificazione del Valore ed altri approcci

All'interno delle operazioni di M&A, la società *target* viene quindi trattata come un'ampia opportunità di investimento, dove  $W_a$  può essere definito anche come il valore di investimento per la società acquirente (Bartoli, Ossoli 2009). Tuttavia, come visto precedentemente,  $W_a$  non è il risultato solo di elementi oggettivi, bensì anche di fattori soggettivi, quali le sinergie. Il punto di partenza è quindi il calcolo del valore *stand alone* ( $W_S$ ) a cui si aggiunge il valore dei benefici, in particolare delle sinergie ( $W_D$ ), ottenibili con l'operazione di M&A che rappresentano il premio per l'acquisizione (Beltrame *et al.* 2021). L'acquirente, pertanto, si trova davanti ad un'importante sfida relativa alla valutazione e al calcolo delle stesse, in quanto difficili da stimare e perché possono comportare una serie di rischi soprattutto quando portano l'impresa ad effettuare cambiamenti sostanziali nel modo di operare (Brotherson *et al.* 2014).

Nel precedente paragrafo, si è specificato che, sulla base del modello della Stratificazione del Valore, le sinergie non sono altro che il valore attualizzato dei flussi di cassa incrementali generati dalle stesse e quindi misurabili con il *discounted cash flow*. Tale modello permette di ricercare, analizzare e valutare realisticamente i vantaggi conseguenti all'acquisizione accrescendone la trasparenza del processo, mettendo in evidenza in che misura al prezzo pagato corrispondano i flussi attuali generati dall'impresa (*stand alone*) o i flussi potenziali (sinergie attese) (Guatri, Bini 2005). Infatti, tale approccio, di seguito presentato, definisce che le sinergie possono essere quantificate a strati, in particolare tre (Beltrame *et al.* 2021), in quanto producono un effetto sul valore in termini di differenziale di quantità impattando sui flussi di risultato (sinergie di flusso), di qualità con ripercussioni sul profilo di rischio (sinergie di tasso) e di struttura finanziaria impattando sul *debt equity ratio* obiettivo e quindi sulla capacità di ottenere credito (sinergie di debito) (Bartoli, Ossoli 2009, Beltrame *et al.* 2021).

Nello specifico, le sinergie di flusso possono emergere da risparmi dei costi o dall'incremento dei ricavi impattando positivamente sui flussi finanziari (Beltrame *et al.* 2021). Le sinergie di tasso, invece, derivano da una minore rischiosità dell'entità realizzata rispetto alle singole imprese coinvolte realizzabile anche in forza di una maggiore diversificazione del *business*. Questo inferiore rischio, poi, si riflette nel costo del capitale utilizzato per scontare i flussi finanziari con risvolti sul capitale economico dell'intera entità (Beltrame *et al.* 2021). Tali sinergie sono le più difficili da quantificare a causa della difficoltà di stima relativa al movimento del costo del capitale per effetto dell'operazione di M&A, l'effetto è più facilmente misurabile *ex post* se l'entità realizzata

è quotata in un mercato regolamentato (Beltrame *et al.* 2021). Infine, le sinergie di debito derivano dalla maggiore stabilità realizzata che permette all'impresa di aumentare la sua meritevolezza creditizia e quindi la sua capacità di indebitamento, la quale genera scudi fiscali comportando un maggiore valore del complesso (Beltrame *et al.* 2021).

Il metodo prevede, quindi, di calcolare le sinergie come il differenziale del flusso di cassa operativo ( $V_{Sin. Flusso}$ ), di riduzione del rischio ( $V_{Sin. Tasso}$ ) e di debito ( $V_{Sin. Debito}$ ) e di scontarlo al tasso  $r$  opportuno, ottenendo il valore delle sinergie ( $W_D$ ) come somma di tali risultati. Di seguito sono presentate le formule per il calcolo (Beltrame *et al.* 2021).

$$V_{Sin. Flusso} = \frac{\Delta FCFO_A}{r_{O,(A+B)}} + \frac{\Delta FCFO_B \%P}{r_{O,(A+B)}} \quad (8)$$

Le sinergie di flusso (formula (8)) sono quantificate calcolando e sommando i differenziali di flusso delle due imprese coinvolte, attualizzati ad un tasso che esprime la rischiosità operativa della nuova entità (Beltrame *et al.* 2021).

All'interno della stessa formula il primo rapporto definisce le sinergie in capo all'impresa acquirente (A) in termini di variazione dei flussi, il secondo le sinergie maturate in capo alla società *target* (B) per la percentuale di possesso acquisita con l'operazione (%P), qualora fosse inferiore al 100% (Beltrame *et al.* 2021). In caso di difficoltà di quantificazione del tasso di attualizzazione del nuovo complesso, si utilizza il tasso originario di A per i differenziali in capo ad A e il tasso originario di B per i differenziali in capo a B (Beltrame *et al.* 2021).

$$V_{Sin. Tasso} = \frac{FCFO_A + FCFO_B \%P}{r_{O,(A+B)}} - \left( \frac{FCFO_A}{r_{O,A}} + \frac{FCFO_B \%P}{r_{O,B}} \right) \quad (9)$$

Le sinergie di tasso (formula (9)) sono quantificate sottraendo dal valore del complesso ottenuto attualizzando i flussi al nuovo costo del capitale, la somma del valore delle singole imprese ottenuto attualizzando i rispettivi flussi ai tassi originari delle due (Beltrame *et al.* 2021). Anche in tal caso, i flussi di B devono essere ponderati per la percentuale di possesso ottenuta con l'operazione di M&A (Beltrame *et al.* 2021).

$$V_{Sin. Debito} = \text{delta}D * t_c \quad (10)$$

Le sinergie di debito, infine, (formula (10)), si generano dal nuovo debito che la nuova entità è in grado di realizzare (Beltrame *et al.* 2021). Pertanto, tale sinergia non è altro che la variazione del debito moltiplicata per l'aliquota d'imposta per la quale gli interessi passivi sono deducibili (Beltrame *et al.* 2021). Il reinvestimento di questo maggiore debito, tuttavia, comporta un incremento dei flussi finanziari e quindi delle sinergie (Beltrame *et al.* 2021). Tale effetto aggiuntivo, non considerato nel modello originario della Stratificazione del Valore, può essere definito come segue:

$$V_{Sin. Investimento debito} = \frac{\text{delta}FCFO_{A+B}}{r_{O,(A+B)}} - \text{delta}D \quad (11)$$

in cui  $\text{delta}FCFO_{A+B}$  non è altro che il flusso aggiuntivo ottenuto investendo la nuova quantità di debito che, attualizzato al nuovo costo del capitale, permette di ottenere il valore degli attivi generati a seguito dell'investimento di ulteriori risorse finanziarie (Beltrame *et al.* 2021). Se da tale ammontare si sottrae la variazione del debito, si trova il valore dell'*equity* senza considerare il vantaggio degli scudi fiscali già considerato in precedenza (Beltrame *et al.* 2021).

A questo punto il valore complessivo delle sinergie ( $W_D$ ) sarà pari a:

$$W_D = V_{Sin. Flusso} + V_{Sin. Tasso} + V_{Sin. Debito} + V_{Sin. Investimento Debito} \quad (12)$$

dove il valore delle sinergie di debito e delle sinergie di investimento del debito rappresentano il terzo strato del modello (Beltrame *et al.* 2021).

Nella pratica, tuttavia, non sempre si utilizza il modello di Stratificazione del Valore nella formulazione originaria poiché l'impatto sul costo del capitale e sugli scudi fiscali è difficile da stimare e quello sui flussi si potrebbe più propriamente determinare su un orizzonte temporale limitato e non come una rendita perpetua come considerato nelle formule (Beltrame *et al.* 2021).

Alla luce di tali considerazioni, per la determinazione del valore di acquisizione è possibile utilizzare la seguente formula (Beltrame *et al.* 2021):

$$W_a = W_S * \%P + W_D \quad (13)$$

Tuttavia, se l'operazione di M&A non riguarda l'intero pacchetto azionario ma solo una quota sufficiente a garantirne il controllo, allora il valore di acquisizione  $W_a$  sarà determinato anche dai flussi relativi ai benefici privati ( $W_{BP}$ ) di cui godono gli azionisti di controllo e che emergono solo nel caso di acquisizioni (Beltrame *et al.* 2021). Tali benefici, possono decurtare i flussi *stand alone* come remunerazioni più elevate rispetto agli standard di mercato, oppure non avere alcun impatto sui flussi aziendali, in tal caso, ad esempio, è possibile fare riferimento all'utilizzo delle risorse intangibili per sviluppare altri *business* non legati alla società (Beltrame *et al.* 2021).

Quindi, la formula per la determinazione di  $W_a$  sarà la seguente (Beltrame *et al.* 2021):

$$W_a = W_S * \%P + W_D + W_{PB*} + (1 - \%P) * W_{BP} \quad (14)$$

dove:

$\%P$  = quota di controllo;

$W_{PB*}$  = beneficio privato privo di impatto sui flussi aziendali,

$W_{BP}$  = beneficio privato con impatto sui flussi *stand alone*;

$W_D$  = valore delle sinergie;

$W_S$  = valore *stand alone*.

A questo punto, come affermato all'inizio del capitolo, il valore dell'operazione, che può essere inteso come valore attuale netto associato all'acquisizione (VAN), sarà pari al valore di acquisizione o di investimento ( $W_a$ ) meno il prezzo del pacchetto azionario pagato dall'acquirente ( $P$ ) che, in generale, comprende del tutto o in parte il valore delle sinergie, valore definito premio di acquisizione (Beltrame *et al.* 2021).

La valutazione e il calcolo delle sinergie si può basare anche su misure e metodologie specifiche. La maggior parte degli operatori, ormai, riconosce la difficoltà e le incertezze relative alla realizzazione delle sinergie e, anziché limitare il calcolo di queste al flusso

di cassa attualizzato per lo stesso tasso come avveniva in passato, adotta altri approcci (Brotherson *et al.* 2014). Alcuni le valutano separatamente in modo tale da individuare quelle a rischio maggiore, altri semplicemente utilizzano per le sinergie in generale un tasso di sconto maggiore, adeguato al rischio, per esempio il costo del capitale proprio maggiore del *WACC*. Altri ancora affiancano ai flussi finanziari di sinergia un peso di probabilità oppure riducono il tasso di crescita perpetuo. Infine, vi sono soggetti che applicano diversi tipi di DCF, per esempio, il DCF delle sole sinergie nette o il DCF dell'intera azienda con e senza sinergie, oppure una valutazione multipla dove le sinergie di *run-rate* sono moltiplicate per i costi di integrazione multipli meno una tantum (Brotherson *et al.* 2014).

Quindi, il metodo complessivo che si utilizza rimane comunque quello dei flussi di cassa attualizzati, tuttavia, sulla base di una serie di considerazioni, ipotesi ed elementi si utilizzano metodologie diverse.

### 2.1.3 Il metodo finanziario relativo: i multipli di mercato

Nella valutazione basata sui multipli di mercato il valore dell'impresa è espresso in relazione a una variabile specifica (Frykman, Tolleryd 2005). Il multiplo così ottenuto esprime, quindi, quante volte una determinata grandezza di bilancio è valorizzata dal mercato finanziario (Beltrame *et al.* 2021), esprimendo il valore d'impresa come multiplo di un dato statistico specifico (Frykman, Tolleryd 2005). Le variabili di riferimento utilizzate a grandezza storica, previsionale o cumulata dei 12 mesi precedenti, possono essere il fatturato, il margine operativo lordo (EBITDA<sup>14</sup>), il reddito operativo (EBIT<sup>15</sup>), il capitale investito netto (CIN), l'utile netto, il patrimonio netto contabile (BV) e il *cash flow* (Beltrame *et al.* 2021).

Quelli più comunemente utilizzati sono i multipli relativi che, a differenza di quelli fondamentali calcolati completamente sulla base dei fondamentali dell'impresa senza utilizzare dati di imprese simili o del settore in cui essa opera, confrontano l'attività che viene valutata (*Enterprise Value* o *Equity Value*) con il modo in cui gli investitori o il mercato in generale valuta il valore di attività simili (Frykman, Tolleryd 2005). Ossia confrontano il rapporto tra il valore dell'impresa e una determinata variabile della stessa, con lo stesso rapporto relativo a un'altra impresa, al settore o ai suoi dati storici (Frykman, Tolleryd 2005).

---

<sup>14</sup> *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization.*

<sup>15</sup> *Earnings Before Interest and Taxes.*

L'utilizzo dei multipli avviene sulla base di due approcci: quello delle società comparabili e quello delle transazioni comparabili. Il primo esprime il rapporto tra valori borsistici e grandezze di bilancio, il secondo quello tra valori in un'operazione di acquisizione (prezzo di negoziazione) e valori di bilancio (Guatri, Bini 2005). Non vi sono particolari differenze tra i due, tuttavia, il secondo approccio fa riferimento ad un contesto differente in cui, attraverso i multipli, si rendono comparabili i *deals* con l'impresa *target* e se ne esprime il valore (Guatri, Bini 2005).

Tale approccio si contraddistingue per essere una modalità semplice e rapida (Borsa Italiana 2011c) per il calcolo del valore intrinseco, da utilizzare nel confronto rispetto al prezzo di mercato, anche se di fatto i multipli sono stimatori distorti del valore dell'impresa, poiché stimano in maniera approssimativa e non misurano (Guatri, Bini 2005). In più, facendo riferimento a orizzonti temporali limitati (Guatri, Bini 2005) non danno la possibilità di valutare l'impresa in maniera prospettica. Per giunta, non è semplice trovare aziende simili per il confronto in termini di crescita/redditività, di leva finanziaria, di leva operativa, di principi contabili e fiscali (Beltrame *et al.* 2021). Gli stessi multipli sono caratterizzati da un elevato grado di soggettività (Borsa Italiana 2011c) nella scelta dei parametri e delle aziende confrontabili (Fiori 2014) da parte di coloro che compiono la valutazione quali investitori e mercato, e di specificità dell'operazione, soprattutto in caso di multipli delle transazioni concluse (Beltrame *et al.* 2021) a causa di fattori sinergici, finanziari-fiscali e negoziali. Inoltre, sono troppo semplicistici in quanto considerano solo una variabile, escludendone altre che magari contribuirebbero alla creazione o distruzione di valore (Frykman, Tolleryd 2005). Infine, sono imprecisi e richiedono continue rettifiche alle variabili usate (Frykman, Tolleryd 2005).

Quando si utilizza tale approccio, è importante fare attenzione ai *multiple pinball*, termine che indica la tendenza degli investitori ad utilizzare i multipli senza correlarli ai fondamentali dell'impresa, portando a far crescere di volta in volta il multiplo di riferimento e le successive valutazioni, creando un circolo vizioso fino a che il mercato non si renderà conto dell'eccessivo valore dello stesso non legato ai fondamentali, facendo scoppiare la bolla (Frykman, Tolleryd 2005).

I multipli sono distinti in due tipi: i multipli relativi all'impresa<sup>16</sup> e quelli relativi al

---

<sup>16</sup> Ottica *asset side*. Tale ottica si predilige per le aziende industriali, commerciali o di servizi, in cui la gestione operativa contribuisce primariamente all'ottenimento dei margini aziendali ed è facilmente scorponabile dalla gestione finanziaria del debito (Beltrame *et al.* 2021).

capitale proprio<sup>17</sup>. I primi esprimono il valore dell'intera impresa (*Enterprise Value*, EV<sup>18</sup>) in relazione ad una variabile che coinvolge tutti i portatori di interesse, dagli investitori in capitale proprio ai creditori (Frykman, Tolleryd 2005). Tra questi vi sono, lato economico, *EV/EBITDA*, *EV/EBIT*, *EV/vendite* oppure, lato patrimoniale, *EV/CIN* (Frykman, Tolleryd 2005, Beltrame *et al.* 2021). I secondi, invece, esprimono solo il valore dei diritti degli azionisti sull'attività, ossia il valore di mercato (*Market Value*, MV) o semplicemente il prezzo per azione (*P*), in relazione a variabili che riguardano esclusivamente gli azionisti (Frykman, Tolleryd 2005). Il valore di mercato (*Market Value*) è definito anche valore del capitale proprio (*Equity Value*) dato dal valore d'impresa meno il valore di mercato dell'indebitamento, degli interessi di minoranza, dei fondi pensione e di altri diritti (Frykman, Tolleryd 2005). Esempi di tali multipli sono, dal lato economico, *prezzo/utili* (*P/E*) e *prezzo/cash flow*, mentre, dal lato patrimoniale, *prezzo/valore contabile* (*price to book value*, *P/BV*) (Frykman, Tolleryd 2005, Beltrame *et al.* 2021).

Il *P/E*, nonostante sia molto utilizzato, ampiamente conosciuto e facile da discutere, è fortemente influenzato sia dalla contabilizzazione sia dall'*humor* di mercato, oltre a non fornire una valutazione prospettica dell'impresa poiché non considera il costo della crescita futura (Frykman, Tolleryd 2005). Per ovviare a tale problema si è iniziato a considerare anche il *prezzo/crescita dell'utile* (*P/EG*) (Frykman, Tolleryd 2005).

Il *price to book value*, invece, confronta il valore di mercato della società con il valore contabile dato dal suo patrimonio netto. Tale multiplo, nonostante permetta un facile confronto e sia piuttosto stabile nel tempo consentendo un'ideale analisi storica, è basato su valori contabili che possono sia essere influenzati dai principi contabili sia non riflettere il valore economico reale dell'attività (Frykman, Tolleryd 2005). Aziende con un elevato *P/BV* sono le cosiddette imprese *growth*, ossia imprese o con un elevato tasso di crescita momentaneo, e quindi sopravvalutate, oppure la cui componente intangibile, prezzata solo dal mercato, prevale su quella tangibile contabilizzata a bilancio. A tal proposito, la vera dotazione delle imprese si fonda su valori che non sono, per la maggior

---

<sup>17</sup> Ottica *equity side*. Tale ottica si predilige nel caso di imprese finanziarie come banche e assicurazioni, in cui la gestione finanziaria del debito ha un ruolo fondamentale nella definizione dei margini economici ed è difficilmente separabile da quella operativa (Beltrame *et al.* 2021).

<sup>18</sup> Nel caso di società indebitate  $EV = \text{capitalizzazione di Borsa (o valore del capitale azionario pagato dall'acquirente)} + \text{valore di mercato del debito} - \text{cassa ed equivalenti}$  (Corporate Financial Institute 2018), nel caso di società non indebitate  $EV = \text{capitalizzazione di Borsa (o valore del capitale azionario pagato dall'acquirente)} - \text{liquidità netta}$  (Borsa Italiana, Guatri, Bini 2005). In quest'ultimo caso EV può equivalere grosso modo al capitale proprio assumendo che non ci siano altri portatori di interesse (Frykman, Tolleryd 2005).

parte, espressi a bilancio (Guatri, Bini 2005). Con riferimento ai casi pratici successivamente analizzati, ci si aspetterebbe di ottenere un maggiore *price to book value* nelle società energetiche piuttosto che in Campari, in quanto gli *asset* intangibili hanno un peso nettamente superiore. Al contrario, le imprese con un basso *P/BV* sono le cosiddette *value*, ossia aziende ancora sottovalutate dal mercato e su cui ci si aspetta un'importante crescita futura (Guatri, Bini 2005).

I multipli relativi all'impresa, pertanto, sono più completi in quanto si riferiscono all'attività nel suo complesso, sono molto meno influenzabili da differenze della struttura del capitale in quanto non utilizzano nella valutazione la leva finanziaria, e infine, consentono di utilizzare dati statistici che sono meno influenzati da differenze contabili, risultando così più facilmente comparabili (Frykman, Tolleryd 2005).

Anche in tale metodo di valutazione è possibile considerare le sinergie. Ad esempio, lo studio all'interno dell'elaborato di Walker D., Hansell G., Kengelbach J., Bathia P. e Dawson N. intitolato "The Real Deal on M&A, Synergies, and Value" del 2016 ha sviluppato una metrica chiamata *P/E* delle sinergie che confronta il premio di controllo pagato (*P*) con l'effetto dell'accordo sugli utili (*E*), consentendo di capire se l'operazione crea valore per gli investitori. All'interno del *set* di aziende esaminato nello studio, gli acquirenti che hanno pagato meno del *P/E* medio delle sinergie hanno sovraperformato di circa cinque punti percentuali sul rendimento relativo totale degli azionisti (rTSR), viceversa, quelli che hanno pagato più della media sono stati penalizzati con un rTSR negativo (Walker *et al.* 2016).



## CAPITOLO 3. L'ANALISI DELLE OPERAZIONI DI M&A

Le società o i gruppi acquirenti, prima dell'operazione, si caratterizzavano tutti per una buona situazione economico-finanziaria. L'obiettivo generale che ne ha spinto il compimento, pertanto, a seguito delle motivazioni precedentemente esplicitate nel Capitolo 1 al terzo paragrafo, non è stata altro che la creazione di valore in termini di crescita organica, ma soprattutto inorganica.

Di seguito saranno analizzate nello specifico le tre operazioni di M&A mediante l'analisi dei dati e delle informazioni presenti all'interno del bilancio ottico consolidato del gruppo acquirente (ricavato dalla banca dati AIDA), al fine di individuare l'impatto che l'operazione ha avuto a livello economico-finanziario. Nello specifico, la valutazione verterà sulle voci di conto economico, di rendiconto finanziario, di posizione finanziaria netta (PFN) e di stato patrimoniale, maggiormente influenzate dall'operazione con riferimento al periodo precedente e successivo alla stessa. Successivamente, saranno calcolate le sinergie generate e sarà analizzato l'effetto che l'operazione ha avuto sulla quotazione dei titoli dei gruppi acquirenti, nonché sulla loro redditività. Infine, verranno fatte delle considerazioni sul valore e sul prezzo di acquisizione a partire dalle notizie di cronaca finanziaria e dalle informazioni presenti nel bilancio ottico consolidato dell'acquirente (ricavato dalla banca dati AIDA).

### **3.1 L'analisi della situazione finanziaria del Gruppo Campari prima e dopo l'acquisizione: l'impatto del processo acquisitivo sulla situazione economico-finanziaria**

Come già affermato l'acquisizione del Gruppo Campari è di tipo orizzontale. Infatti, il Gruppo ha acquisito una società con un *business* affine al di fuori della sua catena del valore, con l'obiettivo di arricchire ed ampliare il suo portafoglio prodotti a priorità globale, in particolare i prodotti *premium* mediante l'integrazione del liquore francese Grand Marnier, ottenendo un effetto accrescitivo sul *business* nel breve termine, dato il nuovo *brand* ad elevata generazione di flussi di cassa, e consolidando la sua posizione nel mercato come principale fornitore di liquori *premium* e specialità *bitter* a livello mondiale. Inoltre, l'operazione avrebbe consentito al Gruppo anche di continuare ad utilizzare la medesima piattaforma distributiva, non comportando alcun extra costo di distribuzione per Campari grazie alla sovrapposizione geografica dei *business*.

### 3.1.1 Il conto economico

Al fine di cogliere gli impatti che l'operazione di M&A ha avuto a livello economico-finanziario, si è scelto di confrontare i conti economici consolidati del Gruppo Campari dei seguenti anni (Figura 3 e Figura 4): anno 2015 precedente all'acquisizione, anno 2016 dell'acquisizione, il cui contributo della stessa sul Gruppo Campari si ha solo a partire dal secondo semestre, e anno 2017 successivo all'acquisizione dove l'integrazione di SPML riguarda tutto l'intero esercizio. Sulla base di tali considerazioni, pertanto, è possibile che le sinergie si vedano realizzate maggiormente nel 2017.

Figura 3: Conto economico consolidato Gruppo Campari 2015/2016

Conto economico	2016		2015		variazione totale		di cui organica		di cui esterna		di cui cambi	
	€ milioni	%	€ milioni	%	€ milioni	%	€ milioni	%	€ milioni	%	€ milioni	%
<b>Vendite nette</b>	<b>1.726,5</b>	<b>100,0</b>	<b>1.656,8</b>	<b>100,0</b>	<b>69,7</b>	<b>4,2%</b>	<b>78,3</b>	<b>4,7%</b>	<b>46,2</b>	<b>2,8%</b>	<b>(54,8)</b>	<b>-3,3%</b>
Costo del venduto	(741,9)	(43,0)	(739,8)	(44,6)	(2,2)	0,3%	(25,0)	3,4%	(6,5)	0,9%	29,3	-4,0%
<b>Margine lordo</b>	<b>984,6</b>	<b>57,0</b>	<b>917,1</b>	<b>55,4</b>	<b>67,5</b>	<b>7,4%</b>	<b>53,3</b>	<b>5,8%</b>	<b>39,7</b>	<b>4,3%</b>	<b>(25,4)</b>	<b>-2,8%</b>
Pubblicità e promozioni	(308,6)	(17,9)	(286,3)	(17,3)	(22,3)	7,8%	(16,7)	5,8%	(14,4)	5,0%	8,7	-3,0%
<b>Margine di contribuzione</b>	<b>676,0</b>	<b>39,2</b>	<b>630,8</b>	<b>38,1</b>	<b>45,2</b>	<b>7,2%</b>	<b>36,6</b>	<b>5,8%</b>	<b>25,3</b>	<b>4,0%</b>	<b>(16,7)</b>	<b>-2,7%</b>
Costi di struttura	(323,5)	(18,7)	(298,0)	(18,0)	(25,4)	8,5%	(24,8)	8,3%	(10,9)	3,7%	10,2	-3,4%
<b>Risultato della gestione corrente</b>	<b>352,5</b>	<b>20,4</b>	<b>332,7</b>	<b>20,1</b>	<b>19,8</b>	<b>6,0%</b>	<b>11,9</b>	<b>3,6%</b>	<b>14,4</b>	<b>4,3%</b>	<b>(6,5)</b>	<b>-1,9%</b>
Rettifiche di proventi (oneri)	(33,2)	(1,9)	(22,9)	(1,4)	(10,2)	0,0%	-	-	-	-	-	-
<b>Risultato operativo(1)</b>	<b>319,4</b>	<b>18,5</b>	<b>309,8</b>	<b>18,7</b>	<b>9,6</b>	<b>3,1%</b>	-	-	-	-	-	-
Proventi (oneri) finanziari	(58,6)	(3,4)	(60,9)	(3,7)	2,3	-3,8%	-	-	-	-	-	-
Rettifiche di proventi (oneri)	(24,6)	(1,4)	0,9	0,1	(25,5)	-	-	-	-	-	-	-
Proventi (oneri) per put option	0,6	0,0	(0,4)	(0,0)	0,9	0,0%	-	-	-	-	-	-
<b>Utile prima delle imposte e degli interessi di minoranza</b>	<b>236,7</b>	<b>13,7</b>	<b>249,4</b>	<b>15,1</b>	<b>(12,6)</b>	<b>-5,1%</b>	-	-	-	-	-	-
Imposte	(70,5)	(4,1)	(73,4)	(4,4)	2,9	-4,0%	-	-	-	-	-	-
<b>Utile netto</b>	<b>166,3</b>	<b>9,6</b>	<b>176,0</b>	<b>10,6</b>	<b>(9,7)</b>	<b>-5,5%</b>	-	-	-	-	-	-
Interessi di minoranza	(0,0)	(0,0)	(0,6)	(0,0)	0,6	-99,4%	-	-	-	-	-	-
<b>Utile netto del Gruppo</b>	<b>166,3</b>	<b>9,6</b>	<b>175,4</b>	<b>10,6</b>	<b>(9,2)</b>	<b>-5,2%</b>	-	-	-	-	-	-
<b>Utile del Gruppo prima delle imposte rettificato(1)</b>	<b>294,5</b>	<b>17,1</b>	<b>270,9</b>	<b>16,3</b>	<b>23,7</b>	<b>8,7%</b>	-	-	-	-	-	<b>0,0%</b>
<b>Utile netto del Gruppo rettificato(1)</b>	<b>198,6</b>	<b>11,5</b>	<b>185,6</b>	<b>11,2</b>	<b>13,0</b>	<b>7,0%</b>	-	-	-	-	-	<b>0,0%</b>
Totale ammortamenti	(52,7)	(3,1)	(47,4)	(2,9)	(5,4)	11,3%	(4,8)	10,2%	(2,2)	4,5%	1,6	-3,4%
<b>EBITDA rettificato(1)</b>	<b>405,3</b>	<b>23,5</b>	<b>380,1</b>	<b>22,9</b>	<b>25,2</b>	<b>6,6%</b>	<b>16,7</b>	<b>4,4%</b>	<b>16,6</b>	<b>4,4%</b>	<b>(8,1)</b>	<b>-2,1%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>372,1</b>	<b>21,6</b>	<b>357,1</b>	<b>21,6</b>	<b>15,0</b>	<b>4,2%</b>	-	-	-	-	-	-

Fonte: Bilancio ottico consolidato Gruppo Campari 2016 ricavato dalla banca dati AIDA

Figura 4: Conto economico consolidato Gruppo Campari 2016/2017

Conto economico	31 dicembre 2017		31 dicembre 2016		variazione totale		di cui organica		di cui esterna		di cui cambi	
	€ milioni	%	€ milioni	%	€ milioni	%	€ milioni	%	€ milioni	%	€ milioni	%
<b>Vendite nette</b>	<b>1.816,0</b>	<b>100,0</b>	<b>1.726,5</b>	<b>100,0</b>	<b>89,5</b>	<b>5,2</b>	<b>109,1</b>	<b>6,3%</b>	<b>(6,1)</b>	<b>-0,4%</b>	<b>(13,5)</b>	<b>-0,8%</b>
Costo del venduto	(741,1)	(40,8)	(741,9)	(43,0)	0,8	(0,1)	(24,6)	3,3%	20,3	-2,7%	5,1	-0,7%
<b>Margine lordo</b>	<b>1.075,0</b>	<b>59,2</b>	<b>984,6</b>	<b>57,0</b>	<b>90,4</b>	<b>9,2</b>	<b>84,4</b>	<b>8,6%</b>	<b>14,3</b>	<b>1,4%</b>	<b>(8,3)</b>	<b>-0,8%</b>
Pubblicità e promozioni	(342,5)	(18,9)	(308,6)	(17,9)	(33,9)	11,0	(28,4)	9,2%	(8,3)	2,7%	2,8	-0,9%
<b>Margine di contribuzione</b>	<b>732,4</b>	<b>40,3</b>	<b>676,0</b>	<b>39,2</b>	<b>56,4</b>	<b>8,3</b>	<b>56,0</b>	<b>8,3%</b>	<b>5,9</b>	<b>0,9%</b>	<b>(5,5)</b>	<b>-0,8%</b>
Costi di struttura	(351,9)	(19,4)	(323,5)	(18,7)	(28,5)	8,8	(25,4)	7,9%	(5,5)	1,7%	2,4	-0,7%
<b>Risultato della gestione corrente</b>	<b>380,5</b>	<b>21,0</b>	<b>352,5</b>	<b>20,4</b>	<b>28,0</b>	<b>7,9</b>	<b>30,6</b>	<b>8,7%</b>	<b>0,5</b>	<b>0,1%</b>	<b>(3,1)</b>	<b>-0,9%</b>
Rettifiche di proventi (oneri) operativi(1)	13,9	0,8	(33,2)	(1,9)	47,0	(141,8)	-	-	-	-	-	-
<b>Risultato operativo(1)</b>	<b>394,3</b>	<b>21,7</b>	<b>319,4</b>	<b>18,5</b>	<b>75,0</b>	<b>23,5</b>	-	-	-	-	-	-
Proventi (oneri) finanziari	(40,0)	(2,2)	(58,6)	(3,4)	18,5	(31,6)	-	-	-	-	-	-
Rettifiche di proventi (oneri) finanziari(1)	(24,8)	(1,4)	(24,6)	(1,4)	(0,2)	0,7	-	-	-	-	-	-
Proventi (oneri) per put option	(2,8)	(0,2)	0,6	0,0	(3,4)	-	-	-	-	-	-	-
<b>Utile prima delle imposte e degli interessi di minoranza</b>	<b>326,7</b>	<b>18,0</b>	<b>236,7</b>	<b>13,7</b>	<b>90,0</b>	<b>38,0</b>	-	-	-	-	-	-
Imposte	29,7	1,6	(70,5)	(4,1)	100,1	(142,1)	-	-	-	-	-	-
<b>Utile netto</b>	<b>356,4</b>	<b>19,6</b>	<b>166,3</b>	<b>9,6</b>	<b>190,1</b>	<b>114,3</b>	-	-	-	-	-	-
Interessi di minoranza	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Utile netto del Gruppo</b>	<b>356,4</b>	<b>19,6</b>	<b>166,3</b>	<b>9,6</b>	<b>190,1</b>	<b>114,3</b>	-	-	-	-	-	-
<b>Utile del Gruppo prima delle imposte rettificato(1)</b>	<b>337,7</b>	<b>18,6</b>	<b>294,5</b>	<b>17,1</b>	<b>43,1</b>	<b>14,6</b>	-	-	-	-	-	-
<b>Utile netto del Gruppo rettificato(1)</b>	<b>233,4</b>	<b>12,9</b>	<b>198,6</b>	<b>11,5</b>	<b>34,8</b>	<b>17,5</b>	-	-	-	-	-	-
Totale ammortamenti	(57,1)	(3,1)	(52,7)	(3,1)	(4,4)	8,3	(5,6)	10,6%	0,7	-1,4%	0,5	-1,0%
<b>EBITDA rettificato(1)</b>	<b>437,6</b>	<b>24,1</b>	<b>405,3</b>	<b>23,5</b>	<b>32,3</b>	<b>8,0</b>	<b>36,2</b>	<b>8,9%</b>	<b>(0,3)</b>	<b>-0,1%</b>	<b>(3,6)</b>	<b>-0,9%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>451,4</b>	<b>24,9</b>	<b>372,1</b>	<b>21,6</b>	<b>79,3</b>	<b>21,3</b>	<b>83,2</b>	<b>22,4%</b>	<b>(0,3)</b>	<b>-0,1%</b>	<b>(3,6)</b>	<b>-1,0%</b>

Fonte: Bilancio ottico consolidato Gruppo Campari 2017 ricavato dalla banca dati AIDA

## **Vendite nette**

Le vendite nette nel 2016 sono risultate in aumento rispetto all'anno precedente con una variazione complessiva positiva del +4,2%. L'entrata del *brand* Grand Marnier, a partire dal primo luglio 2016, ha comportato un'importante variazione di perimetro registrata a livello vendite. Infatti, le vendite relative al *business* di Grand Marnier sono state pari a €81,5 milioni (€73,8 se si considera solo Grand Marnier) comportando una variazione di perimetro positiva pari al +2,8% e un peso sulle vendite dei *brand* a parità globale pari al 9,9%. In particolare, nel mercato degli Stati Uniti la variazione incrementale di perimetro è stata del +14,7% coerentemente con gli obiettivi dell'acquisizione. Inoltre, in quest'anno tale mercato ha rappresentato la prima area di contribuzione del Gruppo Campari in termini sia di fatturato sia di risultato della gestione corrente.

L'acquisizione di SPML e il conseguente inserimento di Grand Marnier tra i *brand* globali del Gruppo hanno comportato anche un rilevante effetto accrescitivo sui risultati in termini di marginalità con un impatto sul margine lordo pari al +4,9%.

Nel 2017 questo *trend* positivo è proseguito. Le vendite sono aumentate, in particolare in termini di marginalità, grazie a un *mix* vendite realizzato tramite una maggiore concentrazione degli investimenti su prodotti e mercati a più alta marginalità e sui *brand* chiave a priorità globale e regionale, permettendo una minore incidenza del costo del venduto sulle vendite. A ciò ha contribuito soprattutto l'acquisizione di SPML. In USA le vendite hanno chiuso con una crescita organica pari al +3,4%, grazie soprattutto alla buona *performance* di Grand Marnier, e, in linea con gli obiettivi dell'acquisizione, si è realizzata anche una crescita nel *Global Travel Retail* pari al +8,5%.

Quindi, coerentemente con le motivazioni e gli obiettivi dell'acquisizione, le vendite nette a livello complessivo sono aumentate soprattutto a seguito dell'integrazione di SPML, la quale ha permesso a Campari di arricchire la sua offerta espandendosi e consolidandosi ancor più nella fascia di mercato *premium*, aumentando il suo fatturato, il reddito operativo e di conseguenza anche la sua marginalità.

Da quest'analisi si potrebbe ritenere valida la realizzazione di sinergie di fatturato, nonostante la loro realizzazione sia molto più difficile rispetto ad altre tipologie di sinergie. Tale argomento sarà ripreso ed approfondito successivamente all'interno del quarto paragrafo del capitolo.

## **Costo del venduto**

Il costo del venduto invece, se ha subito un incremento nel 2016 rispetto al 2015 (*Figura*

5), è diminuito, anche se di poco, nel 2017 (Figura 6). L'aumento del 2016, tuttavia, è poco rilevante in quanto la sua incidenza sulle vendite è diminuita sia nel 2016 risultando pari al 42,97% contro il 44,65% del 2015, sia nel 2017 risultando pari al 40,81%. Si sono realizzate, dunque, importanti diminuzioni del costo non tanto derivanti da una diminuzione in termini assoluti, che si è realizzata solo nel 2017, bensì dalla diminuzione dell'incidenza del costo sulle vendite nette grazie all'incremento di quest'ultime a cui ha contribuito particolarmente l'acquisizione.

Di seguito verranno illustrate più nello specifico le componenti del costo del venduto sulla base della loro natura, al fine di individuare in modo teorico le possibili sinergie di costo realizzate in relazione alle voci che hanno subito variazioni in aumento o in diminuzione.

Figura 5: Costo del venduto 2015/2016

	2016 € milioni	2015 € milioni
Costo dei materiali e produzione	659,8	655,5
Costi di distribuzione	82,1	84,2
<b>Totale costo del venduto</b>	<b>741,9</b>	<b>739,8</b>
<b>Dettaglio per natura:</b>		
Materie prime e prodotti finiti acquistati da terzi	490,2	480,7
Svalutazioni di magazzino	1,4	3,2
Costi del personale	76,2	73,9
Ammortamenti(*)	37,2	33,4
Utenze	12,9	15,7
Costi per lavorazioni esterne e manutenzioni	39,0	41,2
Costi variabili di trasporto	58,2	59,9
Altri costi	26,9	31,6
<b>Totale costo del venduto</b>	<b>741,9</b>	<b>739,8</b>

(\*) Gli ammortamenti sono al netto di € 1,8 milioni (€ 2,7 milioni nel 2015) sospesi sulle rimanenze finali di liquidi in invecchiamento.

Fonte: Bilancio ottico consolidato Gruppo Campari 2016 ricavato dalla banca dati AIDA

Relativamente al costo del venduto del 2016, le voci materie prime e prodotti finiti acquistati da terzi, costi del personale, ammortamenti hanno segnato un incremento rispetto al 2015. In particolare, i costi del personale, e probabilmente anche gli ammortamenti, sono aumentati per il consolidamento di SPML. Al contrario, sono diminuite le svalutazioni in magazzino, le utenze, i costi per lavorazioni esterne e manutenzioni, i costi variabili di trasporto e altri costi. Diminuzioni, tuttavia, non sufficienti a compensare le voci di aumento, comportando così un costo del venduto in aumento rispetto al 2015.

Il costo del venduto però, a livello più generale, può essere scomposto in costi dei materiali e produzione, e in costi di distribuzione. A tal proposito, si è riscontrata una diminuzione dei costi di distribuzione, probabilmente grazie a sinergie di costo realizzate in forza della perfetta sovrapposizione a livello geografico del *business* acquisito con quello del Gruppo Campari che ha consentito a quest'ultimo di sfruttare al meglio la sua struttura distributiva senza dover sostenere costi aggiuntivi, come da obiettivo.

Figura 6: Costo del venduto 2016/2017

	2017 € milioni	2016 € milioni
Costo dei materiali e produzione	657,6	659,8
Costi di distribuzione	83,5	82,1
<b>Totale costo del venduto</b>	<b>741,1</b>	<b>741,9</b>
<b>Dettaglio per natura:</b>		
Materie prime e prodotti finiti acquistati da terzi	467,6	490,2
Svalutazioni di magazzino	11,9	1,4
Costi del personale	78,4	76,2
Ammortamenti <sup>(1)</sup>	38,0	37,2
Utenze	12,8	12,9
Costi per lavorazioni esterne e manutenzioni	38,1	39,0
Costi variabili di trasporto	59,8	58,2
Altri costi	34,5	26,9
<b>Totale costo del venduto</b>	<b>741,1</b>	<b>741,9</b>

<sup>(1)</sup> Nel 2016 gli ammortamenti erano al netto di € 1,8 milioni sospesi sulle rimanenze finali di liquidi in invecchiamento.

Fonte: Bilancio ottico consolidato Gruppo Campari 2017 ricavato dalla banca dati AIDA

Nel 2017 il costo del venduto ha subito una lieve diminuzione, rimanendo circa stabile. Il costo delle materie prime e dei prodotti finiti acquistati da terzi sono diminuiti, così come i costi per lavorazioni esterne e manutenzioni. Al contrario, le svalutazioni di magazzino, i costi del personale, gli ammortamenti, i costi variabili di trasporto e altri costi sono aumentati. Sono rimaste pressoché stabili le utenze.

Considerando il costo del venduto scomposto nelle due voci, se nel 2016 sono diminuiti i costi di distribuzione, nel 2017 si sono ridotti i costi dei materiali e di produzione, probabilmente grazie alla realizzazione più marcata delle sinergie di costo generate dalle economie di scala e dalle economie di scopo, nonché dal maggiore potere negoziale derivante dall'acquisizione. I costi di distribuzione, anche se aumentati rispetto al 2016, non sono stati superiori a quelli del periodo precedente all'acquisizione, confermando che probabilmente l'utilizzo della medesima rete di distribuzione, favorito dalla sovrapposibilità geografica del *business* acquisito con quello di Campari, non ha comportato alcun costo extra per il Gruppo.

Complessivamente, se questi aspetti da un lato hanno consentito di diminuire, anche se di poco, il costo del venduto in valore assoluto, dall'altro non sono riusciti a diminuire i costi di struttura e di pubblicità e promozione, come si vedrà di seguito.

Nell'analisi dei costi è però importante considerare non solo il loro valore assoluto ma anche la loro incidenza sulle vendite nette. A tal proposito, grazie all'acquisizione Campari ha potuto accrescere in modo significativo le vendite nette, le quali hanno consentito di realizzare una minore incidenza del costo del venduto sia complessivo sia scomposto nelle due voci, aumentando la marginalità del fatturato.

Come si può vedere in *Figura 3* e in *Figura 4*, la differenza tra le vendite nette e il costo del venduto dà luogo al margine lordo, il quale è aumentato in entrambi gli anni in modo

considerevole in buona parte grazie all'acquisizione di Grand Marnier, come precedentemente affermato. La sua incidenza sulle vendite nette è passata dal 55,35% nel 2015 al 57,03% nel 2016, arrivando al 59,20% nel 2017.

### Costi di pubblicità e di promozione

I costi relativi alla pubblicità e alle promozioni hanno subito, invece, un forte incremento in entrambi gli anni, con un relativo aumento anche dell'incidenza di anno in anno. In particolare, nel 2016 tali costi sono risultati in aumento del +5,8% a livello organico e del +5% per l'effetto crescita esterna, mentre nel 2017 l'aumento a livello organico è stato del +9,2% conseguenza della realizzazione di alcune campagne di *marketing* rilevanti e principalmente legate ai *brand* a priorità globale e regionale di cui fa parte anche Grand Marnier. Dunque, l'acquisizione ha contribuito al loro aumento, ma principalmente nel 2016, poiché nell'ultimo trimestre del 2017 si è assistito ad una loro graduale normalizzazione come previsto e probabilmente derivante dalla condivisione di tali costi e dalle efficienze rilasciate dall'integrazione di Grand Marnier. Anche qui, pertanto, l'effetto della realizzazione di sinergie di costo sembra essersi realizzato l'anno successivo.

### Costi di struttura

I costi di struttura, invece, senza considerare le rettifiche di proventi (oneri) operativi, sono aumentati sia nel 2016 (*Figura 7*) sia nel 2017 (*Figura 8*) con un rispettivo aumento dell'incidenza sulle vendite.

*Figura 7: Costi di struttura 2015/2016*

	2016 € milioni	2015 € milioni
Costi di vendita	142,0	133,1
Costi generali e amministrativi	214,6	187,9
<b>Totale costi di struttura</b>	<b>356,6</b>	<b>321,0</b>
Agenti e altri costi variabili di vendita	19,0	18,6
Ammortamenti	14,9	13,2
Costi del personale	185,2	165,4
Viaggi, trasferite, formazione, meeting	28,1	25,2
Utenze	1,5	1,4
Servizi, manutenzioni e assicurazioni	47,0	41,7
Affitti e leasing operativi	11,4	11,5
Altri	16,4	21,0
Rettifiche di proventi (oneri) operativi(1)	33,2	22,9
<b>Totale costi di struttura</b>	<b>356,6</b>	<b>321,0</b>

Fonte: Bilancio ottico consolidato Gruppo Campari 2016 ricavato dalla banca dati AIDA

Nel 2016 l'incremento è dovuto al rafforzamento delle strutture distributive del Gruppo, nello specifico negli Stati Uniti dove si è potenziata la struttura del canale *on premise*, segmento distributivo strategico per tutto il portafoglio di *premium spirit*, soprattutto in

considerazione dell'acquisizione del *brand* Grand Marnier. È vero che l'acquisizione grazie alla sovrapposizione dei *business* a livello geografico non avrebbe dovuto incidere sui costi di distribuzione, e probabilmente non l'ha fatto a livello di piattaforma distributiva che infatti è rimasta la medesima, tuttavia, il fatto di aver acquisito il liquore francese ha portato il Gruppo a dover potenziare la struttura distributiva già utilizzata. In relazione a tali costi, pertanto, non sembrano essersi realizzate sinergie.

I costi di struttura possono essere suddivisi in costi di vendita e costi generali e amministrativi, entrambi in aumento nel 2016 rispetto al 2015. In particolare, coerentemente con il rafforzamento della struttura distributiva, le voci che hanno subito un accrescimento sono state gli agenti e altri costi variabili di vendita, gli ammortamenti, il costo del personale riconducibile anche al consolidamento di SPML, i viaggi e le trasferte, e la voce servizi, manutenzioni e assicurazioni. Contrariamente, sono rimasti stabili le utenze e gli affitti e *leasing* operativi, mentre altri costi hanno subito una diminuzione.

*Figura 8: Costo di struttura 2016/2017*

	2017 € milioni	2016 € milioni
Costi di vendita	151,7	142,0
Costi generali e amministrativi	186,4	214,6
<b>Totale costi di struttura</b>	<b>338,1</b>	<b>356,6</b>
Agenti e altri costi variabili di vendita	11,8	19,0
Ammortamenti	18,5	14,9
Costi del personale	207,7	185,2
Viaggi, trasferte, formazione e <i>meeting</i>	30,4	28,1
Utenze	1,7	1,5
Servizi, manutenzioni e assicurazioni	49,8	47,0
Affitti e <i>leasing</i> operativi	14,2	11,4
Altri	17,7	16,4
<b>Totale costi di struttura prima delle rettifiche di proventi (oneri) operativi</b>	<b>351,9</b>	<b>323,5</b>
Rettifiche di proventi (oneri) operativi <sup>(1)</sup>	(13,9)	33,2
<b>Totale costi di struttura</b>	<b>338,1</b>	<b>356,6</b>

*Fonte: Bilancio ottico consolidato Gruppo Campari 2017 ricavato dalla banca dati AIDA*

Nel 2017, si è continuata tale politica di rafforzamento includendo nel piano anche il canale *Global Travel Retail*, coerentemente con quelli che erano gli obiettivi di integrazione presentati. Negli ultimi mesi dell'anno, nonostante l'aumento, i costi complessivamente sono andati normalizzandosi grazie al progressivo rilascio di efficienze generate dall'integrazione di Grand Marnier.

### **Risultato della gestione corrente (EBIT rettificato)**

A questo punto si determina il risultato della gestione corrente (EBIT rettificato), aumentato in entrambi gli anni sia in termini assoluti, in particolare del +6% nel 2016 e del +7,9% nel 2017, sia in termini d'incidenza sulle vendite pari al 20,42% nel 2016 e pari al 20,95% nel 2017.

Nel 2016 l'impatto derivante dalle variazioni di perimetro sul risultato rettificato è

risultato pari al 4,3%, rispetto al 3,6% organico. In particolare, l'acquisizione ha contribuito al risultato del 2016 per €16,1 milioni influenzando sulla variazione di perimetro solo a partire dal primo luglio con un'incidenza pari al +4,8%.

Nel 2017, invece, l'acquisizione ha influito sulla variazione di perimetro, inferiore rispetto a quella organica, per il solo primo semestre con un'incidenza pari al +3,1%.

L'incremento dell'EBIT rettificato sia in termini di incidenza sia in termini assoluti è dovuto alla significativa crescita delle vendite nette che ha permesso, in primo luogo, di compensare l'aumento del costo del venduto del 2016 diminuendone l'incidenza, e in secondo luogo di compensare i maggiori costi pubblicitari, di struttura e ammortamenti derivanti dal consolidamento di SPML. Quest'ultimi hanno subito un incremento nel 2016, in particolare a livello di perimetro a causa del consolidamento di SPML. Anche nel 2017 sono aumentati, come conseguenza sia degli investimenti effettuati nel periodo sia degli effetti derivanti dalle variazioni di perimetro, riconducibili soprattutto all'acquisizione di SPML. A seguito dell'aumento degli ammortamenti, potrebbero essersi realizzate importanti sinergie finanziarie date dalla possibilità del Gruppo di generare importanti benefici fiscali grazie alla loro deducibilità. Tuttavia, questa considerazione sarà assunta come una possibilità in quanto l'effettivo risultato è difficile da dimostrare a causa della specificità del contesto.

### **Rettifiche operative e risultato operativo non rettificato (EBIT non rettificato)**

Giunti a questo punto, in *Figura 3 e 4* si nota come considerando nel calcolo le rettifiche nette di oneri operativi pari a €33,2 milioni nel 2016, di cui €8,8 milioni accessori per l'acquisizione di SPML, e di proventi operativi pari a €13,9 milioni nel 2017, si arrivi a determinare il risultato operativo non rettificato, il quale è aumentato rispetto all'anno precedente in entrambi i periodi.

Nel 2016 la sua crescita è stata più contenuta risultando pari al +3,1% a causa dell'impatto delle negative rettifiche nette operative precedentemente citate. La sua incidenza sulle vendite nette però, misurata dal *Return On Sales* (ROS), è diminuita rispetto al 2015 evidenziando un ROS pari al 18,50% contro il 18,70% dell'anno precedente. Nel 2017, invece, si è assistito ad una crescita sostenuta pari al +23,5% e il ROS è risultato pari al 21,71% contro il 18,50% del 2016.

Nel 2016 l'incidenza è diminuita a causa delle maggiori rettifiche nette di oneri operativi. Tuttavia, la maggior parte di tali rettifiche (€24,4 milioni) non è riconducibile all'acquisizione, evidenziando che la diminuzione dell'incidenza è dovuta principalmente



a oneri per ristrutturazioni e cessioni di *business non core* a cui poi hanno contribuito negativamente gli oneri per l'acquisizione. Considerando solo le rettifiche dell'acquisizione, e non le altre pari a €24,4 milioni, l'incidenza sarebbe aumentata.

### **Proventi e oneri finanziari, rettifiche finanziarie e reddito ante imposte non rettificato (EBT non rettificato)**

A questo punto, al risultato operativo ottenuto si sono aggiunti (sottratti) i proventi (oneri) finanziari, nonché le relative rettifiche al fine di determinare l'EBT non rettificato.

Nel 2016 gli oneri finanziari netti privi delle rettifiche sono diminuiti, anche in termini di incidenza, rispetto al 2015, comprensivi invece di rettifiche hanno subito un incremento. L'ammontare complessivo è pertanto aumentato sia a livello assoluto sia in termini di incidenza a causa degli effetti delle rettifiche di oneri finanziari del periodo, pari a €24,6 milioni a cui ha contribuito l'acquisizione per €0,6 milioni.

Nel 2017 si è assistito ad una diminuzione degli oneri finanziari netti sia al netto delle rettifiche che al lordo delle stesse pari a €24,8 milioni e relative ad operazioni di *liability management*. Nel complesso quindi in tale anno, considerando le rettifiche, si è osservata una diminuzione degli stessi sia in valore assoluto sia in termini di incidenza.

Considerando gli oneri finanziari netti senza le rettifiche, si è notata una progressiva diminuzione degli stessi dal 2016 in poi, anche in termini di incidenza, forse riconducibile, oltre che alle operazioni di riorganizzazione del passivo e a maggiori proventi, anche alla minore rischiosità della società post-acquisizione in forza di una migliore situazione economico-finanziaria, realizzando così un minore costo del capitale nonostante il maggiore indebitamento. Tale eventuale risultato sarà analizzato più dettagliatamente verso la fine del capitolo al quarto paragrafo, nel calcolo delle sinergie di tasso e di debito mediante il modello della Stratificazione del Valore.

### **Utile netto del Gruppo non rettificato e rettificato**

Dopo aver sottratto al EBIT non rettificato gli oneri finanziari netti e le relative rettifiche, nonché gli oneri (proventi) per *put option*, si determina l'utile netto non rettificato del Gruppo sottraendovi le imposte ed eventuali interessi di minoranza.

L'utile non rettificato al netto della tassazione e degli interessi di minoranza, generato dal Gruppo nel 2016, è risultato pari a €166,3 milioni in diminuzione rispetto ai €175,4 milioni del 2015. Quindi, considerando nel calcolo le rettifiche, l'utile netto del Gruppo si è portato in diminuzione in termini sia assoluti (-5,2%) sia di marginalità sulle vendite

la quale è risultata pari al 9,63% contro il 10,59% del 2015. Questo è dovuto, innanzitutto, alle maggiori rettifiche nette di oneri operativi rispetto all'anno precedente, riconducibili anche all'acquisizione di SPML che ha comportato oneri accessori pari a €8,8 milioni, nonché alle rettifiche nette di oneri finanziari, rispetto a quelle nette di proventi del 2015, riconducibili però solo in minima parte all'acquisizione. Considerando, invece, l'utile netto rettificato, ossia depurato dalle rettifiche di proventi e oneri operativi (€33,2 milioni) e finanziari (€24,6 milioni) dell'anno, nonché dei relativi effetti fiscali e di altre rettifiche fiscali positive, esso è risultato pari a €198,6 milioni in aumento del +7% rispetto a quello del 2015 anch'esso rettificato e pari a €185,6 milioni, evidenziando come l'acquisizione al netto delle relative spese abbia avuto un impatto comunque positivo sul *business*.

Da ciò si evince che rispetto all'anno precedente le voci straordinarie operative e finanziarie, anche relative all'acquisizione, hanno portato alla realizzazione di un utile del 2016 non rettificato inferiore e rettificato superiore. La diminuzione dell'utile però non è imputabile totalmente all'operazione di M&A in quanto i €24,4 milioni di rettifiche di oneri operativi e i €24 milioni di rettifiche di oneri finanziari si sarebbero sostenuti ugualmente, probabilmente portando lo stesso a un utile non rettificato inferiore.

Nel 2017, invece, l'utile netto non rettificato è incrementato più del doppio risultando pari a €356,4 milioni e con una marginalità sulle vendite del 19,63% contro il 9,63% dell'anno precedente, mentre quello rettificato, ossia depurato da tutte le rettifiche nonché dai relativi effetti fiscali e da altre rettifiche fiscali positive, ha continuato il suo *trend* crescente risultando pari a €233,4 milioni confermando l'impatto positivo di SPML sul *business* di Campari. Al contrario dell'esercizio precedente, la considerazione delle voci straordinarie nel calcolo dell'utile ha portato alla realizzazione di un utile non rettificato nettamente superiore rispetto sia a quello non rettificato dell'anno precedente sia a quello rettificato dell'anno considerato. Questo risultato non è però riconducibile all'operazione di M&A in quanto dovuto alle rettifiche nette di proventi operativi per operazioni di cessione, e non di oneri come avveniva nel 2016 riconducibili in parte anche all'acquisizione.

### **Margine operativo lordo (EBITDA)**

L'EBITDA, considerandolo separatamente, sia esso rettificato o no, è risultato in aumento in entrambi gli anni considerati. Nel 2016, nonostante l'aumento di tutti i costi, l'EBITDA è incrementato grazie ai maggiori ricavi realizzati che hanno consentito di realizzare anche una minore incidenza del costo del venduto sulle vendite nette. Nel 2017

si è assistito ad un incremento dell'EBITDA in forza non solo dell'ulteriore aumento delle vendite nette, ma anche della diminuzione del costo del venduto la cui incidenza sulle vendite nette è diminuita nuovamente grazie alle maggiori vendite nette realizzate nell'anno.

Nel 2016 l'EBITDA rettificato è stato pari a €405,3 milioni risultando maggiore di quello non rettificato pari a €372,1 milioni, a causa delle rettifiche nette di oneri operativi di €33,2 milioni di cui €8,8 riconducibili all'acquisizione.

Nel 2017 si è assistito ad un'inversione, ossia l'EBITDA rettificato pari a €437,6 milioni è risultato inferiore rispetto a quello non rettificato pari a €451,4 milioni in quanto, a differenza del precedente esercizio, le rettifiche nette operative sono state positive e pari a €13,9 milioni grazie alle cessioni realizzate che sono riuscite ampiamente a compensare gli oneri di ristrutturazione delle strutture distributive e organizzative, nonché quelli relativi ad acquisizioni e cessioni di *business* realizzati nell'anno.

Rilevanza assumono i risultati derivanti dal rapporto EBITDA/vendite nette che misurano quanto margine operativo lordo l'impresa è in grado di generare per unità di fatturato, ossia la marginalità delle vendite nette. Si tratta di una misura di reddito molto importante in quanto non è influenzata dalle politiche di investimento (attraverso gli ammortamenti) o dai finanziamenti (attraverso gli interessi passivi), e nemmeno dalle misure straordinarie e fiscali (Di Napoli 2019).

Considerando l'EBITDA rettificato, per una valutazione priva delle spese straordinarie, nel 2015 il rapporto è risultato pari al 22,94%, nel 2016 è incrementato diventando pari al 23,48% raggiungendo il 24,10% nel 2017. Si nota, quindi, un progressivo aumento della marginalità del fatturato realizzatosi grazie anche all'introduzione del *brand* Grand Marnier nel portafoglio di Campari. Al contrario, considerando in quest'analisi anche l'impatto che l'acquisizione ha avuto in termini di oneri operativi, si nota come l'incidenza del EBITDA non rettificato sulle vendite nette per l'anno 2015 e 2016 sia rimasta stabile al 21,55%, portandosi al 24,86% nel 2017. L'operazione di M&A, pertanto, in termini di spese straordinarie aggiuntive non ha impattato negativamente sulla marginalità del fatturato, la quale non è aumentata ma nemmeno diminuita rispetto al 2015.

### 3.1.2 Il rendiconto finanziario

Con riferimento al rendiconto finanziario degli anni 2016 (Figura 9) e 2017 (Figura 10) verranno di seguito illustrati i principali impatti derivanti dall'acquisizione di SPML.

Figura 9: Rendiconto finanziario consolidato Gruppo Campari 2015/2016

	Note	2016 € milioni	2015 € milioni
<b>Risultato operativo</b>		<b>319,4</b>	<b>309,8</b>
Rettifiche per riconciliare l'utile operativo al flusso di cassa:			
Ammortamenti	13	52,7	47,4
Plusvalenze da cessioni di immobilizzazioni	12	(3,7)	(5,4)
Svalutazioni immobilizzazioni materiali	12	0,3	0,5
Accantonamenti fondi	38	18,0	1,2
Utilizzo di fondi	38	(2,8)	(11,6)
Svalutazioni <i>goodwill</i> , marchi e <i>business</i> ceduti		-	16,2
Altre voci che non determinano movimenti di cassa		10,8	0,5
Variazione capitale circolante netto operativo		29,9	(9,6)
Altre variazioni di attività e passività non finanziarie		17,3	10,4
Imposte sul reddito pagate		(46,6)	(54,1)
<b>Flusso di cassa generato (assorbito) da attività operative</b>		<b>395,4</b>	<b>305,2</b>
Acquisizione di immobilizzazioni materiali e immateriali	21-22-26	(63,8)	(54,4)
Contributi in conto capitale incassati		-	0,6
Proventi da cessioni di immobilizzazioni materiali	12	7,5	4,7
Variazione crediti e debiti da investimenti in immobilizzazioni		0,2	0,0
Acquisizione e cessione di società o rami d'azienda	7	(429,9)	22,6
Disponibilità liquide società acquisite (1)	7	45,6	0,3
Acquisizioni e cessioni di marchi e diritti		(0,1)	-
Pagamenti di <i>put option</i> e <i>earn out</i>		(0,3)	(0,3)
Interessi attivi incassati		7,0	5,6
Variazione netta dei titoli	27-30	56,6	(47,8)
Chiusura attività a supporto dei piani pensionistici		-	12,6
Dividendi ricevuti		0,9	0,6
Altre variazioni		1,3	0,6
<b>Flusso di cassa generato (assorbito) da attività di investimento</b>		<b>(374,9)</b>	<b>(54,9)</b>
Emissione Eurobond Capogruppo		-	600,0
Utilizzo <i>revolving facility loan</i>		50,0	-
Accensione altri finanziamenti a medio-lungo termine		300,0	-
Accensione debito per futuro esercizio <i>put option</i>		-	0,8
Rimborso private placement Campari America		(719,7)	(86,0)
Altri rimborsi di debiti a medio-lungo termine		(1,9)	(14,8)
Variazione netta dei debiti e finanziamenti verso banche a breve termine		7,4	3,0
Interessi passivi pagati		(103,2)	(61,9)
Variazione altri debiti e crediti finanziari		(9,1)	1,4
Vendita e acquisto azioni proprie	42	(8,1)	(29,0)
Dividendi pagati agli azionisti di minoranza		(1,6)	-
Dividendi pagati dalla Capogruppo	34	(52,1)	(45,7)
<b>Flusso di cassa generato (assorbito) da attività di finanziamento</b>		<b>(538,2)</b>	<b>367,8</b>
Differenze cambio su capitale circolante netto operativo		(2,6)	(5,2)
Altre differenze cambio e altri movimenti di patrimonio netto		30,0	0,5
<b>Differenze cambio e altri movimenti di patrimonio netto</b>		<b>27,4</b>	<b>(4,6)</b>
<b>Variazione netta disponibilità e mezzi equivalenti: aumento (diminuzione)</b>		<b>(490,3)</b>	<b>613,5</b>
Disponibilità e mezzi equivalenti all'inizio del periodo	32	844,3	230,9
Disponibilità e mezzi equivalenti alla fine del periodo	32	354,1	844,3

(1) Si segnala che la cassa acquisita/ceduta in connessione a *business combination/disposal* relatizzate nell'anno pari a € 45,6 milioni, deve essere considerata al netto delle passività finanziarie acquisite, pari a € 21,1 milioni, e di crediti e attività finanziarie, pari a € 9,4 milioni. Per maggiori informazioni si rimanda alla successiva nota 7-'Aggregazioni aziendali'.

Fonte: Bilancio ottico consolidato Gruppo Campari 2016 ricavato dalla banca dati AIDA

Figura 10: Rendiconto finanziario consolidato Gruppo Campari 2016/2017

	Note	2017 € milioni	2016 € milioni
<b>Risultato operativo</b>		<b>394,3</b>	<b>319,4</b>
Ammortamenti	14	57,1	52,7
Plusvalenze da cessioni di immobilizzazioni	13	(5,1)	(3,7)
Svalutazioni immobilizzazioni materiali	13	6,0	0,3
Accantonamenti fondi	39	10,2	18,0
Utilizzo di fondi	39	(5,4)	(2,8)
Plusvalenze da cessioni di <i>business</i>		(49,7)	-
Altre voci che non determinano movimenti di cassa		(8,2)	10,8
Variazione capitale circolante netto operativo		(58,6)	29,9
Altre variazioni di attività e passività non finanziarie		11,7	17,3
Imposte sui redditi pagate		(41,3)	(46,6)
<b>Flusso di cassa generato (assorbito) da attività operative</b>		<b>311,2</b>	<b>395,4</b>
Acquisizione di immobilizzazioni materiali e immateriali	22-23-27	(85,8)	(63,8)
Proventi da cessioni di immobilizzazioni	13	53,1	7,5
Variazione crediti e debiti da investimenti in immobilizzazioni		0,1	0,2
Acquisizione e cessione di società o rami d'azienda	8	123,6	(429,9)
Disponibilità liquide società acquisite	8	-	45,6
Acquisizioni e cessioni di marchi e diritti		(0,2)	(0,1)
Pagamenti di <i>put option</i> ed <i>earn out</i>		(2,3)	(0,3)
Interessi attivi incassati		6,5	7,0
Variazione netta dei titoli	28-31	(0,9)	56,6
Dividendi ricevuti		0,4	0,9
Altre variazioni		-	1,3
<b>Flusso di cassa generato (assorbito) da attività di investimento</b>		<b>94,7</b>	<b>(374,9)</b>
Utilizzo <i>revolving facility loan</i>		180,0	50,0
Accensione altri finanziamenti a medio-lungo termine		0,9	300,0
Rimborso <i>bond</i> e <i>private placement</i>		-	(719,7)
Effetto operazioni di <i>liability management</i>		(23,2)	(24,6)
Rimborso <i>revolving facility loan</i>		(227,7)	-
Altri rimborsi di debiti a medio-lungo termine		(0,4)	(1,9)
Variazione netta dei debiti e finanziamenti verso banche a breve termine		(18,8)	7,4
Interessi passivi pagati		(35,1)	(78,6)
Variazione altri debiti e crediti finanziari		19,4	(9,1)
Vendita e acquisto azioni proprie	43	(53,6)	(8,1)
Dividendi pagati agli azionisti di minoranza		-	(1,6)
Dividendi pagati dalla Capogruppo	35	(52,1)	(52,1)
<b>Flusso di cassa generato (assorbito) da attività di finanziamento</b>		<b>(210,7)</b>	<b>(538,2)</b>
Differenze cambio su capitale circolante netto operativo		49,2	(2,6)
Altre differenze		(83,9)	30,0
<b>Altre differenze incluse differenze cambio</b>		<b>(34,8)</b>	<b>27,4</b>
<b>Variazione netta disponibilità e mezzi equivalenti: aumento (diminuzione)</b>		<b>160,4</b>	<b>(490,3)</b>
Disponibilità e mezzi equivalenti all'inizio del periodo	33	354,1	844,3
Disponibilità e mezzi equivalenti alla fine del periodo	33	514,5	354,1

Fonte: Bilancio ottico consolidato Gruppo Campari 2017 ricavato dalla banca dati AIDA

Il flusso di cassa operativo è aumentato nel 2016 soprattutto grazie a un maggiore risultato operativo conseguito e ad una variazione positiva del capitale circolante netto operativo, generati in buona parte dall'acquisizione. Nel 2017, nonostante il maggior reddito operativo conseguito, tale flusso è diminuito a causa di variazioni negative del capitale circolante netto operativo e di rettifiche relative alle plusvalenze da cessioni dei *business*, rimanendo comunque positivo.

Il flusso di cassa dell'attività di investimento, già negativo, è diminuito drasticamente nel 2016, a causa dell'acquisizione per €489,8 milioni compensata da alcune cessioni. Nel 2017 tale flusso è diventato positivo grazie sia alle cessioni realizzate dal Gruppo, anche di attività derivanti dall'acquisizione, che hanno portato la voce acquisizioni e cessioni di società o rami d'azienda da negativa a positiva, sia ai proventi realizzati dalle cessioni di immobilizzazioni, anche in tal caso in buona parte derivanti dall'acquisizione. Si fa riferimento alla sede a Parigi di SPML.

Il flusso di cassa finanziario, invece, è passato dall'essere positivo nel 2015 all'essere negativo nel 2016 per cause esterne all'acquisizione di SPML, evidenziando una

restituzione regolare dei capitali. Nel 2017 l'ammontare assorbito da tale attività è diminuito pur rimanendo negativo.

La somma dei flussi di cassa delle tre aree, al lordo delle differenze di cambio e altri movimenti di patrimonio netto, ha generato nel 2016 una variazione netta in diminuzione delle disponibilità e mezzi equivalenti pari a €490,3 milioni portando le disponibilità a passare da un ammontare di €844,3 milioni a inizio periodo a €354,1 milioni alla fine del periodo. Nel 2017 la variazione delle disponibilità e mezzi equivalenti è risultata, invece, positiva e pari a €160,4 milioni, comportando un aumento delle disponibilità alla fine del periodo che si sono assestate a €514,5 milioni.

L'acquisizione, quindi, ha comportato effetti negativi in termini di assorbimento dei flussi di cassa dell'attività di investimento nel 2016, i quali effetti però sono stati subito compensati l'anno successivo sia da un maggior reddito operativo in forza della stessa, che ha permesso di attenuare le componenti negative dell'attività operativa, sia dalla componente positiva e non più negativa relativa alle acquisizioni e cessioni di società o rami d'azienda. Pertanto, a livello complessivo, l'operazione di M&A, non ha influenzato così negativamente le disponibilità liquide e i mezzi equivalenti alla fine del periodo di realizzazione poiché rimasti positivi, e anzi l'anno successivo i benefici rilasciati dall'acquisizione hanno compensato in buona parte la diminuzione dell'anno precedente.

### 3.1.3 La posizione finanziaria netta

È importante considerare anche l'indebitamento netto del Gruppo facendo un confronto tra le posizioni finanziarie nette prima dell'acquisizione (*Figura 11*) e dopo (*Figura 12*), al fine di individuare come quest'ultima possa aver impattato a livello di indebitamento netto.

*Figura 11: PFN consolidata Gruppo Campari 2015/2016*

	31 dicembre 2016	31 dicembre 2015	variazione	di cui effetto perimetro per acquisizioni	di cui effetto perimetro per cessioni
	€ milioni	€ milioni	€ milioni	€ milioni	€ milioni
disponibilità liquide e mezzi equivalenti	354,1	844,3	(490,3)	46,6	(1,0)
debiti verso banche	(106,9)	(29,3)	(77,7)	(19,8)	0,5
debiti per leasing immobiliare	(0,0)	(0,1)	0,0	(0,0)	0,1
private placement e prestiti obbligazionari	(0,0)	(441,6)	441,6	-	-
altri crediti e debiti finanziari	(5,7)	50,1	(55,8)	0,9	-
<b>posizione finanziaria netta a breve termine</b>	<b>241,4</b>	<b>423,4</b>	<b>(182,0)</b>	<b>27,6</b>	<b>(0,5)</b>
debiti verso banche	(302,3)	(4,4)	(297,9)	-	0,6
debiti per leasing immobiliare	(2,2)	(2,0)	(0,2)	(0,9)	1,2
private placement e prestiti obbligazionari(*)	(994,6)	(1.266,5)	271,9	-	-
altri crediti e debiti finanziari	55,3	28,2	27,1	5,8	0,0
<b>posizione finanziaria netta a medio-lungo termine</b>	<b>(1.243,7)</b>	<b>(1.244,7)</b>	<b>0,9</b>	<b>4,9</b>	<b>1,8</b>
<b>posizione finanziaria relativa alle attività d'esercizio</b>	<b>(1.002,3)</b>	<b>(821,2)</b>	<b>(181,1)</b>	<b>32,5</b>	<b>1,4</b>
debiti per esercizio put option, pagamento earn out e impegni di acquisto delle azioni SPML	(197,2)	(4,6)	(192,6)	(193,1)	-
<b>posizione finanziaria netta</b>	<b>(1.199,5)</b>	<b>(825,8)</b>	<b>(373,7)</b>	<b>(160,6)</b>	<b>1,4</b>

(\*) Inclusi i relativi derivati.

Fonte: Bilancio ottico consolidato Gruppo Campari 2016 ricavato dalla banca dati AIDA

Nel 2015 la PFN era negativa e pari a €825,8 milioni, nel 2016 è peggiorata raggiungendo un ammontare pari a €1.199,5 milioni<sup>19</sup> con una variazione di €373,7 milioni. Questo maggiore indebitamento finanziario netto è prevalentemente dovuto all'acquisto di SPML che ha comportato un esborso di cassa per €489,8 milioni suddiviso in tre *tranches*: la prima relativa al pagamento di €125,5 milioni per l'acquisto di un primo blocco di azioni SPML, la seconda pari €347,2 milioni tramite OPA, ed infine, l'ultima pari a €17,1 milioni a completamento delle operazioni di *squeeze out*. A ciò si aggiunge il debito per l'acquisto delle quote residuali, pari a €193,1 milioni, iscritto in una particolare voce di bilancio 'debiti per esercizio *put option*, pagamento *earn out*<sup>20</sup> e impegni di acquisto azioni SPML'. Il corrispettivo totale per l'acquisizione, pertanto, è risultato pari a €682,9 milioni (*Equity Value*<sup>21</sup>) a cui è stato sottratto l'indebitamento netto positivo di SPML pari a €32,5 milioni, ossia l'ammontare totale delle attività finanziarie nette acquisite. Tale PFN positiva posseduta dalla società acquisita al momento dell'acquisizione, infatti, ha avuto un impatto positivo sulla PFN del Gruppo e ha permesso di realizzare un valore complessivo netto dell'acquisizione (*Enterprise Value*) pari a €650,4 milioni in termini di impatto netto sulla PFN. Qualora l'acquisizione fosse stata fatta in un momento diverso per cui la PFN di SPML sarebbe stata inferiore o addirittura negativa, non si sarebbero realizzati tali vantaggi che hanno dato la possibilità al Gruppo Campari di migliorare la PFN e di diminuire l'impatto sul fabbisogno di cassa.

Ad esempio, supponendo l'acquisizione nel 2022, il cui contesto macroeconomico è stato caratterizzato dalla guerra in Ucraina e dal conseguente rincaro dei prezzi dell'energia, nonché dall'elevata inflazione, probabilmente la società francese non avrebbe goduto di una PFN così buona. Gli elevati costi e tassi di interesse, oltre a livelli inferiori vendite a causa dell'incremento dell'inflazione, avrebbero potuto portare la società a non avere una PFN positiva o così elevata.

---

<sup>19</sup> Il risultato non è comprensivo delle riclassifiche ai valori patrimoniali di apertura 2017. In tal caso l'ammontare della PFN sarebbe pari a €1.192,4 milioni.

<sup>20</sup> Sistema di clausole contrattuali che mirano a ridurre il rischio di una società derivante dall'acquisto di un'altra. Sono di fatto sistemi di pagamento in più *tranches*. Infatti, il mancato accordo sul prezzo oppure incertezze sul futuro della società acquisita, relative alla sua *performance* o alla sua integrazione, spingono l'acquirente a proporre un pagamento in parte fisso e in parte variabile subordinato alle *performances* ottenute dalla società acquisita in un periodo di tempo prestabilito (Borsa Italiana 2011d).

<sup>21</sup> L'*Equity Value* è il valore reale dell'impresa sul quale vengono determinate le percentuali azionarie dei soci. Essendo la prima componente del calcolo dell'*Enterprise Value* presentato in nota n.18, si calcola aggiungendo (sottraendo) all'*Enterprise Value* la posizione finanziaria netta positiva (negativa) (Leone, s.d.). In questo caso, si è aggiunta la PFN positiva di SPML pari a €32,5 milioni.

Figura 12: PFN consolidata Gruppo Campari 2016/2017

	31 dicembre 2017	31 dicembre 2016 <sup>(*)</sup>	variazione
	€ milioni	€ milioni	€ milioni
disponibilità liquide e mezzi equivalenti	514,5	354,1	160,4
debiti verso banche	(17,6)	(106,9)	89,3
debiti per <i>leasing</i> immobiliare	(0,1)	(0,0)	(0,1)
altri crediti e debiti finanziari	0,2	(5,7)	5,9
<b>posizione finanziaria netta a breve termine</b>	<b>496,9</b>	<b>241,4</b>	<b>255,5</b>
debiti verso banche	(300,4)	(302,3)	1,8
debiti per <i>leasing</i> immobiliare	(1,3)	(2,2)	0,8
<i>private placement</i> e prestiti obbligazionari <sup>(†)</sup>	(996,3)	(994,6)	(1,7)
altri crediti e debiti finanziari	37,8	55,3	(17,5)
<b>posizione finanziaria netta a medio-lungo termine</b>	<b>(1.260,3)</b>	<b>(1.243,7)</b>	<b>(16,6)</b>
<b>posizione finanziaria relativa alle attività di esercizio</b>	<b>(763,4)</b>	<b>(1.002,3)</b>	<b>239,0</b>
debiti per esercizio <i>put option</i> ed <i>earn out</i>	(218,2)	(190,0)	(28,1)
<b>posizione finanziaria netta</b>	<b>(981,5)</b>	<b>(1.192,4)</b>	<b>210,8</b>

<sup>(†)</sup>Inclusi i relativi derivati al 31 dicembre 2016.

<sup>(\*)</sup>Per le informazioni sulle riclassifiche ai valori patrimoniali di apertura si rinvia alla nota 7- 'Riclassifiche ai valori patrimoniali di apertura' della Relazione finanziaria annuale.

Fonte: Bilancio ottico consolidato Gruppo Campari 2017 ricavato dalla banca dati AIDA

Nel 2017 la PFN è migliorata risultando pari a €981,5 milioni, in diminuzione per €210,8 milioni<sup>22</sup> grazie alle maggiori disponibilità liquide e mezzi equivalenti, precedentemente commentate, nonché ai minori debiti bancari a breve termine. L'anno precedente l'indebitamento finanziario netto aveva subito un importante aumento in negativo a causa dell'acquisizione di SPML in particolare, che aveva avuto un'influenza significativa sulle disponibilità liquide e sui debiti per l'acquisto delle quote residuali.

In conclusione, l'acquisizione ha comportato un peggioramento momentaneo della PFN, poiché già a partire dall'anno successivo il maggiore EBIT raggiunto, anche grazie all'acquisizione, e i flussi generati da un lato dall'attività di investimento, grazie anche alle cessioni di *business*, e dall'altro dall'attività finanziaria, sono stati in grado di compensare in buona parte il peggioramento generato nell'anno precedente portando alla realizzazione di maggiori disponibilità liquide e mezzi equivalenti e ad un miglioramento della PFN. L'operazione di M&A ha, quindi, contribuito in modo significativo alla creazione di benefici in grado di compensare il costo complessivo derivante dalla stessa. Ad esempio, oltre al maggiore reddito operativo e alla cessione di due aziende vinicole in Francia e Cile<sup>23</sup>, la cessione della sede di SPML a Parigi ha comportato un effetto positivo sulla liquidità del 2017 per €35,3 milioni<sup>24</sup>. Ulteriore esempio è la proprietà immobiliare Villa Les Cèdres, che si trova a Saint-Jean-Cap-Ferrat in Francia venduta per €80 milioni nel 2019, generando un impatto positivo di cassa sui conti di Campari

<sup>22</sup> Calcolato sulla PFN del 2016 con riclassifiche ai valori patrimoniali di apertura 2017 e pari a €1.192,4 milioni.

<sup>23</sup> La cessione dei *business non core* vini Lapostolle e vini Sancerre, entrati a far parte del Gruppo con l'acquisizione, non ha avuto particolari effetti economici per il Gruppo essendo i valori di cessione allineati con quelli di acquisizione. Tali ammontare si ritrovano alla voce 'acquisizione o cessione di società o rami d'azienda' nel rendiconto finanziario consolidato 2017.

<sup>24</sup> Tale ammontare rientra tra i proventi da cessioni di immobilizzazioni all'interno dell'area dell'attività di investimento nel rendiconto finanziario consolidato 2017.



(VirtùQuotidiane 2019).

#### 3.1.4 *Lo stato patrimoniale*

Con riferimento allo stato patrimoniale si evidenzieranno i maggiori effetti derivanti dall'acquisizione della società francese.

Nel 2016, l'acquisizione ha comportato un incremento delle attività sia non correnti come le immobilizzazioni materiali nette derivanti dalle attività in Francia e Cile, le attività biologiche come piantagioni di arance e vigneti possedute da SPML, le sue proprietà immobiliari, le attività immateriali in termini di marchi e avviamento, sia correnti come le rimanenze e i crediti commerciali e finanziari.

Le disponibilità liquide e mezzi equivalenti, invece, sono diminuite con l'operazione di M&A in quanto, come già precedentemente affermato, finanziata con la liquidità disponibile del Gruppo comportando un esborso di cassa di €489,8 milioni.

Se da un lato l'acquisizione ha comportato un aumento delle attività, dall'altro ha comportato un incremento del fondo rischi e dei debiti. Ad esempio, di quelli per *put option* ed *earn-out* relativi agli impegni che il Gruppo Campari ha nei confronti di SPML per un ammontare di €190,8 milioni a lungo e di €2,3 milioni a breve da realizzare entro il 2021, nonché di quelli verso banche e commerciali per il consolidamento dei debiti facenti capo alle società del gruppo SPML.

#### 3.1.5 *L'andamento del business*

Nel 2016 si è assistito ad una crescita sostenuta del *business* rispetto al 2015, in termini sia di variazione organiche a livello di vendite sia di risultati complessivi, e di tutti gli indicatori di profittabilità operativa grazie ad un andamento dei *brand* a priorità globale e regionale nei mercati sviluppati ad elevata marginalità superiore alla crescita media del Gruppo, anche grazie all'introduzione di Grand Marnier, generando un aumento della marginalità. A questo, l'acquisizione di SPML ha contribuito in modo sostanziale poiché ha permesso a Campari di evolvere ed arricchire il suo *mix* di prodotto per *brand* e mercato. Inoltre, l'andamento di tale marginalità operativa ha riflesso l'attesa accelerazione degli investimenti in promozioni e pubblicità, e nel rafforzamento delle strutture distributive del Gruppo in particolare negli Stati Uniti e in Sud Africa.

Il risultato netto non rettificato nel 2016 è stato il riflesso di una serie di iniziative intraprese dal Gruppo, come l'acquisizione di SPML, al fine di migliorarne il

posizionamento futuro dal punto di vista finanziario, di portafoglio *brand* e di struttura distributiva. Nel momento in cui tale utile è stato rettificato degli oneri sopracitati, si è assistito ad una solida crescita in quanto superiore a quello del precedente esercizio.

L'andamento del *business* nell'anno 2017 ha beneficiato ancora di più del consolidamento di SPML, in particolare del *brand* Grand Marnier. Infatti, in tale anno si è riscontrata una crescita ancora più elevata dei prodotti a priorità globale, i quali hanno continuato ad avere una *performance* superiore alla media del Gruppo generando una significativa espansione della marginalità lorda a livello organico sulle vendite. Questo ha permesso di compensare e quindi di normalizzare gli investimenti in pubblicità e il potenziamento distributivo del Gruppo.

### **3.2 L'analisi della situazione finanziaria del Gruppo FRI-EL prima e dopo l'acquisizione: l'impatto del processo acquisitivo sulla situazione economico-finanziaria**

L'acquisizione del Gruppo FRI-EL Green Power è di tipo orizzontale. Anche in questo caso, infatti, si è acquisita una società con un *business* affine che non si trovava all'interno della sua catena del valore, con l'obiettivo di incrementare la capacità installata e produttiva e la quota di mercato a livello nazionale e internazionale, di generare economie di scala, di condividere alcuni costi, nonché di incrementare la capacità di indebitamento a seguito della migliore meritevolezza creditizia che si sarebbe realizzata ed infine di ridurre la rischiosità.

#### *3.2.1 Il conto economico*

Al fine di comprendere gli effetti realizzati dall'operazione di M&A nei confronti del Gruppo FRI-EL, si sono confrontati i conti economici consolidati del Gruppo degli anni 2017 e 2018<sup>25</sup> (*Figura 13*) facendo un focus sul comparto eolico, protagonista dell'acquisizione, sulla base del conto economico consolidato per settori (Appendice A). I maggiori effetti si risconteranno nel bilancio consolidato del 2018, poiché l'operazione concludendosi in dicembre 2017 ha generato in tale anno un impatto in FRI-EL limitato ad un solo mese.

---

<sup>25</sup> Nel 2017 il contributo apportato da Alerion era limitato ad un solo mese, rendendo il paragone relativo agli anni 2016 e 2017 poco proficuo in termini di valutazione degli effetti dell'acquisizione. Pertanto, si è ritenuto più significativo il raffronto tra gli anni 2017 e 2018.

Figura 13: Conto economico consolidato Gruppo FRI-EL 2017/2018

Euro migliaia	Note	31/12/2018	di cui con parti correlate	31/12/2017	di cui con parti correlate
<b>Ricavi operativi</b>					
Ricavi vendita energia		143.570		129.458	
Ricavi da tariffa incentivante		75.133		49.667	
<b>Totale ricavi operativi</b>	<b>24.</b>	<b>218.703</b>		<b>179.126</b>	
<b>Altri ricavi e proventi diversi</b>	<b>25.</b>	<b>23.434</b>	<b>4.768</b>	<b>28.002</b>	<b>4.868</b>
<b>TOTALE RICAVI e PROVENTI</b>		<b>242.137</b>		<b>207.128</b>	
<b>Costi operativi</b>					
Capitalizzazioni interne	26.	59		6	
Costi per materie prime	27.	(90.720)	(55.644)	(105.255)	(254)
Costi del personale	28.	(13.736)		(10.543)	
Altri costi operativi	29.	(41.129)	(2.182)	(30.942)	(2.020)
Ammortamenti e rettifiche di valore	30.	(48.789)		(26.453)	
Accantonamenti per rischi	31.	(861)		(1.769)	
<b>Costi operativi</b>		<b>(195.176)</b>		<b>(174.957)</b>	
<b>Variazione delle partecipazioni valutate con il metodo del patrimonio netto</b>	<b>32.</b>	<b>39.513</b>	<b>39.502</b>	<b>24.008</b>	<b>24.006</b>
<b>RISULTATO OPERATIVO</b>		<b>86.474</b>		<b>56.179</b>	
<b>Proventi finanziari</b>		<b>972</b>	<b>608</b>	<b>1.741</b>	<b>599</b>
<b>Oneri finanziari</b>		<b>(24.929)</b>	<b>(115)</b>	<b>(7.097)</b>	<b>(73)</b>
<b>Proventi (oneri) finanziari</b>	<b>33.</b>	<b>(23.957)</b>		<b>(5.356)</b>	
<b>RISULTATO ANTE IMPOSTE</b>		<b>62.517</b>		<b>50.823</b>	
<b>Correnti</b>		<b>(13.697)</b>		<b>(6.913)</b>	
<b>Differite</b>		<b>3.786</b>		<b>634</b>	
<b>Imposte del periodo</b>	<b>34.</b>	<b>(9.911)</b>		<b>(6.279)</b>	
<b>RISULTATO NETTO DELL'ESERCIZIO</b>		<b>52.606</b>		<b>44.544</b>	
<b>Attribuibile a:</b>					
<b>Soci della Controlante</b>		<b>50.121</b>		<b>42.350</b>	
<b>Interessenze di pertinenza di terzi</b>		<b>2.485</b>		<b>2.194</b>	

Fonte: Bilancio ottico consolidato Gruppo FRI-EL 2018 ricavato dalla banca dati AIDA

## Ricavi operativi

Dal 2017 al 2018 i ricavi operativi, in particolare quelli derivanti dalla vendita di energia elettrica, hanno segnato un importante aumento coerentemente con quelli che erano gli obiettivi dell'acquisizione. Infatti, analizzandone nello specifico la provenienza, la maggior parte derivava dal settore *holding* ed eolico per un ammontare pari al 63,75%, unico settore che ha realizzato un'importante crescita sia nei ricavi sia nella produzione la quale è aumentata più del doppio con una variazione pari a +303.481 Megawattora (MWh) sulla variazione totale di +320.795 MWh. A livello generale e nello specifico in

tale comparto sembrano, quindi, essersi realizzate importanti sinergie di fatturato derivanti dall'operazione di M&A. A tal proposito, per un'analisi più dettagliata si rimanda al quarto paragrafo di questo capitolo.

Nel 2018 si è quindi riscontrato non solo un incremento dei ricavi operativi, ma anche della produzione di energia e della relativa capacità installata, soprattutto eolica, e riconducibile principalmente al consolidamento per l'intero esercizio del Gruppo Alerion. I ricavi operativi in aumento possono essere ricondotti sia ad una maggiore capacità installata e quindi produzione e relativa vendita, sia all'aumento del prezzo medio di cessione dell'energia elettrica degli impianti eolici pari a €59,45 per MWh contro i €47,30 per MWh del 2017.

L'energia eolica ha così rappresentato per FRI-EL l'attività maggiormente consolidata del Gruppo con un totale di 34 parchi eolici in esercizio, in netto aumento rispetto a prima grazie all'acquisizione della società energetica Alerion che ha portato all'introduzione di 13 parchi eolici di cui uno fuori dal confine italiano, e un cospicuo numero di progetti in costruzione e sviluppo. Pertanto, il *mix* produttivo energetico del Gruppo FRI-EL nel 2018, in termini di MWh prodotti, è mutato a favore dell'eolico passando dal +25% nel 2017 al +133% nel 2018 in conseguenza dell'acquisizione e del consolidamento integrale delle società del Gruppo Alerion.

Ai ricavi operativi si sono aggiunti poi altri ricavi e proventi diversi, in diminuzione rispetto all'anno precedente.

## **Costi operativi**

### **Costi per materie prime**

I costi per materie prime possono essere suddivisi in costi per materie prime e materiale di consumo, e nelle relative variazioni delle rimanenze.

Complessivamente nel 2018 si è assistito ad una riduzione di tale costo e della sua incidenza sui ricavi operativi che è passata dal 58,76% al 41,48%, in particolare di quelli per l'acquisto di materiali, per l'acquisto dell'energia per il *trading*, di quelli per il trasporto, degli oneri da sbilanciamento e accessori di acquisto. La diminuzione di ogni singola voce non è particolarmente marcata e a livello generale non può essere ricondotta totalmente all'acquisizione. La diminuzione più sostanziale si è riscontrata nei costi di acquisto di energia per il *trading* da parte della società FRI-EL Trading Srl, la cui attività consiste nell'acquistare energia elettrica dalle società operative del Gruppo per commercializzarla sul mercato. In tale esercizio la società ha operato su volumi

nettamente inferiori rispetto all'anno precedente, modificando parzialmente il portafoglio dei clienti Intercompany.

Se si analizza il costo per materie prime in riferimento ai diversi settori (Appendice A), è il settore eolico, oggetto dell'acquisizione, ad essersi ritrovato con un minore costo e con una minore incidenza sui ricavi operativi pari al 44,17% contro il 75,21% del precedente esercizio. Pertanto, la riduzione complessiva che si è riscontrata, attraverso un'analisi più dettagliata, potrebbe essere imputabile anche all'acquisizione di Alerion la quale potrebbe aver generato un efficientamento in termini di costo, in particolare sinergie di costo delle materie prime e materiali di consumo grazie ad esempio alla realizzazione di economie di scala, al maggiore potere negoziale acquisito, allo sfruttamento di contratti più vantaggiosi stipulati da Alerion o a seguito della condivisione di costi di sviluppo tecnologico e di realizzazione.

### **Costi del personale**

I costi del personale hanno subito un significativo incremento nel 2018 rispetto al precedente anno anche in termini di incidenza sui ricavi operativi che è passata dal 5,89% al 6,28%, soprattutto per effetto del consolidamento di Alerion per 12 mesi a differenza del 2017 dove l'impatto era limitato ad un solo mese. In particolare, si è assistito ad un aumento dei dirigenti, dei quadri e degli operai, probabilmente dovuto alle maggiori dimensioni conseguite, ai maggiori impianti ed alla più elevata capacità produttiva installata. Infatti, effettuando un'analisi più dettagliata a livello di settore (Appendice A), il maggiore incremento dei costi del personale, anche in termini di incidenza, si è riscontrato proprio in quello eolico. Sotto questo punto di vista non sembrano quindi essersi realizzate sinergie di costo per effetto dell'acquisizione.

### **Altri costi operativi**

Gli altri costi operativi<sup>26</sup> si suddividono in costi per servizi e per godimento beni di terzi, entrambi aumentati nel 2018 rispetto al precedente esercizio. Complessivamente tale voce ha subito un incremento anche in termini di incidenza sui ricavi operativi, la quale è passata dal 17,27% al 18,81%.

In particolare, a seguito dell'acquisizione di Alerion sono aumentati nei costi per servizi i costi per le assicurazioni e quelli per le manutenzioni anche se, al netto di tale

---

<sup>26</sup> Tali costi non sono comprensivi della voce 'Capitalizzazioni interne' a differenza di quanto si riscontra nell'Appendice A relativa al conto economico consolidato per settori.

operazione, nel settore eolico questi costi sarebbero dovuti diminuire per effetto della rinegoziazione dei contratti di *Operation and Maintenance* (O&M). Altri costi all'interno di tale voce sono aumentati per il normale svolgimento dell'attività. Sono diminuiti, invece, quelli relativi ai servizi amministrativi, elevati nel precedente esercizio per l'esecuzione dell'operazione di Offerta Pubblica di Acquisto sulle azioni della società Alerion.

Come nel caso precedente, l'incremento di questa voce 'Altri costi operativi' si è riscontrato quasi solamente nel settore eolico (Appendice A), confermando che il maggior incremento è imputabile anche in buona parte all'acquisizione la quale, quindi, non sembra aver portato alla realizzazione di sinergie di costo in tale ambito.

Con riferimento alla *Figura 13*, gli ammortamenti non sono stati considerati separatamente bensì all'interno dei costi operativi<sup>27</sup>, i quali complessivamente sono aumentati nel 2018 apparentemente a causa dell'operazione di M&A conclusa in dicembre 2017 per le considerazioni precedentemente fatte, ma in realtà questo è avvenuto per l'aumento degli ammortamenti che si è prodotto anche in termini di incidenza. Infatti, se questi ultimi non si scorporano, a livello generale non sembrano realizzarsi importanti sinergie di costo dall'acquisizione, le quali sono al massimo riscontrabili nella diminuzione dei costi delle materie prime mediante un'analisi più dettagliata. Tuttavia, se in termini assoluti i costi operativi sembrano essere aumentati, in termini di incidenza sui ricavi operativi essi sono diminuiti rispetto all'esercizio precedente passando da un'incidenza del 97,67% a una del 89,24%. Tale importante risultato si deve all'aumento dei ricavi in linea con gli obiettivi e con le motivazioni che hanno spinto l'acquisizione. Con l'acquisizione, infatti, si è effettivamente generata una maggiore capacità installata e quindi una conseguente maggiore produzione di energia, in particolare eolica, che ha permesso di incrementare le vendite e dunque il fatturato, realizzando una diminuzione dell'incidenza dei costi operativi e un aumento della marginalità dei ricavi.

Se si considerano gli ammortamenti separatamente (Appendice A), i costi operativi complessivi del 2018 sono diminuiti rispetto al 2017, sia in valore assoluto sia in termini di incidenza sui ricavi operativi, la quale è passata dal 82,90% nel 2017 al 66,93% nel 2018.

---

<sup>27</sup> I costi operativi si considerano comprensivi delle voci 'Capitalizzazioni interne' e 'Accantonamenti per rischi'.

Da ciò ne deriva innanzitutto che l'aumento dei costi operativi in valore assoluto, riscontrato in *Figura 13*, è imputabile totalmente agli ammortamenti, e che anche se i costi del personale e gli altri costi operativi sono aumentati rispetto al precedente esercizio, al netto degli ammortamenti, la diminuzione dei costi delle materie prime è riuscita a compensarne l'aumento. Inoltre, come precedentemente affermato, i costi del personale e gli altri costi operativi sono aumentati principalmente nel settore eolico così come la diminuzione di quelli per le materie prime, conseguenza del fatto che l'acquisizione di Alerion ha probabilmente portato alla realizzazione di importati sinergie di costo delle materie prime che hanno permesso, al netto degli ammortamenti, di ridurre i costi operativi complessivi e di ridurre ulteriormente la loro incidenza sui ricavi operativi grazie all'effetto combinato aumento ricavi-diminuzione costi.

Considerando, dunque, i costi operativi totali privi di ammortamento, sembrano essersi realizzate importanti sinergie di costo, le quali saranno maggiormente analizzate nel quarto paragrafo di questo capitolo.

### **Margine operativo lordo (EBITDA)**

Se si considerano gli ammortamenti separatamente, una volta calcolati e sottratti i costi operativi ai ricavi, si aggiungono i risultati delle società in *joint venture* e *associates* e si determina l'EBITDA, ossia il margine operativo lordo (Appendice A). Tale valore è risultato in netto aumento nel 2018 rispetto al precedente esercizio ed è totalmente riconducibile al settore eolico e, dunque, all'operazione di acquisizione nei confronti di Alerion poiché all'interno di tale divisione l'EBITDA è raddoppiato. L'acquisizione, infatti, ha consentito al Gruppo da un lato di incrementare notevolmente la produzione di energia, soprattutto eolica, e di conseguenza i ricavi operativi, apparentemente realizzando importanti sinergie di fatturato, che hanno portato i costi operativi a diminuire in termini di incidenza, e dall'altro di realizzare apparentemente importanti sinergie di costo che hanno visto coinvolte le materie prime la cui diminuzione è riuscita a compensare l'incremento dei costi del personale e degli altri costi operativi, comportando una diminuzione dei costi operativi complessivi in valore assoluto.

Considerando il rapporto EBITDA/ricavi operativi, si è riscontrato un notevole aumento della marginalità delle vendite, ossia di margine operativo lordo generato per unità di fatturato, in quanto risultato pari al 61,85% dal 46,13% dell'esercizio precedente. Tale risultato si deve all'operazione di M&A poiché con riferimento al settore eolico, lo stesso è risultato pari al 74,52% contro il 53,72% del 2017, distaccandosi significativamente

dagli altri settori, i quali hanno mantenuto lo stesso *trend* dell'esercizio precedente.

### **Ammortamenti e rettifiche di valore**

Al fine di calcolare il risultato operativo (EBIT) è necessario sottrarre dal precedente risultato gli ammortamenti. A livello complessivo si è riscontrato un sostanziale aumento di questi che, nel 2018, sono quasi raddoppiati rispetto all'esercizio precedente. L'incremento è totalmente riconducibile all'acquisizione di Alerion e al consolidamento delle relative società. Infatti, con riferimento ai diversi settori (Appendice A), gli ammortamenti sono rimasti praticamente stabili ad eccezione di quelli nel comparto eolico il cui ammontare è passato da €12.711 migliaia a €33.983 migliaia. L'aumento di tale voce, in conseguenza dell'acquisizione, potrebbe aver portato alla realizzazione di sinergie finanziarie in termini di maggiori flussi di cassa grazie ai benefici fiscali conseguibili per la deducibilità degli ammortamenti. Tuttavia, tale argomentazione è difficile da dimostrare per cui verrà considerata solamente come una possibile opzione.

### **Risultato operativo (EBIT)**

Il risultato operativo, nonostante gli elevati ammortamenti, si è rivelato in netto aumento rispetto a quello del precedente esercizio sia in termini assoluti sia in termini di incidenza sui ricavi operativi, la quale è risultata pari al 39,54% nel 2018 contro il 31,36% del 2017. In particolare, l'EBIT è aumentato maggiormente nel settore eolico rispetto agli altri settori (Appendice A) anche in termini di incidenza a conferma del fatto che l'acquisizione ha portato alla realizzazione di una maggiore marginalità dei ricavi operativi e redditività delle vendite, derivanti dall'incremento della produzione di energia eolica e successiva vendita grazie al consolidamento degli impianti di produzione di Alerion.

### **Proventi e oneri finanziari**

Al fine di calcolare il reddito ante imposte (EBT) è necessario aggiungere (sottrarre) al reddito operativo i proventi (oneri) finanziari.

Complessivamente, nel 2018 si è rilevato un incremento degli oneri finanziari netti pari a quasi quattro volte quelli dell'anno precedente con un'incidenza sui ricavi operativi che è passata dal 2,99% al 10,95%. Tale incremento, riscontrato totalmente nel settore eolico poiché negli altri settori essi sono diminuiti (Appendice A), è riconducibile all'acquisizione di Alerion che ha portato al consolidamento delle relative società per



l'intero esercizio a differenza dell'anno precedente, nonché ai finanziamenti richiesti dalla stessa nel corso dell'esercizio (vedi par. 3.2.3). In particolare, si sono riscontrati aumenti alle voci 'Interessi passivi bancari e finanziamenti a medio lungo termine', 'Oneri finanziari su obbligazioni e titoli', 'Altri oneri finanziari'.

### **Reddito ante imposte (EBT)**

L'EBT a livello generale è risultato in aumento nel 2018 rispetto all'esercizio precedente, e sembrerebbe soprattutto grazie al settore eolico il cui reddito ante imposte ha evidenziato la crescita più significativa rispetto agli altri settori (Appendice A). L'aumento si è ottenuto anche in termini di marginalità sui ricavi operativi risultante pari al 28,59% contro il 28,37% del 2017, nonostante i maggiori oneri finanziari netti anche in termini di incidenza.

Tuttavia, nel dettaglio, l'EBT del settore eolico se in termini assoluti è aumentato, in termini di marginalità sui ricavi operativi è diminuito passando dal 38,87% al 34,74% a causa dei maggiori oneri finanziari realizzatisi nel comparto eolico.

Obiettivo dell'acquisizione era anche aumentare la capacità di indebitamento del Gruppo grazie ad una maggiore stabilità realizzata, con un conseguente minore costo del capitale derivante da una minore rischiosità e apparentemente, ciò sembrerebbe non essersi realizzato visto l'aumento degli oneri finanziari netti. In realtà le sinergie finanziarie potrebbero essersi realizzate e a questo punto l'incremento degli oneri finanziari nell'eolico, nonostante la minore rischiosità e il minore costo del capitale forse ottenuto, potrebbe essere ricondotto a un maggiore indebitamento non solo acquisito da Alerion ma anche realizzato ex novo per nuovi investimenti di settore grazie ad una maggiore capacità di indebitamento del nuovo complesso. A tal proposito, in questo capitolo nel quarto paragrafo, verranno calcolate le sinergie di tasso mediante il modello della Stratificazione del Valore al fine di verificare se effettivamente, l'operazione di M&A abbia consentito alla nuova entità di ottenere un minore costo del capitale in forza di una minore rischiosità rispetto a quello posseduto dalle due società singolarmente. Si valuteranno anche le sinergie di debito al fine di verificare l'eventuale aumento della capacità di indebitamento che, ottenuto grazie alla migliore stabilità e meritevolezza creditizia realizzata, potrebbe aver consentito al Gruppo di generare scudi fiscali e ottenere così un maggiore valore del complesso risultante.

## **Risultato netto di Gruppo**

L'utile netto generato nel 2018 è risultato superiore a quello realizzato nel 2017, nonostante i maggiori ammortamenti e oneri finanziari, ma la sua marginalità sui ricavi operativi pari al 24,05% è risultata in diminuzione rispetto a quella dell'esercizio precedente pari al 24,87%. Tale minore marginalità, tuttavia, non può essere riconducibile agli elevati oneri finanziari caratterizzati da un notevole aumento anche in termini di incidenza, in quanto il reddito ante imposte (EBT) è risultato maggiore nel 2018 sia in valori assoluti che in termini di incidenza. Sicuramente gli oneri finanziari hanno contribuito alla diminuzione della marginalità del risultato netto, ma l'EBT a tale livello riusciva a mantenere ancora una certa marginalità. Sono le imposte, dunque, ad aver impattato negativamente sulla marginalità del risultato netto, in particolare su quella del settore eolico già fortemente penalizzata dagli oneri finanziari netti.

Se poi al risultato netto si sottraggono gli utili di competenza di terzi, realizzati nel settore eolico e in parte in quello biogas ed idroelettrico, si determina il risultato netto di Gruppo. Anche in tal caso il valore è aumentato rispetto al 2017, tuttavia, in termini di marginalità sui ricavi operativi è diminuito in relazione alle precedenti considerazioni.

### 3.2.2 Il rendiconto finanziario

Di seguito, come per Campari, verrà analizzato il rendiconto finanziario degli anni 2017 (Figura 14) e 2018 (Figura 15), al fine di cogliere gli impatti maggiori che l'acquisizione ha avuto su di esso.

Figura 14: Rendiconto finanziario consolidato Gruppo FRI-EL 2016/2017

Euro migliaia	31/12/2017	di cui con parti correlate	31/12/2016	di cui con parti correlate
<b>A. Flussi finanziari dell'attività operativa</b>				
<b>Utile (perdita) del periodo</b>	<b>44.544</b>		<b>22.578</b>	
Rettifiche per:				
Imposte correnti	6.913	-	707	-
Interessi ed altri oneri finanziari rilevati nel periodo	7.097	73	6.833	58
Interessi ed altri proventi finanziari rilevati nel periodo	(1.741)	(599)	(857)	(743)
Distribuzioni dividendi e/o riserve da partecipate	(25.141)	(25.141)	(14.430)	(14.430)
Increm (decrem) delle imposte anticipate/differite	(4.532)	-	2.621	-
Increm (decrem) del fondo TFR	1.303	-	218	-
Increm (decrem) fondo rischi ed oneri	9.440	-	(218)	-
Ammortamenti e rettifiche di valore	26.145	-	24.349	-
Risultato delle partecipaz al PN, al netto delle distribuz	-	-	77	77
<b>Totale flussi finanziari da gestione corrente</b>	<b>64.028</b>		<b>41.878</b>	
Increm (decrem) delle rimanenze	(1.205)	-	(2.046)	-
Increm (decrem) dei crediti comm ed altre attività	(31.563)	(48)	(2.697)	(374)
Increm (decrem) dei debiti comm ed altre passività	17.576	5.167	(945)	233
<b>Totale flussi finanziari da variazione circolante</b>	<b>(15.193)</b>		<b>(5.688)</b>	
Imposte sul reddito pagate	(1.268)	1.099	(2.915)	1.260
<b>Totale flussi finanziari dell'attività operativa</b>	<b>47.567</b>		<b>33.275</b>	
<b>B. Flussi finanziari da attività di investimento</b>				
(Investim) disinvestim in immobilizz immateriali	(4.930)	-	29	-
(Investim) disinvestim in immobilizz materiali	(262.808)	-	(9.130)	-
(Investim) disinvestim in investimenti immobiliari	(801)	-	(37)	-
(Investim) disinvestim in partecipazioni	(386)	(386)	(34.114)	(34.114)
Distribuzioni dividendi e/o riserve da partecipate	25.141	25.141	14.430	14.430
<b>Totale flussi finanziari da attività di investimento</b>	<b>(243.784)</b>		<b>(28.821)</b>	
<b>C. Flussi finanziari da attività di finanziamento</b>				
Increm (decrem) debiti verso banche	91.207	-	755	-
Increm (decrem) attività ed altre passività finanziarie	7.321	5.232	3.509	7.747
Increm (decrem) debito vs. Obbligazionisti	132.855	-	-	-
Dividendi corrisposti	(19.290)	(19.290)	-	-
Interessi ed altri oneri finanziari corrisposti	(7.097)	(73)	(6.833)	(58)
Interessi ed altri proventi finanziari incassati	1.741	599	857	743
Variazione CS e altre movimentazioni del patrimonio	24.222	-	(231)	-
<b>Totale flussi finanziari da attività di finanziamento</b>	<b>230.959</b>		<b>(1.943)</b>	
<b>D. Flussi finanziari del periodo (A+B+C)</b>	<b>34.742</b>		<b>2.510</b>	
<b>E. Disponibilità liquide all'inizio del periodo</b>	<b>40.373</b>		<b>37.862</b>	
<b>F. Disponibilità liquide nette a fine periodo (D+E)</b>	<b>75.115</b>		<b>40.373</b>	

Fonte: Bilancio ottico consolidato Gruppo FRI-EL 2017 ricavato dalla banca dati AIDA

Figura 15: Rendiconto finanziario consolidato Gruppo FRI-EL 2017/2018

Euro migliaia	31/12/2018	di cui con parti correlate	31/12/2017	di cui con parti correlate
<b>A. Flussi finanziari dell'attività operative</b>				
Utile (perdita) del periodo	52.606		44.544	
Rettifiche per:				
Imposte correnti	13.697	-	6.913	-
Interessi ed altri oneri finanziari rilevati nel periodo	24.929	115	7.097	73
Interessi ed altri proventi finanziari rilevati nel periodo	(972)	(608)	(1.741)	(599)
Distribuzioni dividendi e/o riserve da partecipate	(41.777)	(41.777)	(25.141)	(25.141)
Increment (decrement) delle imposte anticipate/differite	(4.246)	-	(4.532)	-
Increment (decrement) del fondo TFR	102	-	1.303	-
Increment (decrement) fondo rischi ed oneri	2.814	-	9.440	-
Ammortamenti e rettifiche di valore	48.701	-	26.145	-
Risultato delle partecipaz al PN, al netto delle distribuz	-	-	-	-
<b>Totale flussi finanziari da gestione corrente</b>	<b>95.854</b>		<b>64.028</b>	
Increment (decrement) delle rimanenze	315	-	(1.205)	-
Increment (decrement) dei crediti comm ed altre attività	(8.363)	(2.393)	(31.563)	(48)
Increment (decrement) dei debiti comm ed altre passività	29.092	3.325	17.576	5.167
<b>Totale flussi finanziari da variazione circolante</b>	<b>21.043</b>		<b>(15.193)</b>	
Imposte sul reddito pagate	(12.922)	-	(1.268)	1.099
<b>Totale flussi finanziari dell'attività operative</b>	<b>103.975</b>		<b>47.567</b>	
<b>B. Flussi finanziari da attività di investimento</b>				
(Investim) disinvestim in immobilizz immateriali	(2.220)	-	(4.930)	-
(Investim) disinvestim in immobilizz materiali	(115.830)	-	(262.808)	-
(Investim) disinvestim in investimenti immobiliari	1.665	-	(801)	-
(Investim) disinvestim in partecipazioni	3.697	3.697	(386)	(386)
Distribuzioni dividendi e/o riserve da partecipate	41.777	41.777	25.141	25.141
<b>Totale flussi finanziari da attività di investimento</b>	<b>(70.911)</b>		<b>(243.784)</b>	
<b>C. Flussi finanziari da attività di finanziamento</b>				
Increment (decrement) debiti verso banche	52.299	-	91.207	-
Increment (decrement) attività ed altre passività finanziarie	4.772	(1.602)	7.321	5.232
Increment (decrement) debito vs. Obbligazionisti	(5.511)	-	132.855	-
Dividendi corrisposti	(12.000)	(12.000)	(19.290)	(19.290)
Interessi ed altri oneri finanziari corrisposti	(24.929)	(115)	(7.097)	(73)
Interessi ed altri proventi finanziari incassati	972	608	1.741	599
Variazione CS e altre movimentazioni del patrimonio	1.000	-	24.222	-
<b>Totale flussi finanziari da attività di finanziamento</b>	<b>16.603</b>		<b>230.959</b>	
<b>D. Flussi finanziari del periodo (A+B+C)</b>	<b>49.667</b>		<b>34.742</b>	
<b>E. Disponibilità liquide all'inizio del periodo</b>	<b>75.115</b>		<b>40.373</b>	
<b>F. Disponibilità liquide nette a fine periodo (D+E)</b>	<b>124.781</b>		<b>75.115</b>	

Fonte: Bilancio ottico consolidato Gruppo FRI-EL 2018 ricavato dalla banca dati AIDA

Il rendiconto finanziario del 2017 ha evidenziato un contributo positivo dei flussi di cassa generati dall'attività operativa, grazie all'incremento dell'utile del periodo e delle relative rettifiche, che sono riusciti a compensare la variazione negativa del capitale circolante.

Nel 2018 il flusso operativo generato ha continuato ad aumentare e non solo grazie all'ulteriore aumento dell'utile del periodo, in forza anche dell'acquisizione, e delle rettifiche, bensì anche alla variazione positiva del capitale circolante netto.

Si è riscontrato, invece, un notevole assorbimento di flussi dall'attività di investimento nel 2017 rispetto al precedente esercizio derivante soprattutto dall'acquisizione del Gruppo Alerion e di conseguenza dalle relative immobilizzazioni materiali e, in buona parte, immateriali acquisite con il consolidamento integrale. Nel 2018 il flusso di cassa di questa attività è risultato in miglioramento non comportando più un significativo peggioramento della PFN nonostante sia rimasto negativo, in quanto facilmente compensato dalla capacità di generare flussi da parte del Gruppo FRI-EL sia in ambito operativo che finanziario.

Il flusso dell'attività di finanziamento del 2017 è diventato positivo evidenziando un'importante generazione di flussi di cassa, riconducibile anche alla richiesta di finanziamento alla Banca Popolare di Milano per la realizzazione dell'OPA nei confronti di Alerion, su cui però hanno impattato negativamente i dividendi, gli interessi ed altri oneri finanziari corrisposti che hanno portato ad un significativo assorbimento della liquidità. Nel 2018 i flussi generati da tale attività hanno subito una significativa diminuzione rimanendo comunque positivi. Il decremento è stato in parte dovuto al pagamento dei dividendi, degli interessi ed altri oneri finanziari corrisposti come nel precedente esercizio, ma anche in parte al decremento di debiti verso obbligazionisti.

Complessivamente nel 2017 si è verificata una maggiore generazione di flussi del periodo rispetto al precedente esercizio pari a €34.742 migliaia, nonostante l'ingente liquidità assorbita dall'attività di investimento, portando le disponibilità liquide e mezzi equivalenti a passare da €40.373 migliaia a €75.115 migliaia. Lo stesso si è verificato nel 2018, in misura addirittura maggiore in termini di flusso del periodo generato pari a €49.667 migliaia, portando a €124.781 migliaia le disponibilità liquide alla fine del periodo.

Si può affermare, dunque, che l'acquisizione ha comportato un ingente assorbimento di liquidità nei flussi dell'attività di investimento del 2017, tuttavia, la capacità del Gruppo di generare flusso in ambito operativo e l'aumento di flusso in ambito finanziario hanno consentito allo stesso di aumentare le disponibilità liquide e i mezzi equivalenti, incrementate poi ancor di più l'anno successivo grazie anche agli effetti generati dall'acquisizione stessa nell'attività operativa.

### 3.2.3 La posizione finanziaria netta

Rilevanza assume l'analisi della posizione finanziaria netta del Gruppo FRI-EL relativamente all'anno dell'acquisizione (*Figura 16*) e a quello successivo (*Figura 17*).

*Figura 16: PFN consolidata Gruppo FRI-EL 2016/2017*

	Euro migliaia	31/12/2017	31/12/2016	Note
A	Disponibilità liquide e mezzi equivalenti	75.115	40.373	14.
B	Altre disponibilità liquide	-	-	
C	Titoli detenuti per la negoziazione	629	368	13.
<b>D</b>	<b>Liquidità (A) + (B) + (C)</b>	<b>75.744</b>	<b>40.741</b>	
<b>E</b>	<b>Altre Attività finanziarie correnti</b>	<b>47.522</b>	<b>48.318</b>	<b>13.</b>
F	Debiti verso banche	(18.463)	(19.724)	20.
G	Quota corrente dei fin.ti a m/l termine	(69.006)	(38.491)	20.
H	Altre passività finanziarie correnti	(21.487)	(7.605)	20.
<b>I</b>	<b>Indebitamento fin. corrente (F) + (G) + (H)</b>	<b>(108.956)</b>	<b>(65.820)</b>	
<b>J</b>	<b>Indebitamento fin. corrente netto (I) - (E) - (D)</b>	<b>14.309</b>	<b>23.239</b>	
K	Finanziamenti a medio-lungo termine	(166.924)	(104.971)	16.
L	Obbligazioni emesse	(134.953)	(10.500)	16.
M	Altre passività finanziarie non correnti	(18.912)	(13.488)	16.
<b>N</b>	<b>Indebitamento fin. non corrente (K) + (L) + (M)</b>	<b>(320.789)</b>	<b>(128.959)</b>	
<b>O</b>	<b>Indebitamento finanziario lordo (N) + (I)</b>	<b>(429.745)</b>	<b>(194.779)</b>	
	<i>di cui Project Financing</i>	<i>(130.260)</i>	<i>(72.451)</i>	<b>16. 20.</b>
<b>P</b>	<b>Indebitamento finanziario netto (I) + (N) <sup>2</sup></b>	<b>(306.480)</b>	<b>(105.720)</b>	
<b>Q</b>	<b>Crediti finanziari e altre attività finanziarie non correnti</b>	<b>10.897</b>	<b>7.292</b>	<b>6.</b>
<b>R</b>	<b>Indebitamento finanziario contabile (P) + (Q)</b>	<b>(295.583)</b>	<b>(98.428)</b>	

Fonte: Bilancio ottico consolidato Gruppo FRI-EL 2017 ricavato dalla banca dati AIDA

Nel 2017 l'indebitamento finanziario netto del Gruppo è peggiorato assestandosi a €306.480 migliaia con una variazione di €200.760 migliaia. Nonostante le disponibilità liquide e i mezzi equivalenti in aumento, per le considerazioni di cui sopra, tale risultato negativo è dovuto in buona parte all'acquisizione del Gruppo Alerion per l'entrata delle relative società nel perimetro di consolidamento che hanno contribuito all'aumento di indebitamento di numerose voci quali: 'Quota corrente dei fin.ti a m/l termine' per l'apporto della quota relativa ai finanziamenti alle società di progetto, 'Altre passività finanziarie correnti' dove è rientrata la quota del prestito obbligazionario a breve del Gruppo Alerion e la quota corrente degli strumenti derivati, 'Finanziamenti a medio lungo termine' in termini sia di mutui bancari in capo ad alcune società di Alerion sia di finanziamento richiesto per l'acquisizione, 'Obbligazioni emesse' ed 'Altre passività finanziarie non correnti' che comprendono rispettivamente le obbligazione emesse da Alerion Clean Power Spa e il *fair value* negativo dei contratti di copertura del Gruppo Alerion.

Figura 17: PFN consolidata Gruppo FRI-EL 2017/2018

Euro migliaia		31/12/2018	31/12/2017	Note
A	Disponibilità liquide e mezzi equivalenti	124.781	75.115	14.
B	Altre disponibilità liquide	-	-	
C	Titoli detenuti per la negoziazione	2.421	629	13.
<b>D</b>	<b>Liquidità (A) + (B) + (C)</b>	<b>127.203</b>	<b>75.744</b>	
E	Altre Attività finanziarie correnti	46.091	47.522	13.
F	Debiti verso banche	(15.692)	(18.463)	20.
G	Quota corrente del fin.ti a m/l termine	(159.733)	(69.006)	20.
H	Altre passività finanziarie correnti	(12.771)	(21.487)	20.
<b>I</b>	<b>Indebitamento fin. corrente (F) + (G) + (H)</b>	<b>(188.196)</b>	<b>(108.956)</b>	
<b>J</b>	<b>Indebitamento fin. corrente netto (I) - (E) - (D)</b>	<b>(14.902)</b>	<b>14.309</b>	
K	Finanziamenti a medio-lungo termine	(131.267)	(166.924)	16.
L	Obbligazioni emesse	(136.689)	(134.953)	16.
M	Altre passività finanziarie non correnti	(23.462)	(18.912)	16.
<b>N</b>	<b>Indebitamento fin. non corrente (K) + (L) + (M)</b>	<b>(291.418)</b>	<b>(320.789)</b>	
<b>O</b>	<b>Indebitamento finanziario lordo (N) + (I)</b>	<b>(479.614)</b>	<b>(429.745)</b>	
	di cui Project Financing	(154.769)	(130.260)	16. 20.
<b>P</b>	<b>Indebitamento finanziario netto (J) + (N)<sup>1</sup></b>	<b>(306.320)</b>	<b>(306.480)</b>	
Q	Crediti finanziari e altre attività finanziarie non correnti	8.911	10.897	6.
<b>R</b>	<b>Indebitamento finanziario contabile (P) + (Q)</b>	<b>(297.409)</b>	<b>(295.583)</b>	

Fonte: Bilancio ottico consolidato Gruppo FRI-EL 2018 ricavato dalla banca dati AIDA

Nel 2018 la PFN si è confermata stabile con un lieve miglioramento di €160 migliaia. Questa variazione positiva è dovuta all'aumento delle disponibilità liquide e dei mezzi equivalenti che rispetto al precedente esercizio sono incrementate quasi del doppio grazie ai maggiori flussi del periodo generati dalle diverse aree di gestione (vedi precedente sottoparagrafo). Inoltre, l'aumento della liquidità assieme al minore indebitamento finanziario non corrente sono riusciti a compensare l'aumento dell'indebitamento finanziario corrente riconducibile in buona parte ad Alerion. In particolare, nel 2018, se da un lato Alerion ha contribuito ad incrementare le disponibilità liquide per la generazione di importanti flussi nell'attività operativa, dall'altro ha comportato per il Gruppo FRI-EL un notevole incremento sia dell'indebitamento finanziario corrente, per €17.000 migliaia in termini di nuovi mutui bancari con quota a breve termine per finanziare nuovi investimenti come la costruzione di tre nuovi parchi eolici, sia di quello non corrente in termini di obbligazioni emesse relative al nuovo prestito obbligazionario 2018-2024.

### 3.2.4 Lo stato patrimoniale

L'acquisizione ha avuto un impatto anche sullo stato patrimoniale del 2017 dato il

consolidamento integrale di Alerion.

Nello specifico, l'impatto si è realizzato all'interno dell'attivo in termini di attività immateriali come i costi di ricerca e sviluppo particolarmente importanti in aziende di tale settore, di attività materiali come impianti e macchinari, di altre partecipazioni in quanto essendo la partecipazione di Alerion diventata di controllo si è dovuto procedere al suo consolidamento integrale, nonché di crediti commerciali e crediti vari. Nel passivo Alerion ha contribuito alle passività finanziarie non correnti, in particolare per la sottoscrizione da parte del Gruppo FRI-EL del contratto di finanziamento verso la Banca Popolare di Milano per la promozione dell'OPA volontaria e totalitaria nei confronti delle azioni di Alerion Clean Power Spa, per l'ammontare di passività già in capo alle società del Gruppo Alerion e per l'emissione di obbligazioni. Inoltre, la società *target* ha avuto un impatto in aumento sul TFR, sul fondo rischi e oneri, sui contributi da enti pubblici, sui debiti correnti per le quote a breve e sui debiti vari correnti per le *royalties* dovute dalla stessa società ai comuni di competenza, nonché sul patrimonio netto di gruppo per il suo ingresso nel perimetro dell'area di consolidamento.

### *3.2.5 L'andamento del business*

Nel 2017 il Gruppo FRI-EL ha realizzato un leggero aumento della produzione di energia riconducibile ai maggiori quantitativi prodotti in particolare dal settore eolico. L'energia eolica, quindi, già dal 2017 rappresentava l'attività maggiormente consolidata del Gruppo, ma con l'acquisizione questa attività si è confermata la maggiore del Gruppo con livelli di produzione che sono aumentati vorticosamente a seguito del consolidamento integrale di 12 mesi delle società del perimetro di Alerion Clean Power Spa, portando il mix produttivo energetico a mutare a favore dell'eolico. Coerentemente con gli obiettivi dell'acquisizione, la capacità installata nell'eolico è aumentata passando da 787,8 MW nel 2017 a 818,7 MW nel 2018 e di conseguenza, la produzione di energia è passata da 550.782 MWh a 830.934 MWh.

Questi risultati sono stati particolarmente importanti per FRI-EL la quale ha sempre sostenuto che le dimensioni fossero un fattore critico di successo all'interno del settore dell'energia poiché, essendo particolarmente frazionato, si sarebbe consolidato nel breve termine. Con questo obiettivo, quindi, FRI-EL si è mossa nell'acquisizione al fine di consolidare la sua posizione nel mercato, nonché ampliarla e non solo a livello nazionale, bensì anche internazionale poiché Alerion ha portato al consolidamento nel Gruppo del primo parco eolico fuori dall'Italia con prospettive di crescita e di ampliamento futuro



particolarmente importanti. L'acquisizione, inoltre, ha probabilmente portato alla realizzazione di economie di scala e incrementato il potere contrattuale del Gruppo viste le notevoli diminuzioni nel costo delle materie prime.

Nella prosecuzione verso lo sviluppo del Gruppo, si prevedevano la realizzazione di una serie di parchi eolici nel sud Italia e la costruzione del primo nel nord Italia, nonché l'ulteriore aumento della potenza installata degli impianti italiani ma soprattutto spagnoli grazie ai numerosi investimenti che avrebbe condotto Alerion nel corso degli anni.

### **3.3 L'analisi della situazione finanziaria del Gruppo Ascopiave prima e dopo l'operazione: l'impatto del processo di M&A sulla situazione economico-finanziaria**

L'operazione effettuata dal Gruppo Ascopiave nel 2019, considerata come un *merger* in quanto volta anche alla creazione della nuova entità EstEnergy mediante il trasferimento delle attività commerciali dei due attori considerati, aveva l'obiettivo di rafforzare il *business* della distribuzione del gas di Ascopiave in aree geografiche molto importanti attraverso le concessioni acquisite da Hera e confluite in AP Reti Gas Nord Est Srl, nonché di valorizzare il *business* commerciale attraverso l'accordo con un valido attore di mercato. Inoltre, dalla *partnership* si sarebbero create sinergie ed efficienze gestionali che avrebbero portato il Gruppo Ascopiave a mantenere, e se possibile migliorare, i livelli di qualità, continuità e sicurezza del servizio.

#### *3.3.1 Il conto economico*

Al fine di effettuare una serie di considerazioni relativamente all'effetto che la *partnership* strategica ha avuto sulla situazione economico-finanziaria del Gruppo, si sono messi a confronto i conti economici consolidati di Ascopiave per gli anni 2019 e 2020 (*Figura 18*).

All'interno delle seguenti voci si commenterà principalmente l'impatto che ha avuto il consolidamento di AP Reti Gas Nord Est Srl, in quanto la partecipazione detenuta in EstEnergy è stata consolidata nel Gruppo Ascopiave con il metodo del patrimonio netto. Pertanto, l'effetto della stessa si potrà solo considerare complessivamente nella voce 'Quota di utile società contabilizzate con il metodo del patrimonio netto'.

Figura 18: Conto economico consolidato Gruppo Ascopiave 2019/2020

(migliaia di Euro)	Esercizio		
	2020	2019	
<b>Ricavi</b>	(27)	<b>163.896</b>	<b>124.911</b>
<b>Totale costi operativi</b>		<b>100.280</b>	<b>80.013</b>
Costi acquisto altre materie prime	(28)	1.782	1.358
Costi per servizi	(29)	36.776	31.732
Costi del personale	(30)	17.132	14.500
Altri costi di gestione	(31)	44.700	33.902
Altri proventi	(32)	109	1.479
<b>Ammortamenti e svalutazioni</b>	(33)	<b>34.465</b>	<b>23.325</b>
<b>Risultato operativo</b>		<b>29.151</b>	<b>21.573</b>
Proventi finanziari	(34)	3.558	142
Oneri finanziari	(34)	1.711	1.259
Quota utile/(perdita) società contabilizzate con il metodo del patrimonio netto	(34)	18.310	648
<b>Utile ante imposte</b>		<b>49.308</b>	<b>21.105</b>
Imposte dell'esercizio	(35)	9.394	(6.626)
<b>Risultato dell'esercizio</b>		<b>58.701</b>	<b>14.479</b>
Risultato netto da attività cessate/in dismissione	(36)	0	478.737
<b>Risultato netto dell'esercizio</b>		<b>58.701</b>	<b>493.216</b>
Risultato dell'esercizio di Gruppo		58.701	493.216
Risultato dell'esercizio di Terzi		(0)	(0)

Fonte: Bilancio ottico consolidato Gruppo Ascopiave 2020 ricavato dalla banca dati AIDA

## Ricavi

Nel 2020 i ricavi totali<sup>28</sup> si sono attestati in aumento rispetto al precedente esercizio grazie in buona parte alla realizzazione della *partnership* con il Gruppo Hera che ha portato al consolidamento di AP Reti Gas Nord Est Srl dal 31 dicembre 2019, società in cui sono confluite le concessioni acquisite dal Gruppo Ascopiave dal Gruppo Hera e che hanno permesso alla società trevigiana di aumentare i chilometri di rete distributiva con il conseguente aumento della base clienti e dei volumi di gas distribuiti.

In particolare, si è riscontrato un incremento dei ricavi da servizi di distribuzione grazie all'iscrizione dei ricavi conseguiti dalla NewCo AP Reti Gas Nord Est Srl, nonché un aumento dei ricavi dal servizio del trasporto del gas naturale sulla rete di distribuzione, la cui variazione di €30.262 migliaia si deve sempre all'ampliamento del perimetro di

<sup>28</sup> Per semplicità di calcolo e per un riferimento più immediato con il conto economico presentato in *Figura 18*, in cui non è stata fatta nessuna distinzione, si sono considerati i ricavi totali rispetto al caso precedente, ovvero comprensivi della voce 'altri ricavi'.

consolidamento<sup>29</sup>. Si è rilevato un incremento anche dei ricavi per i servizi di allacciamento, per i contributi da ARERA e di altri ricavi i quali contengono i premi ricevuti da ARERA per le attività svolte nell'ambito della sicurezza degli impianti di distribuzione del gas naturale.

## **Costi operativi**

### **Costi di acquisto altre materie prime**

Tale voce, che riguarda prevalentemente i costi per l'acquisto dei materiali utilizzati per la manutenzione delle infrastrutture relative alla distribuzione del gas e all'odorizzazione dello stesso, ha subito un incremento nel 2020 rispetto al precedente esercizio riconducibile totalmente al consolidamento di AP Reti Gas Nord Est Srl. Da ciò si può desumere come l'accordo con Hera relativo al consolidamento di AP Reti Gas Nord Est Srl, apparentemente non abbia in alcun modo portato alla realizzazione di sinergie di costo in tale ambito.

Questi costi seppur siano aumentati in valore assoluto, in termini di incidenza sui ricavi sono rimasti stabili al 1,09% grazie all'incremento proporzionale dei ricavi.

### **Costi per servizi**

I costi per servizi sono aumentati rispetto al precedente esercizio con una variazione positiva di €5.044 migliaia soprattutto a causa del consolidamento di AP Reti Gas Nord Est Srl che ha portato all'iscrizione dei relativi costi per la gestione degli impianti di distribuzione. Infatti, in relazione alla *partnership*, sono aumentati i costi di lettura dei contatori, di manutenzione e riparazione in particolare di quelle ordinarie degli impianti, nonché quelli per i servizi di consulenza, tutti costi che nell'esercizio precedente risultavano allineati con quelli del 2018. Anche i costi per godimento di beni di terzi sono aumentati, a causa dei canoni maturati sugli impianti anche di AP Reti Gas Nord Est Srl e che devono essere corrisposti agli Enti Locali per la gestione delle concessioni di distribuzione del gas naturale.

Tuttavia, questi costi per servizi in termini di incidenza sui ricavi sono diminuiti, passando dal 25,40% al 22,44% grazie all'incremento dei ricavi conseguitosi anche in

---

<sup>29</sup> Tale consolidamento ha comportato l'iscrizione del Vincolo dei Ricavi Totali della nuova società consolidata, determinato ogni anno sulla base del numero dei punti di riconsegna attivi effettivamente serviti nell'anno di riferimento dell'impresa, e della tariffa di riferimento i cui valori sono fissati e pubblicati dall'Autorità di Regolazione per Energia Reti e Ambiente (ARERA).

forza dell'accordo.

Anche in tal caso non si può affermare che l'operazione di M&A, relativa al consolidamento di AP Reti Gas Nord Est Srl, abbia portato apparentemente alla realizzazione di sinergie di costo in questa voce.

### **Costi del personale**

La *partnership* con il Gruppo Hera ha comportato per Ascopiave anche un incremento dei costi del personale rispetto al precedente esercizio, a causa del consolidamento dei costi sostenuti dalla controllata AP Reti Gas Nord Est Srl. In particolare, l'operazione, ha aumentato la forza lavoro media che vede coinvolti impiegati e operai probabilmente in forza delle maggiori dimensioni del Gruppo e quindi della maggiore quota di mercato e base clienti, nonché della maggiore operatività conseguita. Anche in tal caso, nonostante in valore assoluto questi costi siano aumentati, l'incidenza degli stessi sui ricavi è diminuita passando dal 11,61% al 10,45%.

Apparentemente non sembrano essersi realizzate sinergie di costo del personale, tuttavia, tale argomento verrà meglio analizzato successivamente facendo emergere che considerando il costo del personale apportato da AP Reti Gas Nord Est Srl, comprensivo di quello capitalizzato, in realtà si sono generate delle piccole sinergie di costo.

### **Altri costi di gestione**

Questa voce è aumentata rispetto all'esercizio precedente, con una variazione di €10.798 migliaia. Se l'intento è quello di considerare solamente gli effetti che la *partnership* ha avuto sul Gruppo Ascopiave allora all'interno di questa voce sono aumentati in maniera significativa i costi per altre imposte e si è creata la voce 'altri accantonamenti'.

I primi sono principalmente dovuti all'incremento dei versamenti per la Tassa Occupazionale Spazi ed Aree Pubbliche (TOSAP) e per l'Imposta Municipale Propria (IMU) correlati all'ampliamento del perimetro di consolidamento con l'acquisizione di AP Reti Gas Nord Est Srl avvenuta per mezzo della *partnership*. Anche la voce creata è derivata dal consolidamento di AP Reti Gas Nord Est Srl, la quale per dimensioni e per impianti gestiti è stata assoggettata agli obblighi di efficienza energetica. Per tale motivo, la società ha voluto iscrivere un fondo rischi per il probabile onere che avrebbe eventualmente dovuto sostenere per il reperimento e l'acquisto dei titoli necessari per assolvere la sua parte di obiettivo.

Questi altri costi di gestione nel complesso, a differenza dei precedenti, sono aumentati

non solo in valore assoluto ma anche in termini di incidenza sui ricavi, la quale è risultata pari al 27,27% dal 27,14% del precedente esercizio.

Anche in tal caso, il consolidamento di AP Reti Gas Nord Est Srl non sembra avere portato alla realizzazione di sinergie di costo in questo ambito.

Con riferimento alla *Figura 18* complessivamente si è riscontrato un aumento dei costi operativi nel 2020 rispetto al precedente esercizio, dovuto all'aumento dei costi per altre materie prime, per servizi, per il personale e degli altri costi di gestione. L'incidenza dei costi operativi sui ricavi però è diminuita passando dal 64,06% al 61,19% grazie all'aumento dei ricavi ottenuto, in particolare, dai servizi di distribuzione e dal trasporto del gas naturale a seguito del consolidamento di AP Reti Gas Nord Est Srl in forza della *partnership* con il Gruppo Hera. Grazie a quest'ultima, infatti, Ascopiave ha potuto accedere a nuove ubicazioni geografiche grazie ad una logica di complementarità, aumentando i chilometri della rete di distribuzione, la base clienti e, di conseguenza, i volumi di gas distribuiti, tutti fattori che hanno consentito l'incremento del fatturato al Gruppo Ascopiave. L'operazione di consolidamento di AP Reti Gas Nord Est Srl, pertanto, ha sì comportato un incremento complessivo dei costi operativi ma grazie ai maggiori ricavi ottenuti, anche in termini di marginalità, l'incidenza degli stessi è diminuita rispetto all'esercizio precedente.

Dunque, se non sembrano essersi realizzate sinergie di costo dal consolidamento derivanti da economie di scala in forza dell'incremento dimensionale o da una condivisione dei costi, sembrano essersi generate sinergie di fatturato, tuttavia queste, assieme a quelle di costo, saranno meglio analizzate e valutate nel quarto paragrafo di questo capitolo.

### **Margine operativo lordo (EBITDA)**

Una volta sottratti dai ricavi i costi operativi, si determina il margine operativo lordo (EBITDA), in netto aumento rispetto al 2019 nonostante l'aumento dei costi operativi. Tale risultato rapportato ai ricavi fornisce un significativo indicatore di reddito poiché, come già affermato, consente di comprendere quanto margine operativo lordo l'impresa riesce a generare per ogni unità di fatturato, ossia la marginalità dei ricavi. A tal proposito, il rapporto EBITDA/ricavi del 2020 è risultato pari al 38,81% contro il 35,94% del 2019 confermando che il fatturato non è aumentato solo in valore assoluto bensì anche in termini di marginalità.

La *partnership* quindi, da una prima analisi di conto economico, sembra aver consentito

di realizzare effettivamente gli obiettivi previsti, quali l'incremento della base clienti e quindi della quota di mercato grazie alla complementarità delle due società a livello geografico. Questa ha consentito ad Ascopiave di espandersi in aree molto importanti a cui prima non aveva accesso, allungando la rete di distribuzione e, conseguentemente, aumentando i volumi di gas distribuiti (+31,9% rispetto al 2019), ottenendo un notevole beneficio in termini di ricavi assoluti e marginali che hanno consentito da un lato la diminuzione dell'incidenza dei costi operativi sugli stessi e dall'altro l'incremento dell'EBITDA.

### **Ammortamenti e svalutazioni**

Gli ammortamenti, relativamente ad immobilizzazioni materiali e immateriali, hanno registrato un incremento rispetto al 2019. Anche in questo caso l'aumento è imputabile in buona parte al consolidamento della società AP Reti Gas Nord Est Srl che ha portato all'iscrizione delle relative quote di ammortamento. L'incremento di tale voce potrebbe aver avuto un effetto positivo sull'aumento dei flussi di cassa di Ascopiave in quanto gli ammortamenti essendo deducibili, portano alla realizzazione di importanti benefici fiscali. Tuttavia, tale argomentazione è difficile da dimostrare per cui verrà considerata solamente come una possibilità.

### **Reddito operativo (EBIT)**

Se all'EBITDA si sottraggono gli ammortamenti, si determina il reddito operativo, ossia l'EBIT. Questo ammontare è risultato in aumento rispetto al 2019 sia in valore assoluto sia in termini di incidenza sui ricavi, la quale è passata dal 17,27% al 17,79%, nonostante i maggiori ammortamenti realizzati a seguito dell'operazione con il Gruppo Hera. Questo implica che l'incremento dei ricavi realizzato, anche a seguito del consolidamento per la *partnership*, ha permesso al Gruppo Ascopiave di compensare efficacemente non solo l'aumento dei costi operativi, bensì anche l'incremento degli ammortamenti consentendo al gruppo trevigiano d'incrementare l'EBIT, anche in termini d'incidenza, rispetto all'anno precedente, confermando che l'operazione di M&A ha portato alla realizzazione di una maggiore marginalità dei ricavi e redditività delle vendite.

### **Proventi e oneri finanziari**

A fine 2020 il saldo tra proventi e oneri finanziari è risultato positivo evidenziando una variazione significativa di €2.964 migliaia rispetto al 2019, in cui, invece, il saldo era

negativo. Tale aumento si è realizzato ovviamente in forza dell'aumento dei proventi, anche in termini di incidenza, relativo ai dividendi percepiti per le partecipazioni detenute, nulli nell'esercizio precedente, a cui ha contribuito anche la partecipazione detenuta da Ascopiave in Hera Comm Spa a seguito della *partnership* per €2.700 migliaia. Gli oneri, al contrario, seppur abbiano subito un lieve aumento in relazione ai mutui, sono rimasti circa in linea con quelli del 2019 anche in termini di incidenza.

Dal bilancio 2020 in *Figura 18* si nota che al saldo di proventi (oneri) finanziari si è aggiunta la voce 'Quota utile (perdita) società contabilizzate con il metodo del patrimonio netto'. Questa voce, nulla nell'esercizio precedente, è risultata pari a €18.310 migliaia nel 2020, e comprende tutti gli utili consolidati maturati dalla collegata EstEnergy Spa, la NewCo creata attraverso la *partnership* commerciale tra i due gruppi e che risultava partecipata per il 48% da Ascopiave e per il 62% da Hera. Se fino a questo momento i maggiori effetti dell'accordo si sono riscontrati in relazione all'ampliamento del perimetro di consolidamento con riferimento ad AP Reti Gas Nord Est Srl, adesso si mette in evidenza il contributo di EstEnergy nel Gruppo Ascopiave. Le due cose non sono distinte, la *partnership* ha dato vita sia ad EstEnergy dove sono confluite le attività commerciali dei due gruppi, sia allo scambio tra i due di *asset* di pari valore lato distributivo riassetandone i rispettivi portafogli. Quest'ultimo scambio ha portato Ascopiave a rilevare un perimetro di concessioni da Hera che è stato poi fatto confluire in AP Reti Gas Nord Est Srl.

L'operazione ha avuto, quindi, un impatto su Ascopiave più ampio per quanto riguarda AP Reti Gas Nord Est in quanto riscontrabile nelle singole voci di conto economico, e un po' più "limitato" relativamente a EstEnergy in quanto visibile solo all'interno di tale voce.

### **Reddito ante imposte (EBT)**

Se al reddito operativo (EBIT) si aggiungono (sottraggono) i proventi (oneri) finanziari e si aggiunge la quota di utile di EstEnergy, si determina l'EBT il cui ammontare è più che raddoppiato rispetto al precedente esercizio con una marginalità sui ricavi che è passata dal 16,90% al 30,08%. Tale risultato è dovuto senz'altro ai proventi realizzati rispetto al precedente esercizio, nonché agli utili realizzati da EstEnergy e contabilizzati secondo il metodo del patrimonio netto.

### **Utile d'esercizio del gruppo**

Una volta sottratte le imposte dall'EBT si giunge al risultato netto realizzato dal Gruppo. Le imposte nel 2020, tuttavia, sono risultate positive in conseguenza di numerosi effetti fiscali realizzatisi nel corso dell'anno, aggiungendosi così al reddito ante imposte.

L'utile si è assestato a €58.701 migliaia quadruplicandosi rispetto al 2019 per effetto di tutti gli aspetti sopracitati derivanti soprattutto dalla *partnership*: l'aumento dei ricavi anche marginale, l'aumento dei proventi per i dividendi percepiti dalle società partecipate e l'utile realizzato da EstEnergy. Questo ha portato a realizzare una marginalità dell'utile sui ricavi pari al 35,82% dal 11,59% del 2019.

Tuttavia, se si considera il risultato netto da attività cessate o in dismissione, l'utile d'esercizio cambia notevolmente. Nel 2020 il risultato d'esercizio conseguito sarà pari a quello precedentemente calcolato, non essendosi realizzate particolari dismissioni. Al contrario, nel 2019, l'utile subirà una forte impennata in forza della dismissione di alcune attività in conseguenza della *partnership*, con un risultato netto di quest'ultime pari a €478.737 migliaia e una marginalità sui ricavi del 383,26%. Questa voce comprende, infatti, la plusvalenza lorda generata dalla cessione delle partecipazioni nelle società di commercializzazione oggetto della *partnership* avvenuta in dicembre 2019, i risultati economici conseguiti di tali società cedute, i dividendi erogati ad Ascopiave in quanto controllante, nonché i costi sostenuti per l'operazione correlati dal relativo effetto fiscale. A fronte di ciò, seppur la *partnership* abbia portato alla realizzazione di un utile molto alto nel 2019 per la dismissione di alcune attività del Gruppo poi confluite in EstEnergy, essa ha permesso di realizzare un utile nettamente in aumento anche nel 2020 rispetto a quello del precedente esercizio al netto delle stesse, soprattutto grazie al contributo della stessa EstEnergy.

#### *3.3.2 Il rendiconto finanziario*

Al fine di comprendere l'impatto che l'operazione di M&A ha avuto in termini di flussi di cassa è necessario fare un'analisi di rendiconto finanziario relativamente all'anno in cui si è realizzata l'operazione (*Figura 19*) e a quello successivo (*Figura 20*).



Figura 19: Rendiconto finanziario consolidato Gruppo Ascopiave 2018/2019

(migliaia di Euro)	2019	2018 riesposto
<b>Risultato dell'esercizio</b>	<b>14.479</b>	<b>14.727</b>
<b>Flussi cassa generati/(utilizzati) dall'attività operativa</b>		
<b>Rettifiche per raccordare l'utile netto alle disponibilità liquide</b>		
Risultato di pertinenza di terzi delle società cessate/in dismissione	0	1.874
Risultato delle società cessate / in dismissione	478.737	29.898
Ammortamenti	22.839	20.895
Svalutazione dei crediti	0	15
Variazione del trattamento di fine rapporto	(120)	(213)
Variazione netta altri fondi	(12)	(114)
Valutaz.imprese collegate e a controllo congiunto valutate con il metodo patrimonio netto	0	(1.407)
Svalutazioni/(Plusvalenze) su partecipazioni	(472.334)	5
Risultato delle attività cessate/in dismissione	(35.189)	0
Interessi passivi pagati	(914)	(935)
Imposte pagate	(7.901)	(9.054)
Interessi passivi di competenza	1.188	1.033
Imposte di competenza	6.621	6.733
<b>Variazioni nelle attività e passività:</b>		
Rimanenze di magazzino	(4.179)	(896)
Crediti commerciali	(10.031)	5.794
Altre attività correnti	(2.539)	9.857
Debiti commerciali	15.854	(1.538)
Altre passività correnti	8.516	(14.167)
Altre attività non correnti	1.006	992
Altre passività non correnti	2.300	5.349
Flussi operativi da attività/passività in dismissione	0	(161)
<b>Totale rettifiche e variazioni</b>	<b>3.842</b>	<b>53.963</b>
<b>Flussi cassa generati/(utilizzati) dall'attività operativa</b>	<b>18.322</b>	<b>68.690</b>
<b>Flussi di cassa generati/(utilizzati) dall'attività di investimento</b>		
Investimenti in immobilizzazioni immateriali	(33.141)	(29.219)
Realizzo di immobilizzazioni immateriali	867	1.210
Investimenti in immobilizzazioni materiali	(2.202)	(1.422)
Realizzo di immobilizzazioni materiali	35	29
Cessioni di partecipazioni	616.214	0
Acquisizioni di partecipazioni	(629.489)	0
Flussi di investimento da attività/passività in dismissione	0	(2.683)
<b>Flussi di cassa generati/(utilizzati) dall'attività di investimento</b>	<b>(47.716)</b>	<b>(32.084)</b>
<b>Flussi di cassa generati/(utilizzati) dall'attività finanziaria</b>		
Variazione passività finanziarie non correnti	33	0
Variaz.netta debiti verso banche e finanziamenti a breve	(35.370)	(4.251)
Variazione netta attività, passività finanziarie correnti	(1.029)	(4.226)
Acquisto / Cessione azioni proprie	(9.793)	540
Accensioni finanziamenti e mutui	429.000	218.000
Rimborsi finanziamenti e mutui	(309.000)	(162.166)
Dividendi distribuiti a azionisti Ascopiave S.p.A.	(75.163)	(40.016)
Dividendi distribuiti ad azionisti terzi	(0)	(2.054)
Dividendi da società cedute	28.786	0
Dividendi società a controllo congiunto	2.311	684
Flussi finanziari da attività/passività in dismissione	0	3.304
<b>Flussi di cassa generati/(utilizzati) dall'attività finanziaria</b>	<b>29.775</b>	<b>9.816</b>
<b>Variazione delle disponibilità liquide</b>	<b>381</b>	<b>51.095</b>
<b>Disponibilità correnti esercizio precedente</b>	<b>59.353</b>	<b>7.714</b>
<b>Disponibilità liquide esercizio precedente attività in dismissione</b>	<b>7.297</b>	<b>4.673</b>
<b>Disponibilità correnti esercizio di riferimento</b>	<b>67.031</b>	<b>58.809</b>

Fonte: Bilancio ottico consolidato Gruppo Ascopiave 2019 ricavato dalla banca dati AIDA

Figura 20: Rendiconto finanziario consolidato Gruppo Ascopiave 2019/2020

(migliaia di Euro)	2020	2019
<b>Utile netto dell'esercizio di gruppo</b>	<b>58.701</b>	<b>14.479</b>
<b>Flussi cassa generati/(utilizzati) dall'attività operativa</b>		
<b>Rettif.per raccordare l'utile netto alle disponibilità liquide</b>		
Risultato delle società destinate alla vendita	(36) 0	478.737
Ammortamenti	(33) 34.082	22.839
Svalutazione immobilizzazioni e minusvalenze	(33) 1.322	0
Svalutazione dei crediti	(31) 189	0
Variazione del trattamento di fine rapporto	(16) (109)	(120)
Attività/passività correnti su strumenti finanziari derivati	(26) 52	0
Variazione netta altri fondi	(15) 1.068	(12)
Valutaz.impr.collegate e a controllo congiunto con il metodo patr.netto	(34) (18.310)	0
Proventi da partecipazioni	(34) (3.489)	0
Svalutazioni/(Plusvalenze) su partecipazioni	(36) 0	(472.334)
Risultato delle attività cessate	(36) 0	(35.189)
Interessi passivi pagati	(1.396)	(914)
Imposte pagate	(12; 23) (12.110)	(7.901)
Interessi passivi di competenza	(34) 1.594	1.188
Imposte di competenza	(35) (9.394)	6.621
<b>Totale rettifiche</b>	<b>(6.500)</b>	<b>(7.085)</b>
<b>Variazioni nelle attività e passività:</b>		
Rimanenze di magazzino	(8) (6.780)	(4.179)
Crediti commerciali	(9) 9.396	(10.031)
Altre attività correnti	(10) (29.332)	(2.539)
Debiti commerciali	(22) 14.604	15.854
Altre passività correnti	(24) 574	8.516
Altre attività non correnti	(5) (858)	1.006
Altre passività non correnti	(18) 2.352	2.300
<b>Totale variazioni attività e passività</b>	<b>(10.044)</b>	<b>10.927</b>
<b>Flussi cassa generati/(utilizzati) dall'attività operativa</b>	<b>42.157</b>	<b>18.322</b>
<b>Flussi di cassa generati/(utilizzati) dall'attività di investimento</b>		
Investimenti in immobilizzazioni immateriali	(2) (43.417)	(33.141)
Realizzo di immobilizzazioni immateriali	(2) 0	867
Investimenti in immobilizzazioni materiali	(3) (1.015)	(2.202)
Realizzo di immobilizzazioni materiali	(3) 0	35
Cessioni di partecipazioni	(4) 0	616.214
(Acquisizioni) di partecipazioni	(4) (68.598)	(629.489)
<b>Flussi di cassa generati/(utilizzati) dall'attività di investimento</b>	<b>(113.029)</b>	<b>(47.716)</b>
<b>Flussi di cassa generati/(utilizzati) dall'attività finanziaria</b>		
Variazione passività finanziarie non correnti	(6; 19) 374	33
Variaz.netta debiti verso banche e finanziamenti a breve	(21) (29.840)	(35.370)
Variazione netta attività, passività finanziarie correnti	(11; 25) (9.447)	(1.029)
Acquisto / Cessione azioni proprie	(14) (28.854)	(9.793)
Accensioni finanziamenti e mutui	(17) 336.700	429.000
Rimborsi finanziamenti e mutui	(17) (217.000)	(309.000)
Dividendi distribuiti a azionisti Ascopiave S.p.A.	(14) (47.442)	(75.163)
Dividendi da società cedute	(14) 0	28.786
Dividendi incassati da società partecipate	(4) 21.254	2.311
<b>Flussi di cassa generati/(utilizzati) dall'attività finanziaria</b>	<b>25.744</b>	<b>29.775</b>
<b>Variazione delle disponibilità liquide</b>	<b>(45.128)</b>	<b>381</b>
<b>Disponibilità correnti esercizio precedente</b>	<b>67.031</b>	<b>59.353</b>
<b>Disponibilità liquide esercizio precedente attività in dismissione</b>	<b>0</b>	<b>7.297</b>
<b>Disponibilità correnti esercizio corrente</b>	<b>21.902</b>	<b>67.031</b>

Fonte: Bilancio ottico consolidato Gruppo Ascopiave 2020 ricavato dalla banca dati AIDA

Nel 2019 il flusso generato dall'attività operativa è rimasto positivo anche se è diminuito notevolmente rispetto al 2018 a causa delle rettifiche negative legate anche ad elementi riconducibili alla *partnership* come il risultato d'esercizio delle attività di commercializzazione cessate/in dismissione e le plusvalenze su partecipazioni, in particolare di quelle generate dalla cessione di partecipazioni relative alle attività di commercializzazione. Nel 2020 si è registrato un aumento del flusso di cassa generato dall'attività operativa, il quale è passato da un ammontare di €18.322 migliaia a un ammontare di €42.157 migliaia, a seguito di un maggiore utile netto di gruppo realizzato anche in forza della *partnership* in grado di compensare ampiamente le rettifiche negative, di cui €18.310 migliaia relative alla quota di utile delle società contabilizzate con il metodo del patrimonio netto, ossia di EstEnergy, e la variazione negativa del capitale circolante netto operativo.

I flussi di cassa assorbiti dall'attività di investimento, invece, sono aumentati nel 2019 ma a compensare parzialmente l'assorbimento derivante sia dalle acquisizioni di partecipazioni in Estenergy, in AP Reti Gas Nord Est Srl e in Hera Comm. in forza dell'accordo con Hera sia dagli investimenti in immobilizzazioni materiali e immateriali per il *core business* della distribuzione del gas, vi sono state le cessioni delle partecipazioni detenute nelle società operanti nel segmento della commercializzazione del gas e dell'energia a EstEnergy ed Hera Comm. Nel 2020, sono proseguiti gli investimenti nelle immobilizzazioni, soprattutto immateriali, e nelle partecipazioni legati all'acquisto di partecipazioni dalle società collegate e a controllo congiunto e all'aumento di capitale in EstEnergy. Tali assorbimenti però non sono stati compensati da nessun ammontare positivo realizzatosi all'interno dell'area d'investimento portando il flusso di quest'attività a passare da €-47.715 migliaia a €-113.029 migliaia.

Per quanto riguarda l'area di finanziamento del rendiconto 2020 non si sono evidenziate particolari variazioni, i relativi flussi di cassa si sono mantenuti positivi anche se in diminuzione rispetto al 2019, dove invece erano aumentati, probabilmente a causa dell'azzeramento dei dividendi percepiti dalle società cedute oggetto della *partnership* e della diminuzione delle accensioni di mutui e finanziamenti, nonostante l'aumento dei dividendi percepiti dalle società partecipate.

Complessivamente, quindi, nel 2019 si è assistito ad una generazione di disponibilità liquide pari a €381 migliaia, nettamente inferiore rispetto a quella dell'anno precedente, ma aggiungendosi alle disponibilità correnti possedute nell'esercizio precedente e alla liquidità delle attività in dismissione dell'esercizio precedente ha dato luogo a

disponibilità correnti dell'esercizio corrente per un ammontare pari a €67.031 migliaia. La *partnership* realizzata, dunque, in tale anno ha comportato una diminuzione dei flussi operativi (rimasti positivi) e di investimento (peggiorati in negativo), tuttavia, i flussi finanziari generati, assieme a quelli operativi positivi anche se in diminuzione e alle voci positive dell'attività di investimento, sono riusciti a compensarne gli effetti portando alla realizzazione di una disponibilità liquida positiva per il Gruppo Ascopiave anche se piccola.

Nel 2020, invece, si è assistito ad un assorbimento di liquidità pari a €45.128 migliaia riconducibile all'attività di investimento, in particolare nelle infrastrutture necessarie alla distribuzione del gas e per l'acquisto di beni e diritti d'uso. Tali ammontare assieme alle acquisizioni di partecipazioni non sono riusciti ad essere compensati dall'incremento dei flussi generati dall'area operativa grazie alla *partnership* e dai flussi positivi dell'attività finanziaria. Tuttavia, grazie alle disponibilità correnti dell'esercizio precedente, le disponibilità nell'anno 2020 sono rimaste positive e pari a €21.902 migliaia.

### 3.3.3 La posizione finanziaria netta

Come nei casi precedenti, si intende analizzare la posizione finanziaria netta del Gruppo Ascopiave con riferimento all'anno dell'operazione (*Figura 21*) e all'anno successivo (*Figura 22*).

*Figura 21: PFN consolidata Gruppo Ascopiave 2018/2019*

(migliaia di Euro)	31.12.2019	di cui correlate					%	31.12.2018	di cui correlate					%
		A	B	C	D	Totale			A	B	C	D	Totale	
A Cassa	14						18							
B Altre disponibilità liquide	67.017						66.632							
C Titoli detenuti per la negoziazione														
D Liquidità (A) + (B) + (C)	67.031						66.650							
E Crediti finanziari correnti	6.993			6.195		6.195	981	844	844	86,0%				
F Debiti bancari correnti	(106.025)						(123.031)							
G Parte corrente dell'indebitamento non corrente	(30.778)						(8.014)							
H Altri debiti finanziari correnti	(17.156)			(16.204)		(16.204)	(115)							
I Indebitamento finanziario corrente (F) + (G) + (H)	(153.959)			(16.204)		(16.204)	(131.159)							
J Indebitamento finanziario corrente netto (I) - (E) - (D)	(79.935)			(10.009)		(10.009)	(63.528)	844	844	-1,3%				
K Debiti bancari non correnti	(135.083)						(55.111)							
L Obbligazioni emesse/Crediti finanziari non correnti	2.478						1.122							
M Altri debiti non correnti	(441)						0							
N Indebitamento finanziario non corrente (K) + (L) + (M)	(133.046)						(53.989)							
O Indebitamento finanziario netto (J) + (N)	(212.981)			(10.009)		(10.009)	(117.517)	844	844	-0,7%				

**Legenda intestazione colonne parti correlate:**

**A Società controllanti**

**B Società consociate**

**C Società collegate e a controllo congiunto**

**D altre parti correlate**

Fonte: Bilancio ottico consolidato Gruppo Ascopiave 2019 ricavato dalla banca dati AIDA

Nel 2019 la PFN è risultata negativa e pari a €212.981 migliaia, in peggioramento rispetto

al 2018. Questo peggioramento può essere ricondotto anche agli effetti contabili in EstEnergy generati dall'accordo con il Gruppo Hera che hanno contribuito ad aumentare l'indebitamento finanziario corrente, in particolare gli altri debiti finanziari correnti. Più in generale si sono realizzati aumenti anche nella parte corrente dell'indebitamento non corrente, mentre per la parte non corrente sono aumentati i debiti bancari. Tutti questi incrementi non sono riusciti ad essere compensati né dall'aumento dei crediti finanziari correnti, a cui ha contribuito EstEnergy, né dalla diminuzione dei debiti bancari correnti. Pertanto, seppur la *partnership* non abbia generato una variazione negativa delle disponibilità liquide e mezzi equivalenti, grazie soprattutto alle compensazioni in area di investimento tra l'acquisto delle partecipazioni in AP Reti Gas Nord Est, Hera Comm e EstEnergy, e le cessioni delle partecipazioni nelle attività di commercializzazione, ha generato un incremento dell'indebitamento finanziario, soprattutto corrente, determinando un peggioramento della PFN nel 2019.

Figura 22: PFN consolidata Gruppo Ascopiave 2019/2020

(migliaia di Euro)	31.12.2020	di cui correlate						31.12.2019	di cui correlate						
		A	B	C	D	Totale	%		A	B	C	D	Totale	%	
A Cassa	14							14							
B Altre disponibilità liquide	21.889							67.017							
C Titoli detenuti per la negoziazione															
D Liquidità (A) + (B) + (C)	21.903							67.031							
E Crediti finanziari correnti	798							6.993		6.195			6.195	88,6%	
F Debiti bancari correnti	(125.723)							(106.025)							
G Parte corrente dell'indebitamento non corrente	(40.024)							(30.778)							
H Altri debiti finanziari correnti	(1.065)							(17.156)		(16.204)			(16.204)	94,5%	
I Indebitamento finanziario corrente (F) + (G) + (H)	(166.812)							(153.959)		(16.204)			(16.204)	10,5%	
J Indebitamento finanziario corrente netto (I) - (E) - (D)	(144.110)							(79.935)		(10.009)			(10.009)	12,5%	
K Debiti bancari non correnti	(195.999)							(135.083)							
L Obbligazioni emesse/Crediti finanziari non correnti	2.226							2.478							
M Altri debiti non correnti	(563)							(441)							
N Indebitamento finanziario non corrente (K) + (L) + (M)	(194.336)							(133.046)							
O Indebitamento finanziario netto (J) + (N)	(338.446)							(212.981)		(10.009)			(10.009)	4,7%	

**Legenda intestazione colonne parti correlate:**

**A Società controllanti**

**B Società consociate**

**C Società collegate e a controllo congiunto**

**D Altri parti correlate**

Fonte: Bilancio ottico consolidato Gruppo Ascopiave 2020 ricavato dalla banca dati AIDA

Tale peggioramento è proseguito anche nel 2020. La PFN è aumentata negativamente arrivando a raggiungere le €338.446 migliaia con una variazione in aumento pari a €125.465 migliaia, mettendo in luce un incremento dell'indebitamento finanziario netto. In tal caso le motivazioni hanno riguardato la notevole diminuzione della liquidità dovuta sia agli investimenti effettuati durante il periodo di riferimento sia al normale svolgimento dell'attività ordinaria come la gestione del patrimonio e del capitale circolante netto, nonché la diminuzione dei crediti finanziari correnti. A questo si è aggiunto un maggiore

indebitamento finanziario corrente e non corrente dato rispettivamente da maggiori debiti bancari correnti, da una maggiore parte corrente dell'indebitamento non corrente, e dall'aumento dei debiti bancari non correnti, con la conseguenza di un indebitamento finanziario netto ancora più elevato dell'anno precedente. Il consolidamento di AP Reti Gas Nord Est non ha impattato in modo significativo sulla PFN del 2020 in quanto alla data del conferimento presentava una PFN nulla.

Il normale svolgimento dell'attività legato al *business* della distribuzione ha comportato un forte assorbimento di liquidità ed un aumento dell'indebitamento finanziario ai quali i benefici rilasciati dalla *partnership* non sono stati in grado di fare fronte.

#### 3.3.4 *Lo stato patrimoniale*

L'accordo realizzato con il Gruppo Hera ha avuto anche un impatto sullo stato patrimoniale del Gruppo Ascopiave. Analizzando lo stato patrimoniale consolidato del Gruppo al 2019, si sono riscontrati i seguenti principali cambiamenti imputabili alla *partnership*.

Considerando l'attivo, le attività non correnti sono aumentate per effetto delle voci relative alle immobilizzazioni immateriali (al netto dell'avviamento) e materiali aumentate in buona parte a causa del consolidamento di AP Reti Gas Nord Est Srl che ha determinato l'iscrizione del relativo patrimonio immobilizzato, in particolare dei terreni e fabbricati, degli impianti, dei macchinari e delle attrezzature industriali e commerciali. Tuttavia, la voce relativa ai brevetti e alle opere di ingegno è diminuita per €18 migliaia a causa del deconsolidamento delle società di commercializzazione del Gruppo a seguito dell'accordo.

Un impatto significativo si è realizzato anche nell'ambito delle partecipazioni, le quali hanno subito numerose variazioni nel corso dell'esercizio in buona parte a causa del perfezionamento della *partnership* con il Gruppo Hera completata in dicembre 2019: le partecipazioni residue in imprese assoggettate a controllo congiunto sono state oggetto di deconsolidamento a seguito della cessione delle stesse, sono aumentate le partecipazioni in imprese collegate per la partecipazione del 48% detenuta in EstEnergy, infine, sono aumentate anche le altre partecipazioni in conseguenza dell'acquisto del 3% del capitale sociale di Hera Comm.

Per le altre voci come 'Altre attività non correnti' (in diminuzione) e 'Crediti per imposte anticipate' (in aumento) si sono realizzati effetti di compensazione tra il consolidamento di AP Reti Gas Nord Est e il deconsolidamento delle attività commerciali. Ciò si verifica

allo stesso modo nelle attività correnti, in particolare nelle rimanenze che complessivamente hanno subito un incremento, nei crediti commerciali che sono diminuiti, nonché nelle altre attività correnti e nelle disponibilità liquide e mezzi equivalenti che sono aumentate. Le attività finanziarie correnti, invece, sono aumentate per il solo effetto del deconsolidamento, in quanto sono incrementati i crediti finanziari verso imprese collegate. Al contrario, le attività correnti sui derivati correlate alla vendita del gas naturale si sono azzerate per effetto del deconsolidamento delle società di commercializzazione.

Anche nel passivo si sono ritrovati numerosi effetti di compensazione come nel fondo rischi e oneri, nelle altre passività correnti e non correnti, e nei debiti commerciali che sono diminuiti, nonché nei debiti di imposte differite e tributari che invece sono aumentati. Per il solo effetto di deconsolidamento, le passività finanziarie correnti sono aumentate. Infine, le passività sui derivati essendo correlate alle società di commercializzazione di gas ed energia elettrica non sono più risultate consolidate.

### 3.3.5 L'andamento del business

Nel 2020 il Gruppo Ascopiave ha realizzato un utile di gruppo superiore rispetto a quello del precedente esercizio al netto del risultato generato dalle attività cessate/in dismissione in forza della *partnership* avviata con il Gruppo Hera. Tale accordo gli ha consentito di aumentare il reddito operativo anche in termini di incidenza, nonostante l'aumento dei costi operativi e degli ammortamenti, grazie all'incremento del fatturato derivante da un accrescimento dei ricavi da distribuzione che si presentavano in diminuzione nel 2019 e dei ricavi da trasporto del gas. Infatti, con il consolidamento anche di AP Reti Gas Nord Est Srl il volume totale del gas distribuito è aumentato per un ammontare pari al +31,9% rispetto alla crescita del 1,9% del 2019 accompagnato anche da un aumento dei chilometri della rete di distribuzione, mentre EstEnergy ha portato in capo ad Ascopiave utili per €18.310 migliaia derivanti dalla vendita di energia elettrica e gas.

A seguito dell'accordo, la distribuzione del gas naturale è diventata la prima attività del Gruppo in termini di contributo al reddito aziendale. Tuttavia, il rafforzamento di questo *core business* ha comportato una serie di investimenti volti alla manutenzione e all'ammodernamento della rete e degli impianti di distribuzione del gas portando ad un elevato assorbimento di liquidità e ad un maggior indebitamento rispetto al precedente esercizio, anche perché non compensato da nessuna componente di investimento positiva a differenza del 2019 in cui pesavano in modo consistente le cessioni di partecipazioni

legate alla *partnership*.

Ascopiave vede così evolversi il portafoglio di attività con la possibilità di migliorare il proprio posizionamento strategico nell'ambito della distribuzione da un lato e della vendita di gas ed energia elettrica dall'altro. Coerentemente con la *partnership*, il Gruppo è cresciuto dimensionalmente espandendosi in nuove aree geografiche ed ha valorizzato il *business* commerciale mediante l'accordo con un noto e valido attore del mercato.

Per gli anni successivi al 2020, l'attività del Gruppo prevedeva una diversificazione in altri comparti del settore energetico sinergici con il *core business*, viste anche le nuove normative legate ad obiettivi di risparmio energetico e allo sviluppo di fonti rinnovabili, nonché di proseguire con il miglioramento dei propri processi operativi.

### **3.4 Le sinergie realizzate: il modello della Stratificazione del Valore**

All'interno di tale paragrafo verrà utilizzato il modello della Stratificazione del Valore, presentato nel Capitolo 2, al fine di calcolare dal punto di vista pratico le sinergie realizzate dai tre gruppi e fornire un commento a riguardo in relazione alle sinergie teoriche constatate dalla lettura dei bilanci. Saranno calcolate, in particolare, le sinergie di flusso, ma non con riferimento alla formula (8) (Cap. 2, par. 1.2) in quanto non vi sono sufficienti dati, e quelle di tasso, mediante la formula (9) (Cap. 2, par. 1.2), perché più semplici da dimostrare. Al contrario, le sinergie di debito, in quanto complicate, saranno commentate solamente guardando alla PFN del Gruppo con riferimento ai debiti verso banche a medio-lungo termine, al fine di cogliere l'eventuale aumento della capacità di indebitamento che, ottenuto grazie alla maggiore stabilità e meritevolezza creditizia, genererebbe scudi fiscali e quindi incrementerebbe il valore del nuovo complesso.

Al fine di calcolare le sinergie di flusso realizzatesi in capo alla società acquirente a seguito dell'operazione di M&A si è proceduto mediante un approccio diverso da quello illustrato nel Capitolo 2 al paragrafo 1.2 poiché l'ammontare effettivo del flusso incrementale generato non era esplicito. Pertanto, per calcolare le sinergie emerse nella lettura dei bilanci ai paragrafi precedenti si è comparato separatamente l'ammontare del costo e del ricavo generato dalla nuova entità con la somma di quello generato dalle due società considerate come singole entità. Le sinergie di flusso possono emergere a seguito dell'aumento dei ricavi e/o della diminuzione dei costi grazie al legame creatosi tra le imprese coinvolte, impattando positivamente sui flussi finanziari (Beltrame *et al.* 2021). Quindi, sulla base di questa definizione si è cercato di individuarle sommando all'ammontare dei ricavi/dei costi del gruppo acquirente l'anno precedente l'operazione



di M&A, quelli conseguiti dal gruppo *target* l'anno successivo moltiplicati per la percentuale di possesso acquisita con l'operazione, in modo tale da comparare in seguito il totale ottenuto con quello effettivamente realizzato dalla nuova entità. In questo modo, se l'operazione ha effettivamente portato alla realizzazione e all'iscrizione in bilancio consolidato del nuovo complesso di ricavi superiori e/o costi inferiori a quelli che si sarebbero dovuti realizzare con il consolidamento di quelli della società *target*, allora si saranno generate sinergie di flusso derivanti da sinergie di fatturato e/o di costo.

Per il calcolo delle sinergie di tasso in relazione alla formula (9) (Cap. 2, par. 1.2), invece, è stato necessario non solo esplicitare i flussi di cassa operativi del nuovo complesso e delle singole società considerate come entità separate, ma anche determinare il costo del capitale operativo della nuova realtà aziendale  $r_{O,(A+B)}$  dopo l'operazione di M&A, che semplificando non è che la media tra il costo del capitale del gruppo acquirente  $r_{O,(A)}$  e quello della società *target*  $r_{O,(B)}$  ottenuti mediante la formula (7) (Cap. 2, par. 1.1) del CAPM in quanto, ipotizzando una situazione priva di debito ossia *unlevered*, il costo del capitale operativo  $r_O$  è uguale al costo dell'*equity*  $r_E$ . A tal proposito, si è direttamente caricato il rischio Paese nel tasso privo di rischio considerando il rendimento dei BTP italiani o francesi a 10 anni a seconda del soggetto, utilizzando poi come beta quello *unlevered* per il settore di riferimento dell'area Euro<sup>30</sup> e come premio per il rischio base quello USA<sup>30</sup>, tutti con riferimento al periodo post-operazione.

I dati necessari al calcolo di tali sinergie sono stati ricavati dai bilanci ottici consolidati di Campari, FRI-EL, Ascopiave e Alerion e da quelli d'esercizio di AP Reti Gas Nord Est Srl e EstEnergy Spa, scaricati dalla banca dati AIDA. Per quanto riguarda i dati relativi alla società francese SPML si è considerato il bilancio ottico consolidato ricavato dalla banca dati ORBIS.

### 3.4.1 Le sinergie del Gruppo Campari

#### **Sinergie di flusso**

Per comprendere se l'acquisizione di SPML da parte di Campari abbia effettivamente portato alla realizzazione di sinergie di flusso, si sono considerate le vendite nette e il costo del venduto in modo tale da verificare se il legame creatosi tra le imprese coinvolte abbia consentito alla nuova entità di incrementare i ricavi e/o di diminuire i costi. Non si

---

<sup>30</sup> I dati utilizzati sono quelli di Damodaran disponibili a <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> nella sezione 'Risk/Discount Rate' in 'Archived Data'.

sono prese in esame le altre tipologie di costo in quanto non presenti nel bilancio consolidato di SPML<sup>31</sup>.

Ai fini del calcolo si è seguito lo stesso ragionamento precedentemente illustrato, ossia si sono considerate separatamente le vendite nette e il costo del venduto di Campari prima dell'acquisizione a cui sono stati sommati quelli di SPML ottenuti dopo l'acquisizione. Tuttavia, siccome l'acquisizione si è compiuta nella seconda metà dell'anno 2016, per considerare l'effetto su base annua, l'anno temporale è stato determinato dalle vendite nette/dal costo del venduto di Campari dal secondo semestre 2015 al primo semestre 2016 (periodo pre-acquisizione) a cui sono stati aggiunti quelli di SPML del secondo semestre 2016 e del primo semestre 2017 (periodo post-acquisizione) moltiplicati per la percentuale di possesso del 73,4% e ipotizzati per ogni semestre come la metà dei risultati del 2015 considerando il *business* non soggetto a stagionalità.

Le vendite nette generate dal Gruppo Campari nel secondo semestre 2015 sono risultate di €898,9 milioni a cui si devono aggiungere quelle del primo semestre 2016 pari a €743,9 milioni per un totale di €1.642,8 milioni. Aggiungendo a tale ammontare le vendite realizzate da SPML, come spiegato precedentemente, pari a €151,740 migliaia moltiplicate per la percentuale di possesso, si ottiene il seguente risultato di €1.754,1 milioni:

$$\text{Vendite nette} = 1.642,8 + (151,740 * 0,734) = 1.754,1$$

Il bilancio consolidato della nuova entità ha evidenziato, invece, vendite nette per €1.827,3 milioni dati dalla somma di quelle del nuovo complesso del secondo semestre 2016 pari a €982,6 milioni e del primo semestre 2017 pari a €844,7 milioni. Da ciò si evince che l'operazione di M&A, che ha visto l'integrazione del *brand* Grand Marnier all'interno del *business* di Campari, può aver portato alla realizzazione di sinergie di fatturato in quanto le vendite nette generate dalla nuova entità dopo l'acquisizione sono risultate maggiori della somma di quelle delle singole imprese considerate in modo indipendente.

---

<sup>31</sup> Per la valutazione si è considerato il bilancio ottico consolidato di SPML al 2015 in quanto ultimo bilancio disponibile all'interno della banca dati ORBIS a causa del successivo *delisting* della società in forza dell'acquisizione. Si è ipotizzato che il *business* abbia realizzato circa le medesime vendite e circa i medesimi costi del 2015.

Per verificare se le sinergie di flusso si sono realizzate anche in forza di una diminuzione dei costi, e quindi grazie alla realizzazione di sinergie di costo, si è considerato il costo del venduto delle due società. Procedendo allo stesso modo, ossia aggiungendo ai costi del venduto realizzati da Campari nel secondo semestre 2015 pari a €394,1 milioni e primo semestre 2016 pari a €317,9 milioni per un totale di €712,0 milioni, i costi di SPML dei due semestri successivi per un totale pari a €35,543 migliaia moltiplicato per la quota di possesso del 73,4%, si ottiene un ammontare dei costi che si sarebbe dovuto iscrivere a bilancio pari a €738,0 milioni:

$$\text{Costo del venduto} = 712,0 + (35,543 * 0,734) = 738,0$$

Il costo del venduto del nuovo complesso da bilancio consolidato è risultato, invece, pari a €763,2 milioni, dato dalla somma di quello del secondo semestre 2016 pari a €424,0 milioni e quello del primo semestre 2017 pari a €339,2 milioni. Tale risultato mette in luce che l'acquisizione di SPML non ha portato alla realizzazione di sinergie di costo, visto il costo del venduto sostenuto dalla nuova entità maggiore di quello che si sarebbe dovuto generare.

È possibile constatare, quindi, che l'acquisizione ha permesso di realizzare importanti sinergie di flusso coerentemente con quelli che erano gli obiettivi, derivanti però solamente dalla realizzazione di sinergie di fatturato.

L'acquisizione di un *brand* come Grand Marnier ha consentito a Campari di introdurre nel proprio portafoglio un marchio ben noto ad elevata marginalità e soprattutto ben evoluto, permettendogli di consolidare maggiormente la sua posizione nel mercato in cui opera, soprattutto in quello *premium*, aumentando la quota di mercato e la base clienti, riducendo la concorrenza, con la conseguenza di un maggiore *pricing power* e quindi nel complesso maggiori ricavi. Ciò ha consentito alla nuova entità di generare un ammontare di vendite nette superiore alla somma dei singoli ammontare considerando le due imprese separatamente e in modo indipendente, dando luogo al concetto di sinergia.

D'altro canto, da quest'analisi non si può affermare la realizzazione di sinergie di costo. In realtà, anche in relazione a quanto analizzato, affermato e sostenuto nel precedente paragrafo relativo all'analisi di conto economico di Campari, le sinergie potrebbero essersi realizzate, non risultando però ampiamente apprezzabili attraverso tale metodo di valutazione. Infatti, con riferimento a quanto riscontrato nel primo paragrafo di questo

capitolo, le diminuzioni del costo di distribuzione nel 2016 e di produzione nel 2017 potrebbero essere imputabili all'acquisizione.

La condivisione di alcuni costi come per esempio quelli di manutenzione e lavorazioni esterne, nonché la perfetta sovrapposizione a livello geografico del *business* acquisito con quello del Gruppo Campari dando a quest'ultimo la possibilità di sfruttare al meglio la sua struttura distributiva senza dover sostenere costi aggiuntivi per la distribuzione del nuovo *brand* acquisito, possono aver portato a diminuire il costo di distribuzione del 2016 che si è mantenuto inferiore a quello sostenuto nel 2015 anche nei due anni successivi. Inoltre, la realizzazione di economie di scala a seguito della maggiore dimensione della società e della maggiore produzione generata con l'acquisizione, nonché probabilmente anche la realizzazione di economie di scopo e il maggiore potere negoziale possono aver portato a generare sinergie di costo. Tale effetto è riscontrabile però nell'analisi del conto economico del 2017 dove si è creata una diminuzione dei costi relativi ai materiali e alla produzione.

Le sinergie di costo, quindi, potrebbero definirsi comunque realizzate anche se non direttamente apprezzabili. Infatti, tali ammontare non sono valori *una tantum* bensì valori che nel tempo, dal punto di vista prospettico, diventeranno consistenti apportando un notevole beneficio al Gruppo.

La combinazione di sinergie di fatturato e di costo anche se non direttamente riscontrabili, ha portato alla realizzazione di importanti sinergie di flusso per il Gruppo Campari.

### **Sinergie di tasso e di debito**

Le sinergie di tasso, invece, sono state calcolate mediante la formula (9) (Cap. 2, par. 1.2). Per farlo è stato necessario non solo esplicitare i flussi di cassa operativi, ma anche calcolare il costo del capitale operativo delle due società al fine di scontare i flussi di cassa operativi delle stesse e determinare poi quello della nuova entità necessario per attualizzare il flusso generato dal nuovo complesso.

Come precedentemente anticipato, ai fini del calcolo si è semplificato assumendo una situazione senza debito (*unlevered*) dove il costo del capitale operativo  $r_O$  non è altro che uguale al costo dell'*equity*  $r_E$  calcolato con la formula (7) (Cap. 2, par. 1.1) del CAPM dove si è direttamente caricato il rischio Paese nel tasso privo di rischio considerando il rendimento dei BTP italiani e francesi a 10 anni al 30/12/2016<sup>32</sup>, utilizzando poi come

---

<sup>32</sup> I dati sono stati ricavati da Investing.com (disponibile a <https://it.investing.com/rates-bonds/italy-10-year-bond-yield-historical-data> e <https://it.investing.com/rates-bonds/france-10-year-bond-yield->

beta quello *unlevered* per il settore *Beverage Alcoholic* dell'area Euro del 2016 pari a 0,55 e come premio per il rischio base quello USA del 2016 pari al 5,69%. I risultati ottenuti sono i seguenti:

- $r_{E,(A)} = 4,9485\%$
- $r_{E,(B)} = 3,8125\%$

Il costo del capitale della nuova entità  $r_{E,(A+B)}$  si è quindi ottenuto mediante una media tra i due tassi, risultando pari al 4,3805%.

I flussi di cassa operativi considerati nel calcolo sono stati innanzitutto quelli generati dalla nuova entità attualizzati al relativo costo del capitale, a cui si è dovuta sottrarre la somma dei flussi delle singole entità attualizzati al relativo costo del capitale. Poiché l'acquisizione si è realizzata nel luglio 2016, il flusso di cassa operativo della nuova entità risultante pari a €289,2 milioni è stato calcolato sommando il flusso del secondo semestre 2016 (€167,8 milioni) con quello del primo semestre 2017 (€121,4 milioni) del Gruppo Campari come nuova entità. A questo punto, dopo aver attualizzato tale ammontare al tasso del nuovo complesso pari al 4,3805%, è stata sottratta la somma dei flussi del Gruppo Campari privi del contributo di SPML che assumiamo pari a €14 milioni<sup>33</sup> per la quota di possesso, con quelli di SPML moltiplicati per la quota di possesso, attualizzandoli ai rispettivi tassi quali 4,9485% per Campari e 3,8125% per SPML.

Le sinergie di tasso realizzate con l'acquisizione risultano così pari a €695,92 milioni:

$$V_{Sin.Tasso} = \frac{289,2}{0,043805} - \left( \frac{289,2 - (14 * 0,734)}{0,049485} + \frac{(14 * 0,734)}{0,038125} \right)$$

Si evince, quindi, che l'acquisizione ha consentito al Gruppo Campari di ridurre la sua rischiosità dal punto di vista operativo in forza di una maggiore stabilità realizzata probabilmente grazie alla base clienti sviluppata, al *track record* finanziario verificabile e alla linea di prodotti evoluta di SPML, portando ad un costo del capitale inferiore con

---

[historical-data](#)) in data 01/09/2023 e sono pari rispettivamente al 1,819% e al 0,683%. Nonostante l'orizzonte temporale annuale successivo all'operazione comprenda il secondo semestre 2016 e il primo semestre 2017, si è considerato il rendimento al 30/12/2016 anziché fare una media tra quelli del periodo succitato in quanto i due lassi temporali sono stati ritenuti periodi di stabilità. Si è poi fatta la stessa considerazione anche per il beta e il premio per il rischio base degli Stati Uniti prendendo i valori del 2016.

<sup>33</sup> Sulla base delle considerazioni in nota n.31 in merito al bilancio ottico consolidato di SPML, il Gruppo francese storicamente ha generato in media €14 milioni di flusso di cassa operativo e, per semplificare, supponendo che il *business* non sia assoggettato a nessuna stagionalità, si è ipotizzato che il flusso generato semestralmente fosse pari alla metà di €14 milioni ossia €7 milioni.

positivi risvolti sul capitale economico dell'intero complesso. Inoltre, anche grazie a questo beneficio, Campari ha potuto realizzare sinergie di debito. Con riferimento alla PFN del Gruppo Campari al 30/06/2016 i debiti verso banche a medio-lungo termine sono risultati pari a €2,9 milioni, in diminuzione rispetto ai €5,7 milioni dello stesso periodo dell'anno precedente e ai €4,4 milioni al 31/12/2015. Con l'acquisizione, avvenuta nel luglio 2016, i debiti non correnti verso banche sono nettamente aumentati e lo dimostra la PFN al 30/09/2016 che, rispetto a quella del 30/09/2015 e del 31/12/2015, ha evidenziato un ammontare di tali debiti superiore e pari a €302,6 milioni. Tale *trend* in aumento dei debiti a medio-lungo termine verso banche è proseguito anche negli anni successivi. È possibile, quindi, ipotizzare che l'acquisizione abbia contribuito positivamente alla stabilità del Gruppo Campari, aumentandone la meritevolezza creditizia e pertanto la sua capacità di indebitamento, consentendo la generazione di maggiori scudi fiscali e quindi l'incremento del valore della nuova entità.

### *3.4.2 Le sinergie del Gruppo FRI-EL*

#### **Sinergie di flusso**

Anche in questo caso, al fine di verificare la realizzazione delle sinergie di flusso realizzatesi in capo al Gruppo FRI-EL si sono considerati in primo luogo i ricavi operativi e in secondo luogo i costi operativi, sia generali sia appartenenti al settore eolico (Appendice A) per una valutazione più dettagliata.

A livello generale, i ricavi operativi generati dal Gruppo FRI-EL nel 2017 sono risultati pari a €179.126 migliaia, mentre quelli realizzati in capo ad Alerion nel 2018 erano pari a €55.854 migliaia. Considerando una percentuale di possesso pari al 54,63% l'ammontare dei ricavi operativi conseguiti in forza del consolidamento sarebbe dovuto risultare il seguente:

$$\text{Ricavi operativi} = 179.126 + (55.854 * 0,5463) = 209.639$$

In realtà, il bilancio consolidato 2018 della nuova entità ha evidenziato ricavi operativi per €218.703 migliaia mettendo in luce che l'operazione di M&A può aver portato alla realizzazione di sinergie di fatturato dal punto di vista generale. I ricavi operativi sono certamente aumentati in forza dell'acquisizione, come si è commentato nel paragrafo dedicato alla valutazione dei bilanci, tuttavia, da ciò emerge che i ricavi operativi sono

incrementati più di quanto avrebbero dovuto.

Per una valutazione più dettagliata, si sono volute calcolare le sinergie di fatturato anche nel settore eolico dato che l'acquisizione è legata a tale comparto. In questo caso i ricavi operativi realizzati dal Gruppo FRI-EL nel 2017 sono stati pari a €102.871 migliaia. Aggiungendo a tale ammontare i ricavi operativi conseguiti da Alerion nel 2018, sempre moltiplicati per la percentuale di possesso, si giunge ad un totale di €133.384 migliaia che, confrontato con quello effettivamente generato dalla nuova entità nel settore eolico nel 2018 pari a €139.421 migliaia, conferma la realizzazione di sinergie di fatturato e quindi di flusso ottenute mediante l'operazione di M&A coerentemente con quanto riscontrato e commentato nel secondo paragrafo di questo capitolo:

$$\text{Ricavi operativi(eolico)} = 102.871 + (55.854 * 0,5463) = 133.384$$

Al fine di comprendere se le sinergie di flusso si sono realizzate anche in forza di una diminuzione dei costi, e quindi grazie alla realizzazione di sinergie di costo, si sono considerati i costi operativi<sup>34</sup> senza fare alcuna suddivisione tra le diverse tipologie di costo in quanto il conto economico di Alerion li illustra in modo aggregato. Anche in questo caso la valutazione ha riguardato i costi operativi generali e quelli relativi all'eolico.

A livello generale, i costi operativi di FRI-EL al 2017 sono risultati pari a €148.504 migliaia a cui si sono sommati quelli conseguiti da Alerion nel 2018 pari a €15.735 migliaia per la quota di possesso. Il risultato ottenuto è il seguente:

$$\text{Costi operativi} = 148.504 + (15.735 * 0,5463) = 157.100$$

I costi operativi computati a conto economico consolidato 2018 del nuovo complesso, invece, sono risultati inferiori e pari a €146.386 migliaia confermando la realizzazione di sinergie di costo.

Anche in ambito eolico si è giunti al medesimo risultato: se ai costi operativi eolici del 2017 del Gruppo FRI-EL pari a €98.862 migliaia si sommano quelli di Alerion del 2018 di €15.735 migliaia per la quota di possesso si ottengono costi operativi eolici per €107.458 migliaia, superiori rispetto a quelli iscritti a bilancio consolidato 2018 della

---

<sup>34</sup> I costi operativi si considerano comprensivi delle voci 'accantonamenti per rischi ed oneri' e 'capitalizzazioni interne' ma privi degli ammortamenti (Appendice A).

nuova entità risultati pari a €94.921 migliaia.

$$\text{Costi operativi (eolico)} = 98.862 + (15.735 * 0,5463) = 107.458$$

Quindi, è possibile sostenere che l'acquisizione può aver portato anche alla realizzazione di sinergie di costo nel settore eolico e di conseguenza a livello generale che, aggiungendosi a quelle di fatturato, possono avere portato alla realizzazione di sinergie di flusso.

Complessivamente, è possibile affermare che l'acquisizione messa in atto dal Gruppo FRI-EL ha impattato positivamente sui flussi finanziari generando sinergie di flusso derivanti dall'incremento dei ricavi e dalla diminuzione dei costi sia a livello generale che nell'eolico, in conformità con gli obiettivi dell'operazione.

Le sinergie di fatturato realizzate, che vedono il ricavo operativo totale creato dalla nuova entità maggiore della somma dei ricavi operativi ottenuta considerando le due società separatamente, si devono al fatto che la società acquisita non era altro che un pacchetto già pronto per la produzione di energia rinnovabile, in particolare eolica, in termini di impianti, tecnologie, reputazione e dipendenti formati da poter sfruttare comportando un miglioramento del potenziale di crescita. Il relativo consolidamento, pertanto, ha permesso sin da subito di aumentare nel comparto eolico la capacità installata e di conseguenza quella produttiva, aumentando le vendite e quindi i ricavi operativi, grazie anche alla maggiore quota di mercato realizzata e alla maggiore base clienti. In aggiunta, con il consolidamento e l'espansione della posizione nel mercato italiano ed estero e con l'incremento della quota di mercato e della base clienti, il Gruppo FRI-EL è probabilmente diventato un operatore con un forte potere di mercato contribuendo positivamente alla realizzazione di sinergie di fatturato.

Si sono realizzate anche sinergie di costo derivanti probabilmente, coerentemente con quanto si era riscontrato dall'analisi di bilancio, dalla creazione di economie di scala per quanto riguarda i costi di produzione in forza di una maggiore dimensione, da risparmi sui costi delle materie prime e materiali di consumo riconducibili ai migliori contratti di fornitura di Alerion che il Gruppo FRI-EL ha potuto sfruttare e al maggiore potere negoziale generatosi, nonché dalla condivisione e riduzione dei costi di sviluppo tecnologico e di realizzazione grazie alla combinazione dei relativi *know-how*. Nonostante in tale analisi non sia stata fatta distinzione tra le diverse tipologie di costo,



in relazione alla valutazione di bilancio precedente, la sinergia realizzata è riconducibile ai costi per materie prime e materiale di consumo.

Questi aspetti combinati tra loro, ossia le sinergie di fatturato da un lato e le sinergie di costo dall'altro, hanno permesso di realizzare le sinergie di flusso.

### **Sinergie di tasso e di debito**

Per quanto riguarda il calcolo delle sinergie di tasso, è stato necessario determinare il costo del capitale operativo delle singole società al fine di determinare poi quello della nuova entità  $r_{O,(A+B)}$  a cui scontare il relativo flusso di cassa operativo. Questo tasso, ipotizzando una situazione *unlevered* come precedentemente affermato, si ricava come media tra il tasso  $r_E$  del Gruppo FRI-EL e il tasso  $r_E$  di Alerion, entrambi al 2018. Questi due tassi sono quindi ottenuti mediante la formula (7) (Cap. 2, par. 1.1) del CAPM considerando il rendimento dei BTP italiani a 10 anni al 31/12/2018<sup>35</sup>, utilizzando come beta quello *unlevered* per il settore *Green and Renewable Energy* dell'area Euro del 2018 pari a 0,48 e come premio per il rischio base quello USA del 2018 pari al 5,96%.

Il costo del capitale ottenuto è risultato il seguente:

$$- \quad r_{E,(A),(B)} = 5,6338\%$$

Essendo due società appartenenti allo stesso Paese e allo stesso settore, il rischio Paese e il beta utilizzati sono stati i medesimi. Ciò ha comportato un costo dell'*equity* uguale per le due società e pertanto un corrispondente costo del capitale della nuova entità  $r_{E(A+B)}$ .

A questo punto, per calcolare le sinergie di tasso si sono considerati i flussi di cassa al 31/12/2018 del Gruppo FRI-EL, sia come nuovo complesso sia come singola entità, e di Alerion. Dato che il flusso del Gruppo FRI-EL al 2018 pari a €103.975 migliaia racchiude il contributo di Alerion, per calcolare quello netto come singola entità si è sottratto all'ammontare il prodotto tra la quota di possesso e il flusso di cassa della società *target* a fine 2018 pari a €34.728 migliaia.

A questo punto si è potuto procedere con il calcolo attualizzando al costo del capitale del nuovo complesso il flusso di cassa del Gruppo FRI-EL a fine 2018 come nuova entità, dato che comprende già il contributo di Alerion e, in seguito, sottraendovi la somma dei flussi di cassa delle singole entità attualizzati al medesimo costo del capitale:

---

<sup>35</sup> Il dato è stato preso da Investing.com (disponibile a <https://it.investing.com/rates-bonds/italy-10-year-bond-yield-historical-data>) in data 01/09/2023 e risulta pari al 2,773%.

$$V_{Sin.Tasso} = \frac{103.975}{0,056338} - \left( \frac{103.975 - (34.728 * 0,5463)}{0,056338} + \frac{34.728 * 0,5463}{0,056338} \right)$$

A causa del costo del capitale invariato tra le singole entità e il nuovo complesso per le motivazioni di cui sopra, l'ammontare delle sinergie di tasso risulta pari a zero. L'acquisizione, pertanto, sembra non aver consentito di ridurre la rischiosità operativa del Gruppo FRI-EL con la conseguenza di un minore costo del capitale, tuttavia, ciò non preclude che si possano essere generate delle sinergie di debito che potrebbero aver permesso al Gruppo di incrementare il valore, grazie ai maggiori scudi fiscali ottenuti per merito della maggiore capacità di indebitamento derivante dalla maggiore stabilità e meritevolezza creditizia apportata con l'acquisizione. Come precedentemente riportato, queste sinergie non saranno calcolate, ma saranno discusse guardando alla PFN del Gruppo, in particolare ai debiti a medio-lungo termine verso banche. Nel 2018 tale voce è diminuita a fronte di un aumento di mutui bancari a breve richiesti anche da Alerion per la costruzione di tre parchi eolici. Nel 2019, tuttavia, i mutui bancari a medio-lungo termine hanno subito un notevole incremento soprattutto in forza degli investimenti, anche esteri, di Alerion volti a realizzare e a mettere in esercizio i parchi eolici progettati. Negli anni successivi si sono generati dei decrementi dell'indebitamento, dovuti però al rimborso a naturale scadenza delle rate di finanziamento nonché, nel 2021, anche alla cessione del Gruppo Biogas.

Complessivamente i debiti a medio-lungo termine verso banche sono rimasti abbastanza elevati e quindi è possibile sostenere che probabilmente il Gruppo FRI-EL con l'acquisizione ha potuto incrementare, anche se di poco, la propria capacità di indebitamento realizzando lievi sinergie di debito, le quali hanno consentito di incrementare il valore della nuova entità.

### *3.4.3 Le sinergie del Gruppo Ascopiave*

#### **Sinergie di flusso**

Per la valutazione delle sinergie di flusso si è proceduto come nei casi precedenti. In tal caso, però, la situazione è un po' più articolata in quanto l'operazione ha portato sia al consolidamento integrale di AP Reti Gas Nord Est Srl con evidenti impatti a livello di conto economico, sia al consolidamento sulla base del metodo del patrimonio netto della società EstEnergy in cui sono state fatte confluire tutte le attività di commercializzazione.

Pertanto, la valutazione delle sinergie di flusso dovrebbe considerare gli eventuali flussi incrementali apportati da entrambe le società. Quindi, si dovrebbe proseguire con la valutazione in forza del consolidamento di AP Reti Gas Nord Est e di EstEnergy, tuttavia, quest'ultima analisi non è possibile poiché i risultati di EstEnergy sono stati contabilizzati a bilancio con il metodo del patrimonio netto, pertanto, il confronto con i ricavi e i costi conseguiti dal Gruppo Ascopiave sarebbe errato perché al loro interno non vi sono quelli realizzati da EstEnergy. Di seguito, verrà dunque presentata la valutazione solo con riferimento ad AP Reti Gas Nord Est Srl.

Le sinergie di flusso possono emergere perché l'operazione di M&A crea dei legami tra le imprese coinvolte che consentono di incrementare i ricavi o di ridurre i costi.

Per quanto riguarda l'incremento dei ricavi, ossia le sinergie di fatturato, si sono sommati ai ricavi totali realizzati dal Gruppo Ascopiave nel 2019 pari a €124.911 migliaia quelli pari a €25.662 migliaia realizzati dalla società AP Reti Gas Nord Est nel 2020 posseduta dal Gruppo per il 100%. Il totale realizzato risulta di €150.573 migliaia come si vede dalla seguente formula:

$$\text{Ricavi totali} = 124.911 + 25.662 = 150.573$$

In realtà, il conto economico consolidato 2020 del nuovo complesso ha evidenziato ricavi per €163.896 migliaia confermando la realizzazione di sinergie di ricavo, e quindi di flusso derivanti dall'incremento dei ricavi in forza del consolidamento della società atta alla distribuzione di gas naturale.

Per quanto riguarda la valutazione delle sinergie di costo, si sono analizzati i costi per altre materie prime, i costi per servizi, i costi del personale e gli altri costi di gestione. Dal calcolo è emerso che le sole sinergie di costo realizzate con il consolidamento, si sono generate nei costi del personale.

Di seguito sono riportate le formule per la determinazione dell'ammontare di ogni costo che si sarebbe dovuto iscrivere a bilancio consolidato del nuovo complesso 2020 calcolato come la somma del costo di Ascopiave al 2019 e il costo di AP Reti Gas Nord Est Srl al 2020.

$$\text{Costi di acquisto altre materie prime} = 1.358 + 422 = 1.780$$

L'ammontare contabilizzato a bilancio consolidato 2020 del nuovo complesso è stato pari a €1.782 migliaia, superiore, anche se di poco, a quello calcolato come somma delle due società intese separatamente e in modo indipendente. Si può affermare, quindi, che il consolidamento non ha portato a particolari sinergie di costo in tale ambito poiché i costi contabilizzati sono in linea con quelli che si sarebbero dovuti realizzare.

$$\text{Costi per servizi} = 31.732 + 4.325 = 36.057$$

Anche in questo caso, l'ammontare che è risultato dal bilancio consolidato 2020 del nuovo complesso è superiore e pari a €36.776 migliaia non evidenziando la realizzazione di sinergie di costo a seguito dell'operazione di consolidamento.

$$\text{Costi del personale} = 14.500 + 3.118 = 17.618$$

All'interno di questo costo, a differenza di tutti quelli visti precedentemente e che saranno analizzati successivamente, si notano piccole sinergie di costo. Infatti, il costo del personale iscritto nel bilancio consolidato 2020 del nuovo complesso è risultato inferiore e pari a €17.132 migliaia. Il consolidamento di AP Reti Gas Nord Est ha sì comportato un incremento di tale costo, ma per un effetto sinergico tra le due l'ammontare complessivo è risultato inferiore rispetto all'ammontare delle due società considerate separatamente e in modo indipendente.

$$\text{Altri costi di gestione} = 33.902 + 1.156 = 35.058$$

Gli altri costi di gestione iscritti nel bilancio consolidato 2020 della nuova entità sono risultati, invece, pari a €44.700 migliaia, nettamente superiori rispetto alla somma della suddetta formula. Anche in questo caso, quindi, non si sono realizzate sinergie di costo dal consolidamento di AP Reti Gas Nord Est Srl.

Complessivamente, come già anticipato nell'analisi del conto economico ai paragrafi precedenti, il consolidamento di questa società, in cui sono state fatte confluire le concessioni acquisite da Hera, non ha portato alla realizzazione di sinergie di costo se non solo per i costi del personale ma insufficienti a determinarne la creazione a livello complessivo. Infatti, mediante una valutazione più generale, se ai costi operativi del 2019

di Ascopiave dati dalla somma dei costi visti precedentemente e pari a €81.492 migliaia si sommano quelli di AP Reti Gas Nord Est Srl del 2020 di cui sopra e pari a €9.021 migliaia, si determina un ammontare di tali costi pari a €90.503 migliaia. Tuttavia, nel bilancio 2020 del nuovo complesso la somma iscritta è stata di €100.390 migliaia non comprensiva della voce 'Altri proventi', confermando che, a livello complessivo, il consolidamento non ha portato alla realizzazione di sinergie di costo.

Concludendo, l'acquisto da parte di Ascopiave da Hera di un perimetro di concessioni molto elevato, poi confluito in AP Reti Gas Nord Est Srl, in aree geografiche non ancora servite agendo attraverso una logica di complementarità, ha consentito al Gruppo Ascopiave di realizzare importanti sinergie di flusso derivanti solamente da sinergie di fatturato. Infatti, l'ammontare totale dei ricavi ottenuto come unica entità è risultato maggiore della somma dei ricavi ottenuta considerando le due società separatamente e in modo indipendente, soprattutto nei ricavi derivanti dal trasporto di gas naturale. Tale risultato si deve all'ampliamento della rete di distribuzione e della quota di mercato che, a loro volta, hanno portato ad incrementare la base clienti acquisendo quella di Hera già sviluppata e di conseguenza i volumi di gas distribuiti, consentendo ad Ascopiave di diventare più competitivo anche grazie ad un *pricing power* maggiore che, a sua volta, ha consentito di accrescere ulteriormente il fatturato.

Se tali sinergie di flusso si sono realizzate a seguito dell'incremento dei ricavi per il consolidamento di AP Reti Gas Nord Est Srl, non si può dire che si siano realizzate in forza di una diminuzione dei costi. Difatti, i costi operativi complessivamente sono aumentati più di quanto sarebbe stato l'apporto di AP Reti Gas Nord Est Srl, in particolare con riferimento alla gestione degli impianti di distribuzione e all'acquisto dei materiali per la manutenzione delle infrastrutture atte alla distribuzione. Pertanto, l'incremento dei flussi finanziari in termini di sinergie di flusso è dovuto essenzialmente alle sinergie di fatturato realizzate.

Per quanto riguarda EstEnergy è importante sottolineare che, anche se non è stato possibile individuare le sinergie di flusso apportate, essa ha permesso ad Ascopiave di valorizzare il *business* della commercializzazione del gas e dell'energia elettrica, grazie alla *partnership* con un primario attore del mercato. Inoltre, la partecipazione per il 48% all'interno di EstEnergy ha portato sin da subito il Gruppo Ascopiave a realizzare utili elevati.

## Sinergie di tasso e di debito

Di seguito si è proceduto con il calcolo delle sinergie di tasso. Anche in questo caso è stato necessario calcolare il costo del capitale operativo del nuovo complesso a cui attualizzare il relativo flusso di cassa operativo generato, solo che in questo caso si deve comprendere nel calcolo sia EstEnergy sia AP Reti Gas Nord Est Srl per un costo del capitale della nuova entità  $r_{O,(A+B+C)}$  al 2020. Questo tasso, che come precedentemente affermato non è altro che il costo dell'*equity*, si ottiene facendo la media tra il costo dell'*equity*  $r_E$  del Gruppo Ascopiave, di EstEnergy e di AP Reti Gas Nord Est Srl al 2020 calcolati mediante la formula (7) (Cap. 2, par. 1.1) del CAPM. A tal proposito, si è direttamente caricato il rischio Paese nel tasso privo di rischio considerando il rendimento dei BTP italiani a 10 anni al 31/12/2020<sup>36</sup>, utilizzando come beta quello *unlevered* per il settore *Utility (General)* dell'area Euro del 2020 pari a 0,39 e come premio per il rischio base quello USA del 2020 pari al 4,72%.

Il costo del capitale ottenuto è risultato il seguente:

$$- \quad r_{E,(A),(B),(C)} = 2,3618\%$$

Anche in questo caso, come in quello analizzato precedentemente, si nota come il costo del capitale sia il medesimo in capo alla società acquirente e alle società *target*. Tale risultato si deve in primo luogo al fatto che sono tre imprese appartenenti alla stessa nazione, per cui il rischio Paese usato è stato il medesimo, e in secondo luogo, al fatto che operando tutte nel settore delle *utilities*, il beta *unlevered* utilizzato è risultato lo stesso. Pertanto, il costo del capitale del nuovo complesso  $r_{E,(A+B+C)}$  sarà proprio pari a 2,3618%.

A questo punto, si è esplicitato il flusso di cassa della nuova entità, pari a €42.157 migliaia, che non è altro che il flusso realizzatosi in capo al Gruppo Ascopiave a fine 2020 come nuova entità in quanto comprensivo dell'apporto della società EstEnergy per €7.738 migliaia, dato dalla moltiplicazione tra la quota di possesso di Ascopiave nella società e il suo flusso di cassa operativo del 2020 pari a €16.121 migliaia, e di AP Reti Gas Nord Est Srl per €17.596 migliaia.

Ai fini del calcolo, l'ammontare del nuovo complesso è stato attualizzato al tasso  $r_{E,(A+B+C)}$  e dal risultato si è sottratta la somma dei flussi distinti delle tre società attualizzati al rispettivo costo del capitale. Il flusso di Ascopiave 2020, per le succitate

---

<sup>36</sup> Il dato è stato preso da Investing.com (disponibile a <https://it.investing.com/rates-bonds/italy-10-year-bond-yield-historical-data>) in data 01/09/2023 e risulta pari al 0,521%.

motivazioni, si è ricavato sottraendovi l'apporto di EstEnergy e di AP Reti Gas Nord Est Srl, di conseguenza il flusso delle società *target* non è altro che tale apporto, ossia il flusso di cassa operativo evidenziato dal rendiconto finanziario del 2020 moltiplicato per la quota di possesso, qualora diversa dal 100%.

$$V_{Sin.Tasso} = \frac{42.157}{0,023618} - \left( \frac{42.157 - (16.121 * 0,48) - 17.596}{0,023618} + \frac{16.121 * 0,48}{0,023618} + \frac{17.596}{0,023618} \right)$$

A causa del medesimo costo del capitale tra le singole entità e il nuovo complesso, l'ammontare delle sinergie di tasso risulta pari a zero. Tale risultato però non ha impedito al Gruppo Ascopiave di ottenere sinergie di debito dall'operazione. Infatti, grazie ad una maggiore stabilità economico-finanziaria conseguita, il Gruppo ha potuto migliorare la meritevolezza creditizia ed incrementare la capacità di indebitamento, generando maggiori scudi fiscali e aumentando così il valore del complesso risultante. Lo si riscontra con riferimento alla PFN del Gruppo che ha evidenziato un notevole aumento dei mutui bancari a medio-lungo termine a partire dal 2020, soprattutto volti ad investimenti per il rafforzamento del *core business* della distribuzione del gas.

### **3.5 L'impatto dell'operazione di M&A sull'andamento azionario e sulla redditività dell'acquirente**

Un'analisi viene svolta anche in merito all'impatto che l'operazione di M&A ha avuto sulle quotazioni azionarie dei gruppi acquirenti, in particolare sull'andamento del titolo del Gruppo Campari e del Gruppo Ascopiave in quanto il Gruppo FRI-EL non è quotato, nonché sulla redditività e produttività di tutti i gruppi, in particolare in termini di *Return On Equity* (ROE) e *Return On Sales* (ROS). A tal fine è necessario affidarsi a due filoni letterari che nel corso degli anni '70 sono diventati indipendenti poiché non solo hanno utilizzato dati e metodologie diverse, ma sono anche giunti a conclusioni differenti (Benfratello 1999, 2000). Tuttavia, non vi è un approccio migliore dell'altro in quanto entrambi sono stati assoggettati ad importanti critiche illustrate alla fine di questo paragrafo.

#### *3.5.1 Filone della Financial Economics: l'event studies*

Nel Capitolo 1 al paragrafo 2, sulla base di alcuni studi, si è affermato che dal 2009 le operazioni di M&A hanno portato gli azionisti a beneficiare di rendimenti anomali

positivi (Alexandridis *et al.* 2017). Il filone di analisi di riferimento è quello della *Financial Economics*, il quale utilizza i prezzi delle azioni per confermare gli effetti positivi sugli azionisti delle società acquirenti e acquisite (Benfratello 1999).

Gli studi nell'ambito della finanza si caratterizzano non per i dati utilizzati ossia i prezzi delle azioni, bensì per le metodologie (Benfratello 2000). Una di queste consiste nel comparare la *performance* in termini di P/E delle imprese coinvolte in fusioni o acquisizioni prima e dopo l'operazione con un gruppo di controllo (Benfratello 2000), al fine di misurare l'impatto dell'operazione di M&A. La metodologia più utilizzata, tuttavia, è quella dell'*event studies* (Benfratello 2000) che consiste nel misurare l'impatto di un evento specifico sul valore d'impresa (MacKinlay 1997) traendo gli effetti delle operazioni di M&A dai rendimenti anomali che si generano nel mercato di Borsa all'annuncio dell'operazione (Benfratello 2000).

Tale ultimo metodo presuppone alla base due importanti assunzioni. In primo luogo, il mercato deve essere efficiente in forma almeno semi-forte in modo tale che i prezzi delle azioni incorporino tutte le informazioni pubblicamente disponibili, escludendo la possibilità che le imprese *target* siano sottovalutate. In questo modo, la variazione dei prezzi delle azioni dopo l'annuncio dell'operazione riflette esclusivamente le aspettative sulla redditività attesa delle imprese (Benfratello 2000). In secondo luogo, si assume che i prezzi delle azioni predichino in modo non distorto i prezzi futuri che possono essere più alti o più bassi, paragonati ai prezzi durante il periodo di annuncio (Benfratello 2000). Secondo tale metodo, il rendimento anomalo ( $AR_{it}$ ), per un'impresa  $i$  alla data di evento  $t$ , non è altro che la differenza tra il ritorno effettivo realizzato post-evento ( $R_i$ ) e il ritorno normale atteso senza il condizionamento dell'evento in corso ( $E(R_{it}|X_t)$ ), ossia il rendimento di mercato se si considera il modello di mercato o una costante se si utilizza il modello di rendimento medio costante, e dove  $X_t$  non è altro che l'informazione condizionante per il modello del rendimento normale (MacKinlay 1997). Una volta scelto il modello, è necessario definire la finestra di stima che comprende l'orizzonte temporale precedente all'evento al fine di calcolare il rendimento normale atteso e, quindi poi, i rendimenti anomali e i rendimenti anomali cumulati (MacKinlay 1997). Infine, la metodologia presuppone di presentare i risultati dal punto di vista empirico sulla base di un disegno econometrico (MacKinlay 1997).

Tale metodo non sarà oggetto di calcolo e di valutazione in tale tesi in quanto non funzionale all'obiettivo della stessa che fa riferimento soprattutto alla valutazione delle sinergie. Tuttavia, al fine di analizzare, in maniera molto semplicistica, come il mercato



ha scontato la notizia dell'operazione di M&A si sono confrontati i prezzi azionari del titolo Campari e Ascopiave prima, durante e dopo l'annuncio.

### Andamento azionario del Gruppo Campari

Relativamente a Campari, come ci si aspettava, il giorno della notizia di acquisizione, avvenuta in data 15 marzo 2016 come definito dal bilancio ottico consolidato 2016 del Gruppo Campari (ricavato dalla banca dati AIDA), il prezzo del titolo ha chiuso a €4,26, al rialzo rispetto al giorno precedente in cui il titolo aveva chiuso a €4,18. Inoltre, si è realizzato il maggiore volume di azioni di tutto l'anno come si nota dal *Grafico 1*. Successivamente, il prezzo del titolo ha proseguito con questo *trend* positivo con picchi pari a €4,41 fino a fine mese.

I dati sono stati ricavati dal sito ufficiale del Gruppo Campari, nella sottosezione 'Informazioni per azionisti' presente nella sezione 'Investors' (Sito ufficiale Gruppo Campari).

*Grafico 1: Quotazione in euro del Gruppo Campari nel mese di marzo 2016*



Fonte: Sito ufficiale Gruppo Campari in 'Informazioni per azionisti' nella sezione 'Investors', disponibile a <https://www.camparigroup.com/it/page/investors/informazioni-azionisti>

Il titolo, quindi, ha subito questo forte incremento in marzo non solo a seguito degli annunci dei risultati positivi degli indicatori di *performance* del 2015 e del primo trimestre 2016, ma anche a seguito dell'annuncio dell'acquisizione di SPML avvenuto il 15 marzo 2016. A tal proposito, la percezione è stata quella di pensare che Campari volesse focalizzarsi al meglio sul *core business* degli *spirit* portando il mercato ad accogliere positivamente l'annuncio.

Facendo un'analisi complessiva della quotazione (Appendice B), il titolo nel 2016 ha

subito un incremento pari a +16,1% in termini assoluti con un *total shareholder return* (TSR) del +17,4% e rispetto al FTSE MIB e allo Stoxx Europe 600 Food&Beverage la sua *performance* è stata rispettivamente del +26,3% e del +21,5%. Inoltre, confrontando la *performance* del titolo con quelle di altre aziende comparabili del settore, quella di Campari è stata una delle migliori, probabilmente anche grazie all'integrazione di SPML e del *brand* Grand Marnier. Nel 2017 il settore *spirit* ha continuato la sua crescita positiva in termini di domanda e il titolo Campari ha beneficiato dell'annuncio dei risultati positivi del 2016, nonché di quelli relativi ai tre trimestri successivi registrando una delle migliori *performance* nel corso dell'anno fra i più importanti *player* di settore. Il titolo, inoltre, è stato influenzato positivamente dall'annuncio di numerose operazioni di M&A tra cui la cessione dell'azienda vinicola di Sancerre acquisita con SPML.

Le informazioni sono state tratte dai bilanci ottici consolidati 2016 e 2017 del Gruppo Campari (ricavati dalla banca dati AIDA).

Complessivamente, si assiste ad un buon andamento azionario del titolo, riconducibile sia all'annuncio sia in buona parte all'operazione di M&A viste le precedenti considerazioni in ambito economico-finanziario emerse durante l'analisi.

### **Andamento azionario del Gruppo Ascopiave**

La stessa analisi può essere fatta per quanto riguarda il Gruppo Ascopiave. Esaminandone la quotazione, al momento dell'annuncio, avvenuto il 17 giugno 2019 (Condina 2019), il titolo del Gruppo Ascopiave ha chiuso a €3,645 seguendo l'andamento lineare dei giorni precedenti. Il giorno successivo, tuttavia, il titolo ha subito un rialzo chiudendo a €3,82 e raggiungendo uno dei volumi più alti realizzati nell'anno pari a 1.141.260 contro i 111.078 del giorno precedente<sup>37</sup> (Yahoo Finance).

La notizia della *partnership*, che sembra aver avuto un impatto sul prezzo il giorno seguente, è stata accolta molto positivamente dal mercato in forza dell'aumento delle possibilità di *business combination* tra le due società in futuro e delle due *put* a disposizione di Ascopiave mediante le quali potrà acquisire, nei prossimi anni, *asset* di distribuzione del gas finanziandoli con il progressivo esercizio delle stesse (Condina 2019). Tale accordo è stato percepito, quindi, come una forte spinta alla crescita di Ascopiave derivante da tutti i benefici che si sarebbero realizzati, oltre ad essere in accordo con un primario attore del mercato.

---

<sup>37</sup> I dati sono stati presi da Yahoo Finance in data 05/07/2023.

Nei successivi sei mesi del 2019, nonostante la quotazione sia rimasta stabile, si è mantenuta ad un livello superiore rispetto ai primi sei mesi dell'anno (Appendice C) confermando un *trend* positivo in aumento riconducibile in buona parte alla notizia dell'accordo. Al 30 dicembre 2019 il titolo ha registrato una quotazione pari a €3,815 con una crescita di 23,3 punti percentuali rispetto alla quotazione di inizio 2019.

Nei primi mesi del 2020 la quotazione (Appendice C) è aumentata per poi diminuire drasticamente in marzo. Tale diminuzione è correlata alla pandemia da Covid-19 che in quei mesi ha messo in crisi tutto il sistema economico globale. Tuttavia, sulla redditività di tale *business* la pandemia ha avuto un impatto limitato nel corso dell'anno come si nota dalla ripresa, anche se lenta, della quotazione a fine 2020, grazie al fatto che l'emergenza ha avuto un minor grado di criticità nell'ambito in cui Ascopiave opera. Nel giugno 2020 la quotazione è tornata quasi ai livelli di inizio anno pre-pandemia, probabilmente in ragione della pubblicazione dei risultati positivi del primo trimestre riconducibili in buona parte ai risultati economico-finanziari realizzati dall'accordo con Hera e precedentemente analizzati.

Anche in questo caso, le informazioni sono state tratte dai bilanci ottici consolidati 2019 e 2020 del Gruppo Ascopiave (ricavati dalla banca dati AIDA).

Pertanto, si evince come il mercato, coerentemente con gli studi della letteratura di questo filone e la teoria neoclassica di M&A, tenda a scontare positivamente le notizie sulle operazioni di M&A. I prezzi poco prima dell'annuncio dovrebbero iniziare già a salire, probabilmente a causa di informazioni parzialmente rivelate al mercato, all'annuncio i prezzi subiscono un salto per poi appiattirsi nei giorni successivi. Si conferma, quindi, l'ipotesi di mercato efficiente in forma semi-forte proprio perché al momento dell'annuncio reagiscono incorporando l'informazione e creando rendimenti anomali positivi.

### 3.5.2 Filone della *Industrial Economics*. Impatto sulla redditività: ROE e ROS

Il filone della *Industrial Economics* si contrappone a quello precedente della *Financial Economics* poiché utilizza dati contabili per analizzare gli effetti delle fusioni e acquisizioni sulla redditività, sulla produttività, sui tassi di crescita delle imprese coinvolte e di specifici mercati (Benfratello 2000). Tuttavia, i dati di bilancio fanno

insorgere una serie di *bias* di redditività<sup>38</sup> e di *performance*<sup>39</sup>, nonché problemi di reperibilità e confrontabilità (Benfratello 2000).

Generalmente, i risultati di tali studi, a differenza di quelli del filone della *Financial Economics*, evidenziano che le operazioni di M&A sono negative in termini di redditività, anche se si riscontra una certa varianza di risultati (Benfratello 1999, 2000). Infatti, le M&A orizzontali dovrebbero condurre ad un incremento della redditività grazie all'aumento della quota di mercato e del conseguente potere di mercato, nonché grazie alle possibili riduzioni dei costi mediante economie di scala (Benfratello 2000).

Al fine di condurre la valutazione sarebbe necessario identificare un campione di controllo per normalizzare gli indici delle imprese coinvolte, nonché valutare statisticamente i risultati ottenuti (Benfratello 1999). Tuttavia, per facilità di calcolo, in tale tesi si salteranno questi passaggi fornendo un'analisi più semplicistica sugli indici di redditività in relazione all'operazione di M&A.

In questa analisi verranno considerati solamente gli indici ROE e ROS<sup>40</sup>, in quanto il primo fornisce una valutazione dell'intera impresa in termini di economicità complessiva (Paven, Tarasconi 2017), mentre il secondo dà una misura di quello che è il margine di reddito operativo prodotto per ogni unità di valore di fatturato (Borsa Italiana) e quindi di rilevanza per valutare se effettivamente l'operazione di M&A ha portato alla realizzazione delle sinergie e degli obiettivi che i rispettivi gruppi si erano prefissati.

Nella *Tabella 1* e nella *Tabella 2* qui di seguito, tutti i gruppi, l'anno successivo all'operazione di M&A, presentano più elevati indicatori di redditività.

---

<sup>38</sup> Si parla di *goodwill bias*: la differenza tra il prezzo pagato e il valore di libro dell'attivo dell'impresa acquisita è iscritta all'attivo dell'impresa acquirente, comportando in questo modo una diminuzione della redditività a causa del doppio effetto realizzato che vede aumentato il denominatore (attivo) e diminuito reddito di esercizio a causa dell'aumento degli ammortamenti (Benfratello 2000).

<sup>39</sup> Se un'impresa con una redditività al di sotto della media compie un'operazione di M&A nei confronti di una con redditività sopra la media, si creerà un effetto di livellamento e, quindi, un apparente miglioramento nelle *performances* dell'impresa acquirente (Benfratello 2000).

<sup>40</sup> Tali indici sono stati calcolati sulla base dei dati forniti dai bilanci ottici consolidati dei gruppi acquirenti fino al 2021 per FRI-EL e Ascopiave, e fino al 2019 per Campari (ricavati dalla banca dati AIDA), e dai *report*/relazioni finanziarie annuali 2020, 2021, 2022 per Campari e 2022 per Ascopiave ricavati dai loro siti ufficiali nella sezione 'Investor relations' (Sito ufficiale Gruppo Campari, Sito ufficiale Gruppo Ascopiave).

Tabella 1: ROE dei gruppi

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
ROE % G. CAMPARI	8,16	10,05	8,75	18,35	13,7	12,9	9,35	11,92	12,39
ROE % G. FRI-EL	-	7,43	7,16	12,22	12,95	13,73	13,43	27,83	ND
ROE % G. ASCOPIAVE	-	-	-	10,93	10,38*	56,46**	6,87	5,22	3,66

\*con bilancio 2018 riesposto e senza risultato netto da attività cessate/in dismissione: 3,54

\*\*senza risultato netto da attività cessate/in dismissione: 3,67

Fonte: Elaborazione dell'autore a partire dai bilanci ottici consolidati ricavati dalla banca dati AIDA e dai report/relazioni finanziarie annuali dei Gruppi ricavati dai siti ufficiali dei gruppi nella sezione 'Investor relations'

Il ROE è una misura dell'economicità complessiva dell'impresa e definisce l'aumento di valore a livello di azionista (Paven, Tarasconi 2017), ossia il tasso di remunerazione del capitale di rischio (Borsa Italiana 2009). Esso racchiude tutte le scelte compiute a livello di gestione caratteristica, finanziaria e patrimoniale (Borsa Italiana 2009). A tal proposito, si è calcolato l'indice come il rapporto tra l'utile netto del gruppo<sup>41</sup> e il patrimonio netto, scegliendo come orizzonte temporale i due anni precedenti l'operazione di M&A e i successivi fino al 2022 sulla base della disponibilità dei dati<sup>42</sup>.

Si nota come il Gruppo Campari e il Gruppo FRI-EL, l'anno dopo l'acquisizione, abbiano aumentato il proprio indice grazie all'incremento dell'utile netto realizzatosi, riconducibile alle sinergie conseguite e precedentemente analizzate.

Ascopiave, al contrario, ha presentato un ROE particolarmente elevato l'anno dell'accordo totalmente dovuto al risultato netto delle attività cessate/in dismissione che ha portato alla realizzazione di un utile particolarmente elevato. Al netto del risultato di tali dismissioni, il ROE realizzato dal Gruppo in tale anno sarebbe pari al 3,67% in aumento rispetto a quello del 2018 al netto delle dimissioni. L'anno successivo all'accordo, quindi, come negli altri due gruppi, il ROE è risultato in aumento rispetto a quello del 2019 e del 2018 al netto delle dismissioni grazie al maggior utile conseguito in forza delle sinergie generate dalla *partnership*.

Negli anni successivi, il ROE di Campari ha proseguito con un *trend* in diminuzione ma piuttosto stazionario, mentre quello di Ascopiave è diminuito. Tali diminuzioni potrebbero essere spiegate con riferimento ad uno studio condotto da Paven B. e Tarasconi Q. e presente nel loro elaborato "Value creation in M&A deals: relatedness and learning curve effects" del 2017, all'interno del quale si definisce che il ROE dipende dalla crescita di un'azienda. Essi sostengono, infatti, che sarebbe irrazionale chiedere alle

<sup>41</sup> Per il Gruppo Campari è stato considerato l'utile netto del Gruppo non rettificato al fine di cogliere l'impatto dell'acquisizione.

<sup>42</sup> Nel caso del Gruppo FRI-EL la valutazione termina nel 2021 in quanto, al momento dell'analisi, il bilancio ottico consolidato 2022 non era stato ancora depositato.

stesse di mantenere livelli di ROE non in linea con la loro fase di maturità ed è per tale motivo che a mano a mano che la crescita si realizza, il ROE tende a diminuire. Tale considerazione potrebbe essere traslata sui due gruppi in quanto caratterizzati da una maturità tale per cui la crescita potrebbe essersi ormai stabilizzata e realizzata.

FRI-EL, al contrario, ha visto un ROE in aumento che è andato raddoppiandosi nel 2021. Tale aumento, poteva derivare, non solo dall'incremento degli utili grazie alle sinergie realizzate, dall'acquisizione di una società con ROE elevato (Paven, Tarasconi 2017), oppure, coerentemente con lo studio precedente, da una continua crescita visto il settore di riferimento, ma anche da un incremento della leva finanziaria (Paven, Tarasconi 2017) effettivamente riscontrato nell'analisi di tale Gruppo e illustrato nel capitolo finale. Infatti, l'aumento della leva porta nel breve termine ad un incremento del rendimento del capitale proprio, ma se poi le risorse ottenute non vengono implementate per la crescita, si potrebbe realizzare una possibile distruzione di valore nel lungo periodo (Paven, Tarasconi 2017).

Alla luce di tali considerazioni, il ROE, secondo tali studiosi, non dovrebbe essere utilizzato tanto come una misura per la creazione di valore, ma piuttosto per indicare la fase di sviluppo di un'azienda (Paven, Tarasconi 2017), e se così viene considerato all'interno di tale tesi, è possibile affermare che l'operazione di M&A ha portato tutti i gruppi a realizzare un'importante crescita, che è poi proseguita nel caso di FRI-EL e, invece, si è stabilizzata per Campari e Ascopiave.

*Tabella 2: ROS dei gruppi*

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>ROS % G. CAMPARI</b>	16,35	18,7	18,5	21,71*	22,24	20,97	13,08	18,45	18,96
<b>ROS % G. FRI-EL</b>	-	18,96	25,82	31,36	39,54	38,35	32,58	43,43	ND
<b>ROS % G. ASCOPIAVE</b>	-	-	-	11,25	9,47**	17,27	17,79	25,08	19,5

\* con modifica apportata dagli IFRS 15: 22,49

\*\* con bilancio 2018 riesposto: 18,26

*Fonte: Elaborazione dell'autore a partire dai bilanci ottici consolidati ricavati dalla banca dati AIDA e dai report/relazioni finanziarie annuali dei Gruppi ricavati dai siti ufficiali dei gruppi nella sezione 'Investor relations'*

Il ROS, invece, è stato calcolato come il rapporto tra il reddito operativo<sup>43</sup> (EBIT) e le vendite nette o i ricavi operativi o totali. Anche in tal caso, l'orizzonte temporale preso in considerazione fa riferimento ai due anni precedenti l'operazione sino al 2022 sulla base della disponibilità dei dati<sup>42</sup>.

<sup>43</sup> Si è utilizzato l'EBIT non rettificato per quanto riguarda il Gruppo Campari al fine di comprendere l'effetto dell'operazione di M&A.

Nell'anno successivo all'operazione di M&A, esso si è confermato nettamente in crescita per tutti i gruppi rispetto al periodo precedente l'operazione, implicando un impatto positivo di quest'ultima sulla redditività delle vendite. Questo risultato, come precedentemente affermato, è senz'altro legato alle sinergie di fatturato e/o di costo realizzate che hanno consentito da un lato di incrementare i ricavi generando una minore incidenza dei costi, e dall'altro di diminuire i costi con la conseguenza di una ancora minore incidenza degli stessi come visto in Campari e FRI-EL.

Tali risultati, quindi, hanno disatteso le aspettative negative preannunciate dal filone della *Industrial Economics*. Tuttavia, come già affermato quest'analisi è molto semplicistica, manca di evidenza statistica, del campione di controllo, nonché dell'analisi dell'ambito di attività. Per altro, le operazioni più recenti non permettono di valutare le *performances* in un'ottica di lungo periodo, cosa che si potrà fare solo con il passare del tempo (Benfratello 1999).

### 3.5.3 Critiche ai filoni

Entrambi i filoni presi in considerazione sono stati assoggettati ad importanti critiche, nonostante forniscano delle metodologie significative per la valutazione dell'impatto delle operazioni di M&A sulle società acquirenti.

L'approccio finanziario, infatti, si focalizza sui prezzi delle azioni per il breve periodo ignorando totalmente l'orizzonte di lungo termine. A tal proposito, sono stati condotti numerosi studi e molti autori sono giunti alla conclusione che nel lungo termine nel caso di fusioni si realizzano rendimenti anomali statisticamente negativi, mentre nel caso di acquisizioni tramite OPA i rendimenti anomali non sono significativi (Benfratello 2000). Inoltre, i risultati del filone finanziario sono sensibili alla scelta dei *benchmark* che vengono utilizzati per la stima del CAPM (Benfratello 2000). In aggiunta, c'è la possibilità della cosiddetta "informazione contaminante", derivante dal fatto che la notizia dell'operazione può portare a conoscenza del mercato informazioni private riguardo l'impresa, influenzandone il prezzo (Benfratello 2000).

Il filone industriale, d'altro canto, è stato sottoposto ad una prima critica che riguarda tutti i lavori empirici che utilizzano indici di redditività tratti dai bilanci delle imprese. Benfratello L., all'interno del suo elaborato "Effetti delle fusioni e acquisizioni: una rassegna critica dell'evidenza empirica" del 2000, afferma che Fisher & McGowan hanno dimostrato che il *Return On Assets* (ROA) dato da *profit/assets* e il *Return On*

*Sales* (ROS) dato da *profit/sales* corrispondono, solo sulla base di ipotesi molto stringenti, al tasso di rendimento interno<sup>44</sup> (TIR) di un progetto, che secondo tali autori non è altro che l'unico tasso di profitto che deve essere utilizzato ai fini dell'analisi economica. Si evidenzia, dunque, una significativa difficoltà a misurare la redditività di un'impresa (Benfratello 2000). La seconda critica fa riferimento al fatto che nel caso di grandi imprese diversificate in molteplici settori produttivi, l'utilizzo di dati di bilancio trascura l'eterogeneità (Benfratello 2000). Inoltre, i campioni di controllo usati per normalizzare le *performances* delle imprese coinvolte nelle operazioni di M&A rispetto ad andamenti macroeconomici sono imprecisi (Benfratello 2000).

### **3.6 Il valore e il prezzo di acquisizione**

In questa tesi non si andrà a calcolare il valore e il prezzo di acquisizione delle società *target*, in quanto la valutazione effettuata con un approccio molto teorico potrebbe differire da quella reale a causa di possibili elementi negoziali che potrebbero aver influenzato il prezzo di acquisizione nella reale transazione e che nel modello teorico non riuscirebbero ad essere considerati. Pertanto, al fine di fornire ugualmente un'analisi sul valore e sul prezzo di acquisizione si prenderanno in considerazione le informazioni presenti nel bilancio ottico consolidato dell'acquirente (ricavato dalla banca dati AIDA) e le notizie derivanti dalla cronaca finanziaria.

Il bilancio ottico consolidato 2016 del Gruppo Campari (ricavato dalla banca dati AIDA) afferma che l'operazione è valsa €683 milioni di *Equity Value* per il 100% di SPML, con l'esclusione della vendita della proprietà immobiliare a Saint-Jean-Cap-Ferrat e il relativo *earn-out*, con un *Enterprise Value* di €650 milioni (cum dividendo 2015). La società francese nel 2015 ha chiuso con l'85% dei ricavi generati dal *brand* principale Grand Marnier e con un EBITDA pari a €30,8 milioni (Gerosa 2016b). In termini di multiplo, Campari ha valutato SPML 13,7 volte l'*Enterprise Value*/EBITDA prima delle sinergie, sulla base di un EBITDA pro-forma di €47,4 milioni (Gerosa 2016a). In un contesto di bassi interessi, gli analisti di Mediobanca hanno definito il prezzo offerto da Campari corretto visto il multiplo medio EV/EBITDA delle acquisizioni del Gruppo che si attesta a 10,3 volte, 10,5 volte per i liquori (Gerosa 2016a).

In merito all'acquisizione del Gruppo FRI-EL, non essendo quotato e quindi non

---

<sup>44</sup> Il tasso di rendimento interno è un tasso di attualizzazione che rende nullo il valore attuale di un investimento (Borsa Italiana).



assoggettato agli obblighi di *disclosure*, sono presenti poche informazioni a riguardo. Pertanto, non è stato possibile reperire notizie riguardanti il valore d'impresa della società *target* e, in particolare, riguardanti il multiplo EV/EBITDA. Dal bilancio ottico consolidato 2017 del Gruppo FRI-EL (ricavato dalla banca dati AIDA) si evince solamente che per l'operazione di M&A sono state portate in adesione all'Offerta n. 23.808.563 Azioni Alerion per un controvalore complessivo di €71.425.689, e lo stesso Gruppo ha richiesto un finanziamento alla Banca Popolare di Milano articolato in due linee di credito, uno per firma di importo complessivo massimo fino a €92.400.000 al fine di emettere la "garanzia di esatto adempimento" ai sensi degli articoli 102 e 106 del Testo Unico della Finanza e dell'articolo 37-bis del Regolamento Emittenti, e uno per cassa di importo capitale complessivo massimo pari a €73.920.000 al fine di supportare parte delle esigenze finanziarie connesse all'offerta e utilizzato per €57 milioni.

Relativamente all'operazione di Ascopiave con il Gruppo Hera, dalle notizie di cronaca finanziaria si evince che, con riferimento al 31/12/2018, l'*Equity Value* della nuova EstEnergy è stato pari a €864,5 milioni (*Enterprise Value* pari a €797 milioni), assoggettato però ad aggiustamenti di prassi rispetto alla data del *closing* e riconducibile alle attività commerciali di provenienza Ascopiave per €601 milioni (€543 milioni di *Enterprise Value* corrispondente) (Pereira 2019, Gruppo Hera 2019). In essa, Ascopiave ha poi acquisito la propria quota, pari al 48%, ad un prezzo di €395,9 milioni, sulla base di un *Equity Value* del 100% di EstEnergy pari a €824,9 milioni di cui €474,2 milioni relativi alle attività di Ascopiave (Gruppo Ascopiave 2019).

Tale *partnership*, tuttavia, ha comportato per Ascopiave anche l'acquisto di AP Reti Gas Nord Est Srl, in cui far confluire un perimetro di concessioni acquisito per il 100% da Hera. Dal bilancio ottico consolidato 2019 del Gruppo Ascopiave (ricavato dalla banca dati AIDA) si evince che tale acquisto ha comportato un assorbimento di liquidità pari a €168.000 migliaia.

Per ulteriori dettagli in merito alle procedure delle operazioni di M&A dei rispettivi gruppi si rimanda al Capitolo 1 paragrafo 3.

## **CAPITOLO 4. L'IMPATTO DELLE M&A SUI BUSINESS AI TEMPI DELLA PANDEMIA E DELLA GUERRA IN UCRAINA E LA LORO TRASPOSIZIONE NELL'ATTUALE CONTESTO**

Nel presente capitolo, come anticipato nel Capitolo 1, verrà fatto un focus sulle circostanze odierne, in particolare su come le operazioni di acquisizione e fusione abbiano influenzato e modificato i *business* dei gruppi acquirenti anche durante la pandemia da Covid-19 e la guerra in Ucraina, facendo inoltre delle considerazioni sulla possibilità di realizzazione nell'attuale contesto macroeconomico caratterizzato da numerosi eventi avversi correlando poi la valutazione all'andamento del mercato delle M&A.

### **4.1 Pensare la trasposizione delle operazioni di M&A nel contesto odierno**

Al fine di comprendere l'influenza delle operazioni di M&A sul *business* e fornire un commento relativamente all'eventuale convenienza a farle negli anni successivi, si è analizzato il contesto macroeconomico di tutti gli anni seguenti all'acquisizione o alla fusione sino al 2022, quando possibile, attraverso la relazione sulla gestione presentata dai gruppi acquirenti all'interno dei bilanci ottici consolidati (ricavati dalla banca dati AIDA) e mediante i *report*/relazioni finanziarie annuali ricavati dai siti ufficiali nella sezione 'Investor relations' rispettivamente di Campari per l'anno 2020, 2021, 2022 e di Ascopiave per il 2022 (Sito ufficiale Gruppo Campari, Sito ufficiale Gruppo Ascopiave). Inoltre, si sono correlati i casi analizzati con l'andamento del mercato delle M&A facendo riferimento ai rapporti di *Mergers and Acquisitions* di KPMG per l'anno dell'operazione.

#### *4.1.1 La trasformazione del business del Gruppo Campari e la trasposizione dell'acquisizione in questi anni*

L'acquisizione che ha visto coinvolto il Gruppo Campari si è realizzata nel 2016 in un contesto macroeconomico caratterizzato da un miglioramento dell'intera economia sia italiana che estera. Con riferimento all'Eurozona, l'espansione ciclica ha proseguito con un buon ritmo sostenuta da una forte domanda interna trainata dal rafforzamento della spesa delle famiglie. Tutti i principali Paesi dell'area Euro hanno registrato un'accelerazione del PIL, comportando una crescita economica che ha continuato ad espandersi nel corso dell'anno. Anche gli Stati Uniti, principale mercato del Gruppo, hanno registrato una forte accelerazione trainata anche dall'espansione dei consumi

privati. Tutte queste motivazioni hanno posto le basi per la realizzazione dell'operazione e reso favorevole il suo conseguimento con la creazione di tutte le sinergie precedentemente analizzate, nonostante il prolungarsi dell'incertezza dell'economia mondiale a causa, in particolare, delle tensioni geopolitiche. Di fatto l'acquisizione è stata coerente con quello che era l'andamento del mercato delle M&A italiano il quale, dal lato *corporate*, si è consolidato ancor di più del precedente anno registrando un aumento del 42% di operazioni completate, con dei controvalori piuttosto stabili (KPMG 2017). I temi principali che hanno caratterizzato questo mercato in tale anno sono stati soprattutto la rifocalizzazione del *core business* e le dismissioni di attività marginali, tematica principale anche per Campari, nonché il consolidamento di alcuni comparti spesso riflesso di processi di aggregazione in atto a livello mondiale (KPMG 2017).

Esaminando gli anni successivi attraverso la relazione sulla gestione, si è riscontrato un 2017 altrettanto buono caratterizzato dalla ripresa nelle principali aree di attività del Gruppo Campari, dall'aumento di consumi delle famiglie, da alta occupazione e da bassa inflazione. In particolare, si è riscontrata una crescita positiva della domanda di prodotti nel settore *spirit* e di marche *premium* grazie alla crescente premiumizzazione di prodotti e all'evoluzione del canale *premium on premise* caratterizzato dall'emergere di *cocktail bar* e locali in stile *speakeasy*, a cui Campari è stato perfettamente in grado di fare fronte grazie anche al nuovo *brand* Grand Marnier. Tali fattori, infatti, combinati con gli effetti e i risultati a cui ha portato l'acquisizione hanno consentito al Gruppo di crescere maggiormente.

Nel 2018 il *trend* di crescita dell'economia globale si è confermato il medesimo anche se il contesto macroeconomico è iniziato a diventare più incerto a causa di una serie di eventi che hanno fatto aumentare la volatilità dei mercati, in particolare di quelli emergenti. Nonostante ciò, il *business* del Gruppo Campari ha realizzato una *performance* positiva con una sostenuta generazione di cassa delle attività operative che ha permesso il sostenimento di adeguati investimenti nelle infrastrutture operative del Gruppo stesso.

Il 2019 si è caratterizzato per una maggiore incertezza legata ad un rallentamento della crescita mondiale in particolare dell'economia cinese, ad alcune tensioni commerciali e alla Brexit. Tuttavia, il settore *spirit* ha continuato la sua crescita e non solo grazie alla premiumizzazione di prodotto e allo sviluppo del canale *premium on premise*, bensì anche grazie a un consumatore sempre più sofisticato nelle scelte di consumo, a nuovi momenti di consumo come i *brunch* o gli aperitivi e allo sviluppo del turismo enogastronomico. Tutto questo ha portato il Gruppo Campari a mantenere positivo l'andamento del *business*

guidato dai prodotti ad elevata redditività, di cui fa parte anche Grand Marnier, nei mercati chiave, a cui si è aggiunta la nuova variante *premium* Grand Marnier Cuvée Louis Alexandre. Al *business* ha poi contribuito positivamente anche la cessione della villa Les Cèdres entrata nel perimetro del Gruppo con l'acquisizione.

Il 2020 si è concluso con un forte impatto a livello globale generato dalla pandemia da Covid-19. Tuttavia, Campari è riuscito a terminare l'anno con delle *performances* molto soddisfacenti grazie ad un *business* caratterizzato da marchi resilienti con forte attrattività, anche in forza dell'acquisizione di SPML. Il Gruppo Campari, infatti, è stato in grado di adattarsi al contesto provvedendo al lancio del marchio nei canali *off premise* e continuando a sfruttare, ancora di più, gli investimenti digitali e *online* assieme ad un approccio *omni-channel* dinamico con particolare attenzione all'*e-commerce*, al fine di compensare gli effetti negativi sul canale *Global Travel Retail* e *on premise* e mantenere elevati i risultati di *performance*. A tal proposito, si è riscontrato che i principali consumatori *target* per gli *spirit premium*, i cui redditi disponibili non sono stati influenzati dalla crisi da Covid-19, quando facevano acquisti per consumo domestico continuavano ad optare per gli stessi prodotti che in genere consumavano in locali, se non per quelli più *premium*. Inoltre, la creazione di nuovi modi di socializzazione a distanza attraverso la tecnologia, come gli aperitivi virtuali, ha favorito ancora di più lo sviluppo del canale *off premise*. Tutto ciò ha quindi influenzato positivamente il *business* di Campari, nonostante l'effetto negativo generale causato dalla pandemia.

Tale nuovo modo di consumo, supportato dall'*e-commerce*, si è confermato preponderante anche con la ripresa del canale *on premise* nel 2021, rappresentando ormai un'abitudine di consumo che ha spinto ancora di più la premiumizzazione e di cui Campari ha dovuto tenerne assolutamente conto. In quest'anno, tuttavia, a causa della ripresa post-pandemica hanno iniziato a verificarsi una serie di pressioni inflazionistiche in tutte le economie, dai prezzi dell'energia e dei carburanti che hanno limitato le capacità produttive, agli alimenti.

Il 2022 ha visto, in primo luogo, l'abolizione delle misure restrittive legate alla pandemia con un progressivo ritorno al canale *on premise* a cui però è rimasto affiancato il canale *off* che ha proseguito il suo *trend* positivo e, in secondo luogo, il prosieguo delle tendenze di premiumizzazione in quanto il potere dei consumatori a medio-alto reddito è rimasto forte. Ciò nonostante, è stato un anno impegnativo a causa degli ingenti costi derivanti non solo dall'aumento dell'inflazione generale ma anche dalla guerra in Ucraina, tuttavia, grazie ad una dinamica del marchio sana e resiliente il Gruppo Campari ha potuto alzare

i prezzi sfruttando il maggiore *pricing power* realizzatosi anche per mezzo dell'acquisizione. Il contesto creatosi, però, ha portato la Banca Centrale ad alzare i tassi di interesse con conseguenze nel rallentamento della crescita globale.

Sulla base di tale analisi condotta a partire dalle relazioni sulla gestione, che vede coinvolti i sei anni successivi all'operazione di M&A, è possibile constatare che l'acquisizione si sarebbe potuta compiere lo stesso in qualsiasi anno indipendentemente dallo scenario macroeconomico che si è realizzato in quanto né la pandemia né la guerra in Ucraina hanno impattato negativamente sul *business* del Gruppo Campari. Tuttavia, la motivazione di fondo fa riferimento al fatto che le sinergie di flusso, di tasso e apparentemente di debito generate dall'operazione (vedi Cap. 3, par. 4) legate in particolare allo sviluppo di un *business* ad elevata marginalità e generazione di flussi di cassa, al consolidamento della posizione come principale fonte di liquori *premium*, nonché alla minore rischiosità e alla maggiore meritevolezza creditizia, sarebbero risultate maggiori dell'andamento altalenante del contesto, permettendo al Gruppo di realizzare un efficientamento a prescindere dal contesto stesso. La maggiore stabilità, attrattività e resilienza del marchio, realizzatesi anche grazie all'acquisizione, avrebbero consentito allo stesso modo, se non maggiormente, di cogliere le opportunità dalla pandemia sfruttando il canale *off premise* con risultati ampiamente positivi e soddisfacenti grazie anche al nuovo *brand* Grand Marnier, e di aumentare i prezzi per far fronte al rincaro dei costi, in particolare dell'energia, per l'elevata inflazione generata dalla ripresa e dalla guerra in Ucraina. Inoltre, essendo l'acquisizione stata finanziata con la liquidità disponibile del Gruppo, l'incremento dei tassi d'interesse per fare fronte all'ingente inflazione non avrebbe in alcun modo condizionato le scelte di M&A di Campari.

#### *4.1.2 La trasformazione del business del Gruppo FRI-EL e la trasposizione dell'acquisizione in questi anni*

Il Gruppo FRI-EL ha effettuato l'acquisizione nel 2017, anno caratterizzato da una bassa inflazione e da una buona stabilità finanziaria come precedentemente riportato, nonché da una quotazione delle principali *commodities* energetiche europee in notevole crescita. L'acquisizione è di fatto stata coerente con l'andamento del mercato italiano delle M&A che in termini di volumi ha proseguito il *trend* positivo del precedente anno, anche se in termini di controvalore ha registrato una flessione dovuta essenzialmente alla mancata finalizzazione di alcuni *deal* che erano stati annunciati, piuttosto che ad una carenza

dell'attività di M&A vera e propria (KPMG 2018).

L'anno successivo il prezzo di acquisto dell'energia ha continuato a salire portandosi sul valore più alto degli ultimi anni, rimanendo comunque allineato con le dinamiche delle quotazioni sulle principali Borse elettriche limitrofe. Sempre a livello di mercato energetico italiano, si è realizzato anche un aumento degli acquisti che, per quanto riguarda l'offerta, è stato sostenuto dalla ripresa delle importazioni e dalle vendite da fonti rinnovabili derivanti, soprattutto, dall'idrico e dall'eolico. A tal proposito, nel corso di quest'anno si sono realizzati importanti cambiamenti dal punto di vista normativo per quanto riguarda le fonti rinnovabili e l'efficienza energetica in quanto sono stati fissati una serie di obiettivi europei per il 2030, in linea con la transizione ecologica in atto. Il Gruppo FRI-EL, in tale ambito, si è trovato in netto vantaggio rispetto a quelle società che, invece, erano ancora molto indietro in questa tematica e grazie all'acquisizione di Alerion, che ha permesso di incrementare la produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili soprattutto dall'eolico, sarebbe riuscito a far fronte all'ingente domanda che si sarebbe generata nei successivi anni permettendogli di consolidarsi sin da subito come uno dei maggiori produttori di energia rinnovabile nel mercato.

Nel 2019 si è verificato un calo del prezzo di acquisto dell'energia riflettendo la diminuzione dei costi del gas, tuttavia, il Gruppo FRI-EL ha continuato anche con un certo anticipo, grazie ai risultati ottenuti da Alerion, a perseguire i suoi obiettivi di espansione e di consolidamento nell'eolico per lo sviluppo del Gruppo in termini di crescita organica ed esterna con lo scopo di aumentare ancora di più la potenza installata del portafoglio impianti sia in Italia che all'estero, in particolare in Spagna mediante l'acquisizione da parte di Alerion di una società spagnola detenente un parco eolico operativo in Spagna. Inoltre, Alerion non solo si è aggiudicata, mediante una procedura competitiva, una società che deteneva un impianto eolico operativo in Sicilia, ma si è anche fusa con la Alerion Energie Rinnovabili Spa al fine di consolidarsi e ampliarsi ancora di più nel mercato delle rinnovabili. Infine, ha emesso un *green bond* con l'obiettivo di finanziare l'ulteriore crescita del Gruppo FRI-EL e ottimizzare la propria struttura finanziaria. In tale anno però, sono cominciate le prime preoccupazioni relativamente al Covid-19 che, come precedentemente affermato, ha avuto un impatto molto negativo sull'intera economia globale. Per il Gruppo FRI-EL questo non ha comportato grosse criticità nella gestione degli impianti operativi in quanto la produzione di energia elettrica è un'attività di pubblica utilità e quindi non assoggettata a riduzioni dell'operatività. L'operatività dei parchi eolici è stata garantita dalle attività di *asset*

*management* e di manutenzione degli impianti che sono proseguite anche grazie al mantenimento dell'operatività dei fornitori del Gruppo.

Il 2020, anno particolarmente difficile per tutte le imprese, ha visto il prezzo di acquisto dell'energia scendere ai minimi storici. Nonostante ciò, FRI-EL ha continuato il suo progetto di crescita conferendo ad Alerion alcuni parchi eolici come previsto in "Documento di Offerta" del 2017 presentato dalla FRI-EL Green Power Spa, consapevole del fatto che sarebbe riuscita ad ottenerne un'ottima gestione ed operatività visti i risultati precedenti della società acquisita. In tale anno, Alerion si è espansa ancora costituendo, ad esempio, una nuova società in Spagna e acquisendo in Italia una società autorizzata per la costruzione di un parco eolico in Puglia. Inoltre, si è aggiudicata, mediante aste, due progetti eolici. Il Gruppo FRI-EL, però, si è trovato con un elevato indebitamento finanziario ed obbligazionario resosi necessario per la realizzazione e la messa in esercizio dei parchi eolici comportando difficoltà per il sostenimento degli impegni finanziari. Sono insorti per altro rischi derivanti dall'incremento dei tassi di interesse, che avrebbero potuto mettere in seria difficoltà la gestione del Gruppo qualora fossero saliti. A tal proposito, il Gruppo stesso ha messo in atto politiche di copertura mediante strumenti finanziari derivati quali gli Interest Swap Rate.

Il 2021 ha visto una ripresa dell'economia con un prezzo di acquisto dell'energia che ha raggiunto il suo massimo storico. Alerion e il Gruppo FRI-EL hanno proseguito l'ampliamento nel settore eolico e in particolare Alerion si è aggiudicata una serie di aste per i progetti, ha sottoscritto collaborazioni con società in Romania per lo sviluppo di impianti fotovoltaici ed eolici ed ha acquistato quote in società progetto attive nello sviluppo e nella progettazione di parchi eolici. È proseguito, pertanto, l'elevato indebitamento finanziario ed obbligazionario del Gruppo, sempre dovuto in buona parte agli investimenti nel settore eolico.

Il 2022 è stato caratterizzato dalla crescente inflazione generata non solo dalla ripresa economica globale, ma anche dalla guerra in Ucraina protagonista dell'incremento dei prezzi delle materie prime e dell'energia, nonché dell'accelerazione della transizione ecologica a vantaggio del Gruppo FRI-EL, in quanto ha portato molte imprese ad avviare processi di decarbonizzazione per porre fine alla dipendenza da altri Paesi per la fornitura di gas e petrolio (Mayor 2022). Tutta questa situazione ha spinto le banche centrali ad aumentare i tassi di interesse con forti conseguenze per il Gruppo relativamente agli investimenti e al pagamento degli oneri finanziari in essere.

Sulla base della presente analisi condotta a partire dalle relazioni sulla gestione, con

riferimento ai quattro anni successivi l'operazione di M&A, è possibile constatare che l'acquisizione effettuata nel 2017 è stata molto profittevole per il Gruppo FRI-EL, il quale, acquisendo una società già sviluppata e matura, ha potuto anticipare il consolidamento del settore del rinnovabile diventandone un primario attore, raggiungendo subito una quota di mercato molto ampia non solo in Italia ma anche all'estero grazie ai parchi detenuti e ai numerosi investimenti eolici effettuati da Alerion nei successivi anni. L'acquisizione nel 2017, inoltre, ha consentito al Gruppo di portarsi subito avanti nella transizione ecologica in atto permettendogli di far fronte all'ingente domanda di energia rinnovabile che si sarebbe generata negli anni a venire diventandone protagonista, e ottenendo un risvolto positivo sia in termini di prestiti obbligazionari *green*, rilasciati solo sulla base di adeguati *standard* di sostenibilità, sia di investitori che sempre più dovranno considerare nel loro processo di investimento questa tematica.

Con riferimento alle precedenti considerazioni, se l'operazione si fosse compiuta nei successivi anni, nonostante il vantaggio strategico che si sarebbe comunque realizzato dato il settore di riferimento e date le sinergie, probabilmente il Gruppo ne sarebbe stato un po' penalizzato a causa del ritardo, rispetto alla transizione ecologica già in atto e rispetto ad altre società del settore, nello sviluppo e nel consolidamento della propria posizione nel mercato del rinnovabile. Inoltre, ad oggi il settore viaggia su valori molto più elevati rispetto a sei anni fa<sup>45</sup> e ciò avrebbe comportato un maggiore esborso per l'acquisizione, oltre ai maggiori tassi di interesse derivanti dal contesto macroeconomico realizzatosi che avrebbero portato il Gruppo a dissuadersi sia dall'operazione in quanto realizzata richiedendo un finanziamento bancario alla Banca Popolare di Milano, sia dagli investimenti successivi precedentemente citati. Tuttavia, visto il settore di appartenenza e la dimensione della società, il Gruppo FRI-EL avrebbe ottenuto una serie di aiuti, di agevolazioni e di incentivi per gli investimenti nel fotovoltaico e nell'eolico sotto forma di finanziamenti a fondo perduto e finanziamenti agevolati dal Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza volto a permettere lo sviluppo verde e digitale del Paese ponendo al centro le energie rinnovabili (Agenzia Ice 2022, Confindustria Bergamo 2022).

Pertanto, se da un lato la pandemia e la guerra in Ucraina non avrebbero cambiato le condizioni dell'acquisizione, in quanto non hanno impattato negativamente sul *business*

---

<sup>45</sup> Per un approfondimento più ampio sulle valutazioni sempre più elevate nel settore dell'energia rinnovabile si rimanda a pag. 7 del documento "Power & Utilities Sector Evolution. Unlocking value through M&A" di Deloitte del 2020, a cura di K. Adams, J. Andrade, B. Boufarah, B. Glass, M. Culberston, B. Platt, M. Ananthanarayanan e S. Fetaih.



grazie alla tipologia di settore anzi l'interruzione delle forniture di gas dalla Russia ha comportato per il Gruppo FRI-EL un grande vantaggio in quanto produttore di energia elettrica da fonte rinnovabile, dall'altro gli elevati tassi di interesse per porre un freno all'inflazione generale realizzatasi anche per la ripresa economica globale avrebbero comportato un cambiamento delle stesse, generando in capo al Gruppo un importante costo del debito dissuadendolo dall'operazione a seguito della sua onerosità non indifferente.

A fronte di tutto ciò, è possibile concludere che probabilmente il Gruppo FRI-EL avrebbe potuto comunque procedere con l'acquisizione in qualsiasi momento viste le importanti sinergie realizzate, nello specifico di flusso e apparentemente di debito (vedi Cap. 3, par. 4). Infatti, gli effetti che si sarebbero realizzati dalle sinergie, anche future, generate grazie ad Alerion sarebbero potuti risultare maggiori sia del maggiore prezzo di acquisizione e del ritardo di consolidamento nel settore, sia forse dell'andamento altalenante dello scenario macroeconomico con riferimento agli elevati tassi di interesse, rendendo probabilmente vantaggiosa la realizzazione dell'acquisizione anche in questo contesto.

#### *4.1.3 La trasformazione del business del Gruppo Ascopiave e la trasposizione dell'operazione in questi anni*

Il Gruppo Ascopiave ha messo in atto l'operazione di M&A nel 2019, anno caratterizzato in primo luogo da un'inflazione dei beni al consumo contenuta per effetto dei bassi prezzi dell'energia e, in secondo luogo da una serie di incertezze sopraggiunte a causa di tensioni geopolitiche e del rallentamento dell'attività economica e del commercio mondiale. Nonostante ciò, e malgrado le valutazioni molto elevate delle aziende *target* a causa dell'abbondante liquidità sul mercato e della necessità di investimento da parte di numerosi soggetti istituzionali, nonché malgrado le numerose interruzioni di processi in dismissione per un *mismatch* tra domanda e offerta, l'attività di M&A italiana ha stabilito un nuovo *record* per numero di operazioni completate consolidandosi sempre più come una modalità di strategia aziendale anche per imprese italiane di piccole medie dimensioni (KPMG 2020). Inoltre, i fenomeni di consolidamento promossi da quest'ultime e i processi di internazionalizzazione già in atto da parte di numerosi operatori italiani hanno consentito di vivacizzare ancora di più il mercato delle M&A (KPMG 2020) favorendone le operazioni, come quella da parte del Gruppo Ascopiave.

L'attività principale del Gruppo in termini di contributo alla formazione del reddito

aziendale è diventata così la distribuzione del gas naturale, attività soggetta ad una forte regolamentazione da parte dell’Autorità pubblica in merito sia ai minimi *standard* di gestione e qualità sia ai livelli tariffari in quanto fissa periodicamente le tariffe per il quinquennio di riferimento. Inoltre, con tale accordo, in particolare con la cessione delle società di vendita, l’attività del Gruppo non ha risentito in modo significativo della stagionalità in quanto il *business* della distribuzione del gas naturale è meno influenzato dall’andamento termico registrato.

Nell’anno successivo, come precedentemente affermato, l’economia mondiale ha risentito della pandemia da Covid-19, tuttavia, il settore non ne è stato particolarmente impattato riscontrando effetti limitati sulla redditività grazie all’ambito di appartenenza. Infatti, in tale anno il Gruppo Ascopiave ha portato avanti un Piano di Investimenti di €40 milioni per il miglioramento e l’ampliamento delle reti di distribuzione e per l’efficientamento energetico al fine di rispettare gli obiettivi nazionali di risparmio energetico a cui sono assoggettati i distributori obbligati. Inoltre, sono stati fatti ulteriori accordi per rafforzare la *partnership* con Hera e le acquisizioni da parte di Ascopiave, al fine di incrementare i chilometri di rete di distribuzione e rafforzarsi ancora di più in tale *business*.

Il 2021 ha visto un lento recupero dell’economia mondiale grazie al miglioramento della situazione sanitaria, che ha portato ad una crescente inflazione causata dal *mismatch* tra domanda e offerta. Infatti, la ripresa delle attività economiche ha comportato un incremento della domanda a cui l’offerta non è stata in grado di fare fronte. In particolare, l’aumento dei prezzi della *commodity* gas naturale è stato marcato, generando delle ricadute anche sui prezzi dell’energia elettrica. Nonostante ciò, il Gruppo Ascopiave ha proseguito il suo piano di rafforzamento della posizione sul mercato della distribuzione, in particolare aumentando i volumi di gas distribuiti e i chilometri della rete di distribuzione, mediante l’aumento dimensionale, la diversificazione nel *business* dell’energia rinnovabile e in quello dei *green gas*, ed il miglioramento dei processi operativi.

Il 2022, come precedentemente affermato, si è aperto sia con l’incertezza ereditata dall’anno precedente a causa della pandemia sia con il conflitto Russo-Ucraino iniziato in febbraio che ha comportato un incremento delle tensioni geopolitiche. Come affermato precedentemente, l’incertezza da un lato e il conflitto internazionale dall’altro hanno spinto l’andamento inflazionistico già avviato l’anno precedente, poiché la guerra è stata la protagonista dell’aumento del prezzo del gas e del petrolio e, conseguentemente,

dell'energia prodotta in larga misura da centrali turbogas interessando principalmente quei beni di consumo che per manifattura o trasporto richiedono il consumo di energia. Tuttavia, il periodo mite realizzatosi nel 2022 ha portato ad una minore domanda di gas naturale facendone diminuire il prezzo. Per fare fronte a tutto ciò, le banche centrali hanno optato per un rialzo dei tassi di interesse. In tale anno, il Gruppo Ascopiave ha continuato il perseguimento del piano strategico 2021-2025 e in dicembre ha utilizzato parzialmente l'opzione di vendita definita nell'ambito della *partnership* con Hera nel 2019, cedendo a quest'ultima l'8% del capitale di EstEnergy. Questa operazione, nonostante fosse prevista dal piano strategico, si è realizzata quest'anno probabilmente a causa del contesto macroeconomico che ha portato il Gruppo ad avere la necessità di migliorare la sostenibilità della struttura patrimoniale, contribuendo alla copertura finanziaria degli investimenti di medio periodo nelle attività *core* e di diversificazione, incassando un grande ammontare di cassa senza indebitarsi ulteriormente visto anche l'incremento dei tassi di interesse. Infatti, il valore di cessione ha avuto come base il *fair market value* della società, stimato in €79,2 milioni con pagamento nel mese di dicembre 2022.

Dall'esame degli anni successivi all'operazione di M&A condotto a partire dalle relazioni sulla gestione, è possibile affermare che lo scenario macroeconomico, relativo alla pandemia da un lato e al conflitto internazionale dall'altro, non ha particolarmente impattato sul *business* di Ascopiave. Infatti, relativamente alla guerra in Ucraina, la buona diversificazione del *business* in fonti rinnovabili per la produzione di energia ha permesso al Gruppo di compensare quello della vendita e della distribuzione del gas penalizzato dall'aumento del prezzo della materia prima. L'operazione, pertanto, si sarebbe potuta realizzare successivamente, anche perché l'effetto delle sinergie generatesi (vedi Cap. 3, par. 4) sarebbe risultato maggiore dell'andamento instabile e mutevole del contesto macroeconomico, e la strategia di base avrebbe solamente subito un ritardo non particolarmente dannoso per il Gruppo Ascopiave, a differenza di quanto sostenuto in precedenza per FRI-EL. In aggiunta, visto che l'operazione è stata finanziata mediante uno scambio di *asset* di pari valore e con la liquidità, l'incremento dei tassi non avrebbe in alcun modo influenzato le condizioni di acquisizione. Tuttavia, l'apparente necessità di rendere più sostenibile la struttura patrimoniale avrebbe comportato al Gruppo Ascopiave, qualora l'operazione non si fosse ancora effettuata, la sottoscrizione di un finanziamento oneroso a causa degli elevati tassi realizzatisi, ma necessario poiché non avrebbe potuto utilizzare l'opzione di vendita definita con l'accordo.

#### 4.1.4 Considerazioni finali in relazione all'andamento del mercato delle M&A

Alla luce delle precedenti considerazioni, è possibile concludere che sia il Gruppo Campari sia il Gruppo Ascopiave, e in misura minore FRI-EL, avrebbero potuto effettuare le operazioni di M&A anche in un secondo momento. A questo proposito, al fine di verificare se l'operazione si sarebbe svolta coerentemente con l'andamento del mercato delle M&A lato *corporate* verrà fatto un raffronto tra questo e le operazioni, come avvenuto per l'anno effettivo di svolgimento dell'operazione.

Nel 2020 il mercato delle M&A dopo essere diminuito drasticamente nel secondo trimestre a causa della pandemia, ha realizzato un'importante accelerazione nel secondo semestre dell'anno in termini sia di volume sia di valore con una crescita nei successivi sei e dodici mesi grazie all'accumulo di liquidità da parte delle imprese, ai minimi tassi di interesse e ad una maggiore domanda dei consumatori che ha stimolato la ripartenza (PwC 2021). Inoltre, la pandemia ha spinto le aziende ad incentivare i programmi di digitalizzazione e di trasformazione dei loro *business* aumentando di conseguenza i processi di M&A, nonostante siano rimaste le incertezze relative al Covid-19 e ai conseguenti *lockdown*, all'aumento della disoccupazione che ha fatto un po' da freno alla ripartenza dei consumi, nonché alle tensioni nei rapporti internazionali conseguenti ai dazi, alla Brexit fino alla nuova presidenza in US (PwC 2021).

Coerentemente con le motivazioni appena citate e quindi con l'andamento positivo del mercato delle M&A, i tre gruppi analizzati avrebbero sicuramente promosso ugualmente<sup>46</sup> l'operazione. Inoltre, come già affermato, questo scenario macroeconomico non avrebbe in alcun modo influenzato e modificato le condizioni delle loro acquisizioni, infatti tutti e tre i *business* non sono stati impattati in modo significativo dalla pandemia da Covid-19 o per il settore di riferimento<sup>47</sup>, nel caso di FRI-EL e Ascopiave, nonostante la riduzione del fabbisogno di energia elettrica compensato dalla domanda a livello residenziale della stessa, la diminuzione dei relativi prezzi ed i ritardi nei pagamenti o le insolvenze da parte dei clienti (Bonacina 2020), o per la capacità del gruppo, nel caso di Campari, di far fronte alla situazione sfruttando nuove soluzioni grazie alla stabilità e alla notorietà del marchio.

---

<sup>46</sup> Con riferimento a FRI-EL, tuttavia, è necessario sempre considerare i due elementi citati precedentemente, ossia il ritardo di implementazione della strategia e il maggiore valore del settore, che avrebbero potuto scoraggiare la realizzazione dell'operazione rendendola più conveniente nel 2017.

<sup>47</sup> Le *utilities*, infatti, si caratterizzano per una buona stabilità e una bassa esposizione ai cambiamenti dei mercati, grazie alla natura imprescindibile della domanda dei servizi erogati. In aggiunta, fanno parte di un settore difensivo, strategico e non ciclico (Bonacina 2020).

Nel 2021 il mercato delle M&A, supportato dalla forte ripresa economica a livello mondiale, è tornato a crescere a livelli *record* in termini sia di volumi sia di controvalore anche in Italia (PwC 2022, KPMG 2022), in particolare grazie alla crescita di fiducia delle imprese promotrici di acquisizioni trasformative che ne hanno accelerato l'espansione, ai bassi livelli di inflazione anche se in crescita e ai tassi di interesse ancora contenuti, nonché alle elevate valutazioni azionarie ed alle ingenti riserve di capitale disponibili che hanno alimentato una forte attività di investimento da parte di *financial sponsor* e fondi di *Private Equity* e *Venture Capital* (KPMG 2022). Coerentemente con tali considerazioni, anche in tale ambito tutti i tre i gruppi analizzati nel presente documento avrebbero messo in atto le proprie operazioni di M&A non essendoci nessun elemento o fattore sfavorevole alle stesse, viste le modalità di operazione ed anche i settori di appartenenza<sup>46</sup>.

Nel 2022, seppur l'andamento del mercato delle M&A si sia aperto con un elevato ottimismo visto il precedente anno, le operazioni di M&A sono calate sia a volume che a valore a causa di numerosi fattori quali: l'incertezza geopolitica per il conflitto in atto, i timori per la recessione relativi al fatto che i ricavi aggiuntivi potevano non riuscire a coprire le spese straordinarie, l'elevato costo del debito che ha sfavorito l'indebitamento e di quello delle materie prime e dell'energia, la crescente inflazione e l'evoluzione dei tassi di cambio (PwC(a), Visigalli 2023). Tutti questi elementi hanno suscitato una forte prudenza da parte delle imprese, in particolare verso le operazioni ad alto multiplo e leva, e con limitate sinergie nel medio-lungo termine (PwC(a)) che tra l'altro non sarebbero state in grado di prevaricare sul contesto macroeconomico. Il mercato italiano delle M&A è risultato, invece, in lieve controtendenza grazie ad una buona crescita del PIL e ad operazioni dimensionalmente significative che ne hanno incrementato il valore (PwC(a), Visigalli 2023).

È possibile sostenere che, nonostante l'andamento in decrescita del mercato delle M&A nel 2022 in relazione al contesto macroeconomico, i gruppi esaminati avrebbero potuto condurre l'operazione ugualmente. Infatti, come precedentemente affermato né il rialzo dei prezzi delle materie prime generato dal conflitto Russo-Ucraino, né il rialzo dei tassi di interesse per fare fronte all'ingente inflazione avrebbero comportato un cambiamento delle circostanze dell'operazione, ad eccezione di FRI-EL in quest'ultimo caso.

Nello specifico, il rialzo dei prezzi delle materie prime non avrebbe influenzato le condizioni di nessuno dei tre, anzi per FRI-EL questo è stato un'ulteriore conferma dell'importanza del rinnovabile e del relativo ampliamento e consolidamento della

posizione nel settore, mentre l'aumento dei tassi non avrebbe impattato solo su Ascopiave e Campari in quanto l'operazione è stata finanziata con la liquidità e/o con lo scambio di *asset*. Sotto questo punto di vista, l'unico gruppo a risentirne, invece, sarebbe stato FRI-EL il quale oltre ad aver finanziato l'acquisizione mediante un finanziamento, che sarebbe risultato troppo oneroso nell'odierno contesto dissuadendo il Gruppo dall'operazione, avrebbe poi dovuto sostenere ingenti oneri finanziari derivanti dai finanziamenti sottoscritti per i numerosi investimenti nell'eolico, anche se attenuati dalle possibilità offerte dal PNRR. Tuttavia, in tal caso, come già sostenuto, se si considerano le sinergie realizzate, visto anche il settore di appartenenza che ha subito una forte accelerazione negli ultimi tre anni, queste si sarebbero potute rivelare superiori all'evoluzione del contesto, permettendo a FRI-EL di trasporre l'acquisizione in quest'anno nonostante il rialzo dei tassi e il *trend* decrescente del mercato delle M&A. Ovviamente è da considerarsi il maggiore valore del settore che avrebbe comportato un più elevato prezzo di acquisizione, oltre allo svantaggio che si sarebbe realizzato dal ritardo dell'implementazione della strategia qualora l'operazione si fosse compiuta più avanti. Infatti, essendo il *business* in cui FRI-EL opera abbastanza innovativo e all'avanguardia visto l'avvio della transizione ecologica in questi anni, l'ampliamento, il consolidamento ed il rafforzamento della posizione e della quota di mercato dilazionati avrebbero potuto portare a delle *performances* inferiori, poiché un maggiore vantaggio lo avrebbero ottenuto quei concorrenti che si fossero mossi prima in tale direzione essendo tra l'altro il settore delle *utilities* e dell'energia, in particolare quello delle rinnovabili, uno tra i settori nelle operazioni di M&A definiti più caldi (PwC(a)).

Oltre alle precedenti considerazioni, con riferimento al contesto macroeconomico odierno, alcuni studi hanno messo in evidenza che i periodi di crisi, diversamente da quanto si potrebbe pensare, possono essere degli ottimi momenti per le operazioni di M&A. In fase di recessione, le aspettative sullo sviluppo del flusso di cassa futuro sono negative e, dato che tali flussi non sono altro che la base per la valutazione della società mediante il metodo del DCF, il prezzo di acquisto risulterà più basso permettendo di concludere più economicamente la transazione con un effetto positivo sul successo della M&A (Eisenbarth, Meckl 2014). Inoltre, la presenza di asimmetrie informative consente, da un lato di realizzare un utile di arbitraggio tra la valutazione nel mercato dei capitali inefficiente e la valutazione interna più elevata grazie alle informazioni supplementari relative alla valutazione della società bersaglio, dall'altro di acquisire le società *target* a basso costo in termini di bassi prezzi delle azioni sapendo che i mercati azionari saliranno

nella fase di ripresa successiva (Eisenbarth, Meckl 2014). In aggiunta, lo sfruttamento dei bassi tassi di interesse a causa della recessione dà la possibilità all'acquirente di sostenere un livello più elevato di prestiti (Eisenbarth, Meckl 2014). Per di più, in tali periodi l'attenzione nella valutazione rivolta alle imprese *target* e l'approfondimento della *due diligence* sono maggiori in quanto lo scenario è peggiore ed i casi aziendali più difficili con esiti incerti (PwC(b)), per giunta la minore concorrenza per le società *target* aumenta il potere contrattuale dell'acquirente in relazione al prezzo d'acquisto che risulterà quindi più basso (Eisenbarth, Meckl 2014).

Tutte queste motivazioni hanno portato a constatare che le operazioni effettuate durante una fase di recessione in Borsa hanno più successo a lungo termine rispetto a quelle effettuate durante una fase di ripresa poiché quest'ultime sono caratterizzate, ad esempio, da un prezzo d'acquisto più elevato a causa di sopravvalutazioni le cosiddette *glamour stocks*<sup>48</sup>, dal "Comportamento del gregge"<sup>49</sup>, da premi per transazioni gonfiati a causa della maggiore domanda per le società *target* e da una minore *due diligence* (Eisenbarth, Meckl 2014).

---

<sup>48</sup> Sono azioni di imprese che hanno un *market to book ratio* maggiore di 1 (Eisenbarth, Meckl 2014).

<sup>49</sup> Il comportamento del gregge si ha nel momento in cui le transazioni di successo all'inizio di un'onda di M&A saranno seguite da meno transazioni di successo effettuate da aziende che imitano il *trend* e agiscono prociclicamente (Eisenbarth, Meckl 2014).

## CONCLUSIONI

L'obiettivo di tale elaborato consiste nel valutare, dal punto di vista pratico, se le operazioni di M&A possono effettivamente essere considerate una strategia di crescita volta alla creazione di valore e più nello specifico volta alla realizzazione di sinergie, le quali portano il nuovo complesso ad avere un valore maggiore rispetto alla somma singola dei valori delle due società considerate separatamente ed in modo indipendente.

Lo studio effettuato, avente come oggetto tre casi di M&A le cui coppie di aziende appartengono a settori diversi e hanno dimensioni diverse, ha dimostrato che queste operazioni, nonostante le criticità e i profili di rischio ad esse connessi esplicitati nel Capitolo 1, sono a tutto tondo uno strumento per la generazione di valore e di solida crescita sia organica sia inorganica, coerentemente con quanto riportato dai documenti analizzati e dal sondaggio condotto da KPMG e Borsa Italiana nel 2016. Infatti, nonostante un primo impatto negativo delle stesse sulla PFN, compensato in buona parte l'anno successivo in forza della stessa ad eccezione del Gruppo Ascopiave, esse hanno consentito ai tre gruppi acquirenti: di migliorare la situazione economico-finanziaria, di generare sinergie, di realizzare rendimenti anomali positivi per gli azionisti, di incrementare la redditività in termini di ROE e ROS, di sviluppare la dimensione strategica, di cambiare il contesto di mercato e di acquisire e condividere competenze e risorse.

In particolare, con riferimento alle sinergie, nel caso di Campari l'inserimento di Grand Marnier tra i *brand* a priorità globale ha innanzitutto permesso al Gruppo di arricchire e rafforzare l'offerta *premium*, vantaggio rivelatosi particolarmente importante durante la pandemia in quanto ha consentito alla società di fare leva anche su questo nuovo prodotto, che essendo *premium* non ha subito importanti variazioni nel consumo, compensando ulteriormente le perdite derivanti dal canale *on premise* soprattutto per le altre categorie di prodotto. Inoltre, tale acquisizione ha consentito al Gruppo Campari di consolidarsi maggiormente nel mercato come principale fornitore di liquore *premium* e specialità *bitter* grazie alla linea evoluta dei prodotti di SPML, nonché di espandersi nel mercato raggiungendo nuove categorie di clienti in forza della base clienti molto sviluppata della società francese. Questo ampliamento e consolidamento, a cui ha fatto seguito la diminuzione della concorrenza, ha aumentato il *pricing power* del Gruppo risultato fondamentale per far fronte alle problematiche emerse nel recente periodo caratterizzato da elevata inflazione, soprattutto per quanto riguarda i prezzi dell'energia a causa del



conflitto internazionale Russo-Ucraino. Questi aspetti, assieme all'aver introdotto un prodotto ad elevata generazione di flussi di cassa e marginalità, hanno permesso al Gruppo di realizzare sinergie di fatturato importanti per il superamento delle recenti crisi macroeconomiche. A queste si sono affiancate le sinergie di costo realizzatesi, anche se poco apprezzabili con il metodo di valutazione utilizzato. In particolare, queste si devono sia alle economie di scala generate in forza della maggiore dimensione del Gruppo sia al maggiore potere di mercato e quindi negoziale acquisito che ha consentito di ridurre i costi relativi ai materiali. In aggiunta, l'acquisizione non ha comportato costi aggiuntivi dal lato distributivo grazie alla perfetta sovrapposizione geografica del *business* di SPML. Oltre alle sinergie di flusso, l'acquisizione ha consentito alla nuova entità Campari di ridurre la sua rischiosità probabilmente grazie ad una maggiore stabilità in termini di base clienti sviluppata e linea di prodotti evoluta di SPML, nonché grazie alla minore concorrenza in forza della grande quota di mercato ricoperta, generando pertanto sinergie di tasso e indirettamente sinergie di debito in forza della maggiore capacità di indebitamento acquisita.

Nel caso di FRI-EL, l'acquisizione di una società già matura e ben consolidata nella produzione di energia eolica gli ha permesso di incrementare sin da subito, senza la realizzazione di particolari interventi, la capacità installata e conseguentemente la produzione e la vendita di energia grazie allo sfruttamento dei suoi impianti, della sua tecnologia, del suo personale già formato e della sua reputazione. Anche in questo caso, la quota di mercato di FRI-EL, oltre ad essersi consolidata, si è ampliata maggiormente sia a livello nazionale che internazionale includendo nel proprio perimetro tutta la base clienti posseduta da Alerion. Tutto ciò ha consentito al Gruppo FRI-EL di realizzare importanti sinergie di fatturato. In termini di sinergie di costo, invece, la maggiore dimensione ha generato economie di scala ed il maggiore potere contrattuale acquisito, assieme al possibile sfruttamento dei migliori contratti di fornitura di Alerion, ha permesso di realizzare importanti risparmi sui costi di acquisto delle materie prime e dei materiali di consumo. In aggiunta, essendo due società dove la parte relativa ai costi di ricerca e sviluppo è particolarmente consistente, l'acquisizione ha probabilmente consentito anche la condivisione e riduzione di tali costi grazie alla combinazione dei relativi *know-how* in materia di sviluppo tecnologico e di realizzazione. L'insieme di questi aspetti ha portato il Gruppo FRI-EL ad aumentare il reddito operativo e, conseguentemente, i flussi di cassa generando sinergie di flusso accompagnate poi da sinergie di debito derivanti dalla maggiore capacità di indebitamento.

Tale acquisizione, ad oggi, ha probabilmente consentito a FRI-EL di rispondere più facilmente all'ingente domanda di energia rinnovabile che si è generata in questi ultimi anni non solo in forza del continuo progresso nella transizione ecologica, ma anche della guerra in Ucraina che ha portato le aziende ad avere una maggiore consapevolezza sul tema della dipendenza dall'energia non rinnovabile.

Il Gruppo Ascopiave, infine, mediante la *partnership* con il Gruppo Hera, oltre a sinergie di debito, ha visto realizzarsi sinergie di flusso derivanti solamente da sinergie di fatturato, in particolare dai ricavi derivanti dal trasporto del gas naturale, grazie alle concessioni acquisite da Hera in nuove aree geografiche. Queste hanno consentito ad Ascopiave di ampliare il proprio *business* della distribuzione mediante l'espansione della rete distributiva, acquisendo così nuovi clienti derivanti dalla base clienti sviluppata del Gruppo Hera e aumentando i volumi di gas distribuiti. Il Gruppo veneto così è diventato maggiormente competitivo anche riguardo ad un maggior *pricing power*. Tuttavia, l'accordo non ha consentito al Gruppo Ascopiave di realizzare sinergie di costo poiché il rafforzamento del *business* della distribuzione di gas ha comportato costi maggiori soprattutto con riferimento sia all'acquisto dei materiali per la manutenzione delle infrastrutture atte alla distribuzione sia alla gestione degli impianti di distribuzione.

Tutte queste operazioni di M&A hanno consentito ai rispettivi gruppi acquirenti di realizzare sinergie di fatturato, nonostante siano le più complesse e si basino su stime spesso errate. Ciò conferma come Campari, FRI-EL ed Ascopiave le abbiano valutate con molta attenzione in fase *ex ante*, in conformità con quanto affermato da Christofferson S. A., McNish R. S. e Sias D. L. in "Where mergers" del 2004, probabilmente riducendo le stime delle *top-line synergy*, contabilizzando esplicitamente le dis-sinergie di ricavo che potrebbero realizzarsi a seguito dell'operazione di M&A, e aumentando le stime dei costi una tantum il cui impatto viene spesso sottovalutato.

Dunque, queste operazioni hanno effettivamente creato valore al gruppo acquirente e agli azionisti visto anche il forte balzo della quotazione realizzatosi al momento dell'annuncio. Tuttavia, come affermano Paven B. e Tarasconi Q. in "Value creation in M&A deals: relatedness and learning curve effects" del 2017, per valutare l'effettiva creazione di valore, è necessario guardare a più ambiti e non soffermarsi solo sui rendimenti anomali positivi. Questi ulteriori aspetti da valutare fanno riferimento alla dimensione strategica, alla situazione finanziaria della società e al contesto di mercato. A tal proposito, dopo un'approfondita analisi dei tre gruppi acquirenti oggetto d'esame, si può constatare che, oltre al miglioramento della situazione economico-finanziaria dato

dall'aumento del fatturato, anche in termini di marginalità, del reddito operativo, dell'utile netto, e alla realizzazione delle sinergie e dei possibili rendimenti anomali creatisi al momento dell'annuncio visto l'aumento della quotazione, si è realizzato anche un importante sviluppo della dimensione strategica, nonché un cambiamento nel contesto di mercato.

Nel caso di FRI-EL, l'obiettivo era proprio quello di crescere di grandezza ed espandersi quanto più possibile nel settore del rinnovabile, proprio perché a breve, si sarebbe assistito ad un forte consolidamento dello stesso visto il suo stato molto frazionato e il cambiamento sostanziale che si stava realizzando in tale ambito. Dunque, con l'acquisizione ha potuto espandersi e consolidarsi nel mercato raggiungendo un buon posizionamento nello stesso e riducendo la concorrenza anche in forza delle competenze acquisite dalla società *target*. Campari, invece, visto il settore di appartenenza e l'ampia gamma di prodotti già in essere, ha potuto consolidarsi maggiormente nel mercato, raggiungere maggiori clienti nelle aree in cui era già presente risparmiando sui costi di distribuzione vista la sovrapposibilità geografica del *business* acquisito, e incrementare il suo *pricing power*, riducendo la concorrenza da un lato e dall'altro aumentando la sua resilienza grazie all'irrobustimento organizzativo e alle competenze acquisite. Ascopiave, allo stesso modo con l'operazione, relativa al consolidamento di AP Reti Gas Nord Est Srl e alla *joint venture* EstEnergy, ha potuto rispettivamente ampliarsi in aree geografiche che prima non serviva aumentando la propria base clienti, derivante da quella sviluppata di Hera, e la quota di mercato, riducendo la concorrenza, nonché valorizzare il *business* della commercializzazione mediante l'accordo con un primario attore di mercato.

Il riferimento a risorse e competenze acquisite e condivise è dato dal fatto che non solo le operazioni di M&A danno la possibilità di utilizzare le stesse risorse tangibili e intangibili grazie alla sovrapposibilità del *business* acquisito, si pensi al modello produttivo e distributivo di Campari con quello di SPML, o alle infrastrutture, agli impianti, alle risorse umane e alla capacità di innovazione di FRI-EL con quella di Alerion, oppure alla struttura distributiva di Ascopiave con quella del Gruppo Hera, ma permettono anche la condivisione e l'acquisizione dell'approccio strategico, delle procedure operative e delle competenze organizzative, produttive, tecnologiche e di *marketing*. In particolare, la condivisione dell'approccio strategico di Alerion con FRI-EL ha portato quest'ultimo ad espandersi all'estero in particolare in Spagna con l'implementazione di numerosi progetti eolici. Inoltre, Alerion potrebbe aver condiviso con il gruppo acquirente anche le proprie tecnologie e il proprio *know-how* in materia. Al

contrario, l'approccio strategico di Campari non sarà risultato così in sviluppo rispetto a prima essendo SPML un'azienda matura come Campari, tuttavia, è possibile che l'azienda italiana abbia acquisito e condiviso competenze di *marketing*, organizzative e produttive. Nel caso di Ascopiave, invece, potrebbero essersi realizzate solo delle condivisioni ed acquisizioni di competenze in materia di *marketing* derivanti dalla partecipazione condivisa con il Gruppo Hera in EstEnergy, società operante nella vendita di gas ed energia elettrica. Infatti, il consolidamento di AP Reti Gas Nord Est Srl ha comportato per Ascopiave solamente l'allungamento della rete distributiva del Gruppo sulla base delle proprie procedure e competenze organizzative ed operative.

Infine, con riferimento alla redditività, l'analisi del ROE e ROS condotta all'interno del Capitolo 3 conferma che tali operazioni sono il modo per incrementare sia il valore a livello di azionista, ossia il tasso di remunerazione del capitale di rischio, sia la marginalità del fatturato e la redditività delle vendite, aspetti particolarmente importanti per valutare la salute di un'azienda e la sua capacità di autofinanziamento anche in una prospettiva futura.

La creazione di valore così studiata e valutata si conferma poi con l'analisi svolta nel Capitolo 4, il quale illustra come tutti i gruppi considerati avrebbero potuto trasporre l'operazione di M&A sia nel 2020 sia nel 2022, ossia in contesti caratterizzati da numerosi eventi avversi, anche in forza delle sinergie realizzate che avrebbero prevalso sull'andamento del contesto macroeconomico, soprattutto nel caso di Campari e Ascopiave. Infatti, l'operazione si sarebbe potuta realizzare ugualmente non solo perché i *business* non sono stati impattati negativamente né dalla pandemia né dalla guerra in Ucraina per il settore in cui l'impresa opera o per la capacità del gruppo di adattarsi al contesto sfruttando nuove opportunità e il proprio marchio, ma anche perché le sinergie a cui avrebbe portato l'operazione avrebbero consentito ai gruppi acquirenti di ottenere un efficientamento a prescindere dal contesto macroeconomico, dando loro la possibilità sia di prevaricare su quest'ultimo sia di amplificare gli effetti delle stesse sinergie visto il periodo di forte crisi, rendendoli anche maggiormente resilienti. Ad esempio, se il Gruppo Campari avesse svolto l'operazione nel 2022 il suo *pricing power* sarebbe cresciuto maggiormente permettendogli così di far fronte in maniera più solida al rincaro dei costi delle materie prime e dell'energia.

Nel caso di FRI-EL, tuttavia, è necessario considerare il contesto competitivo delle rinnovabili e il crescente valore del settore i quali, probabilmente, avrebbero portato il Gruppo a dissuadersi dall'operazione in tali anni rendendo la sua implementazione più

conveniente nel suo anno effettivo di realizzo, il 2017.

I casi di M&A analizzati, pertanto, avvalorano la tesi per cui queste operazioni sono uno strumento di crescita e di sviluppo d'impresa volto alla creazione di valore anche in un'ottica di medio-lungo termine. Infatti, dal punto di vista prospettico queste operazioni permetteranno ai relativi gruppi di espandersi e di svilupparsi sempre più nel mercato poiché grazie a tutte quelle opportunità e benefici precedentemente riscontrati, in grado anche di prevalere sull'odierno contesto macroeconomico permettendo la realizzazione dell'operazione, riusciranno a creare un modello di *business* particolarmente forte e resiliente basato su un ampio vantaggio competitivo, soprattutto nel caso di FRI-EL visto il contesto in cui essa opera.

## APPENDICE A

### Suddivisione del conto economico nei diversi settori del Gruppo FRI-EL anno 2017 e 2018

Figura 23: Conto economico consolidato per settore Gruppo FRI-EL 2017

31/12/2017	BU Holding & Eolico	BU Biomassa Solida	BU Biogas & Idroelettrico	TOTALE	
Ricavi energia e tariffa incentivante	102.871	32.120	44.135	179.126	
Altri ricavi	27.249	84	669	28.002	
<b>Ricavi</b>	<b>130.120</b>	<b>32.204</b>	<b>44.804</b>	<b>207.128</b>	
Costi per materie prime	(77.369)	(13.278)	(14.608)	(105.255)	
Costo delle risorse umane	(6.174)	(2.735)	(1.634)	(10.543)	
Altri costi operativi	(14.050)	(4.662)	(12.225)	(30.937)	
Accantonamenti per rischi ed oneri	(1.269)	-	(500)	(1.769)	
<b>Costi operativi</b>	<b>(98.862)</b>	<b>(20.675)</b>	<b>(28.966)</b>	<b>(148.504)</b>	
Risultati di società in Joint-Venture	24.008	-	-	24.008	
<b>Margine Operativo Lordo (EBITDA)</b>	<b>55.266</b>	<b>11.529</b>	<b>15.837</b>	<b>82.632</b>	
	<i>EBITDA [%]</i>	42%	36%	35%	40%
Ammortamenti e svalutazioni	(12.711)	(6.244)	(7.498)	(26.453)	
<b>Risultato operativo (EBIT)</b>	<b>42.555</b>	<b>5.285</b>	<b>8.339</b>	<b>56.179</b>	
	<i>EBIT [%]</i>	33%	16%	19%	27%
Proventi ed (oneri) finanziari	(2.572)	(74)	(2.710)	(5.356)	
<b>Risultato ante imposte (EBT)</b>	<b>39.983</b>	<b>5.211</b>	<b>5.629</b>	<b>50.823</b>	
	<i>EBT [%]</i>	31%	16%	13%	25%
Imposte	(3.091)	(1.196)	(1.991)	(6.279)	
<b>Risultato netto</b>	<b>36.892</b>	<b>4.014</b>	<b>3.638</b>	<b>44.544</b>	
	<i>Risultato netto [%]</i>	28%	12%	8%	22%
Utile (Perdita) di competenza di terzi	1.718	-	476	2.194	
<b>Risultato Netto di Gruppo</b>	<b>35.174</b>	<b>4.014</b>	<b>3.162</b>	<b>42.350</b>	

Fonte: Bilancio ottico consolidato Gruppo FRI-EL 2017 ricavato dalla banca dati AIDA

Figura 24: Conto economico consolidato per settore Gruppo FRI-EL 2018

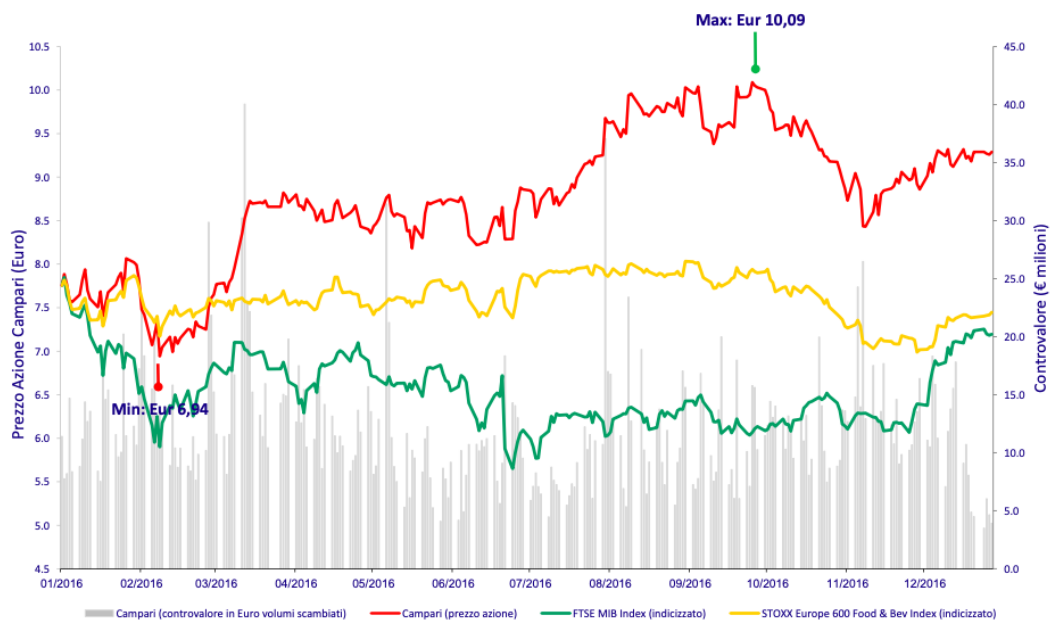
31/12/2018	BU Holding & Eolico	BU Biomassa Solida	BU Biogas & Idroelettrico	TOTALE	
Ricavi energia e tariffa incentivante	139.421	32.122	47.160	218.703	
Altri ricavi	19.881	437	3.117	23.434	
<b>Ricavi</b>	<b>159.302</b>	<b>32.559</b>	<b>50.276</b>	<b>242.137</b>	
Costi per materie prime	(61.588)	(13.612)	(15.520)	(90.720)	
Costo delle risorse umane	(8.770)	(2.779)	(2.187)	(13.736)	
Altri costi operativi	(23.702)	(4.885)	(12.483)	(41.070)	
Accantonamenti per rischi ed oneri	(861)	-	-	(861)	
Costi operativi	(94.921)	(21.276)	(30.190)	(146.386)	
Risultati di società in Joint-Venture ed Associatees	39.513	-	0	39.513	
<b>Margine Operativo Lordo (EBITDA)</b>	<b>103.893</b>	<b>11.283</b>	<b>20.087</b>	<b>135.263</b>	
	<i>EBITDA [%]</i>	65%	35%	40%	56%
Ammortamenti e svalutazioni	(33.983)	(6.132)	(8.674)	(48.789)	
<b>Risultato operativo (EBIT)</b>	<b>69.911</b>	<b>5.151</b>	<b>11.412</b>	<b>86.474</b>	
	<i>EBIT [%]</i>	44%	16%	23%	36%
Proventi ed (oneri) finanziari	(21.473)	17	(2.501)	(23.957)	
<b>Risultato ante imposte (EBT)</b>	<b>48.438</b>	<b>5.168</b>	<b>8.911</b>	<b>62.517</b>	
	<i>EBT [%]</i>	30%	16%	18%	26%
Imposte	(6.240)	(1.074)	(2.597)	(9.911)	
<b>Risultato netto</b>	<b>42.198</b>	<b>4.094</b>	<b>6.314</b>	<b>52.606</b>	
	<i>Risultato netto [%]</i>	26%	13%	13%	22%
Utile (Perdita) di competenza di terzi	1.983	-	501	2.485	
<b>Risultato Netto di Gruppo</b>	<b>40.215</b>	<b>4.094</b>	<b>5.812</b>	<b>50.121</b>	

Fonte: Bilancio ottico consolidato Gruppo FRI-EL 2018 ricavato dalla banca dati AIDA

## APPENDICE B

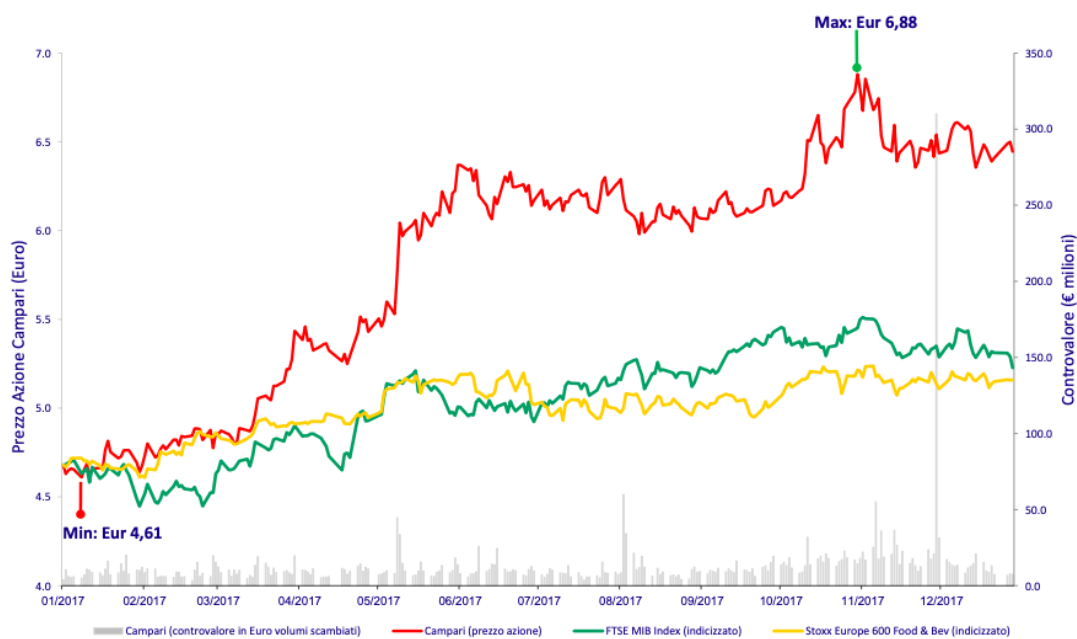
### Quotazione in euro del Gruppo Campari anno 2016 e 2017

Figura 25: Andamento del titolo Campari e dei principali indici di riferimento dal 1 gennaio al 31 dicembre 2016



Fonte: Bilancio ottico consolidato Gruppo Campari 2016 ricavato dalla banca dati AIDA

Figura 26: Andamento del titolo Campari e dei principali indici di riferimento dal 1 gennaio al 31 dicembre 2017

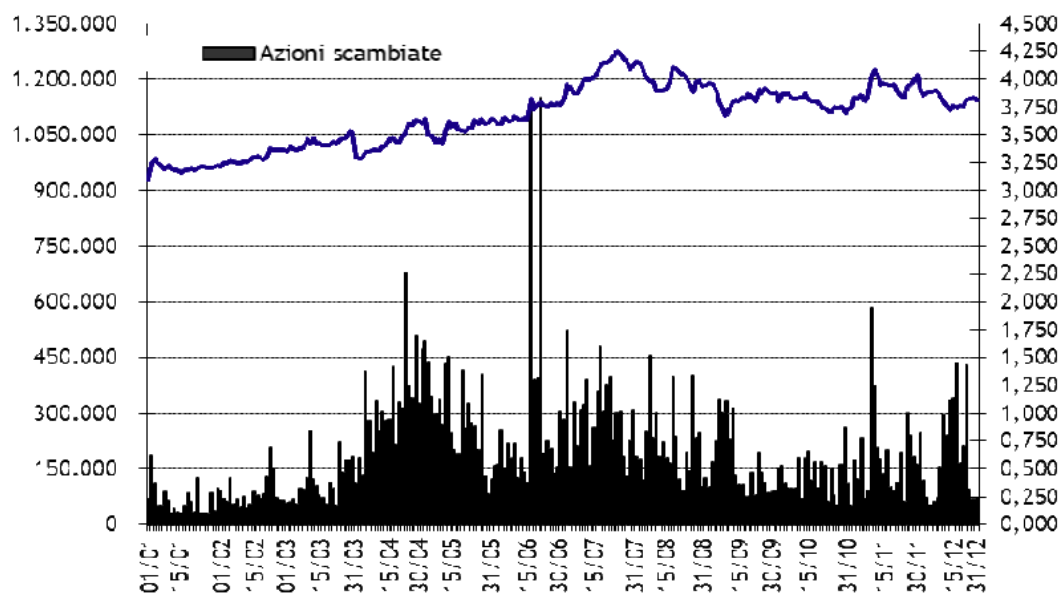


Fonte: Bilancio ottico consolidato Gruppo Campari 2017 ricavato dalla banca dati AIDA

## APPENDICE C

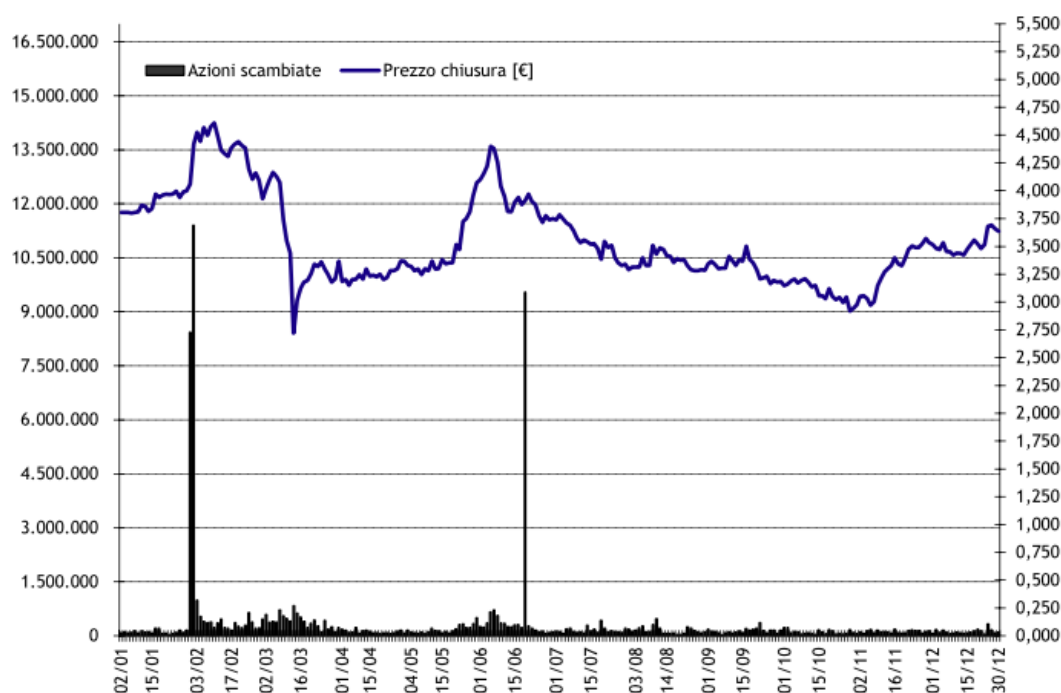
### Quotazione in euro del Gruppo Ascopiave anno 2019 e 2020

Figura 27: Andamento del titolo Ascopiave dal 1 gennaio 2019 al 31 dicembre 2019



Fonte: Bilancio ottico consolidato Gruppo Ascopiave 2019 ricavato dalla banca dati AIDA

Figura 28: Andamento del titolo Ascopiave dal 1 gennaio 2020 al 31 dicembre 2020



Fonte: Bilancio ottico consolidato Gruppo Ascopiave 2020 ricavato dalla banca dati AIDA



## INDICE FIGURE, GRAFICI E TABELLE

<i>Figura 1: Capacità installata lorda e EBITDA dal 2012 di FRI-EL e di Alerion .....</i>	<i>18</i>
<i>Figura 2: Mercato italiano delle energie rinnovabili da fonte eolica .....</i>	<i>19</i>
<i>Figura 3: Conto economico consolidato Gruppo Campari 2015/2016 .....</i>	<i>38</i>
<i>Figura 4: Conto economico consolidato Gruppo Campari 2016/2017 .....</i>	<i>38</i>
<i>Figura 5: Costo del venduto 2015/2016.....</i>	<i>40</i>
<i>Figura 6: Costo del venduto 2016/2017.....</i>	<i>41</i>
<i>Figura 7: Costi di struttura 2015/2016 .....</i>	<i>42</i>
<i>Figura 8: Costo di struttura 2016/2017 .....</i>	<i>43</i>
<i>Figura 9: Rendiconto finanziario consolidato Gruppo Campari 2015/2016.....</i>	<i>48</i>
<i>Figura 10: Rendiconto finanziario consolidato Gruppo Campari 2016/2017.....</i>	<i>49</i>
<i>Figura 11: PFN consolidata Gruppo Campari 2015/2016.....</i>	<i>50</i>
<i>Figura 12: PFN consolidata Gruppo Campari 2016/2017.....</i>	<i>52</i>
<i>Figura 13: Conto economico consolidato Gruppo FRI-EL 2017/2018 .....</i>	<i>55</i>
<i>Figura 14: Rendiconto finanziario consolidato Gruppo FRI-EL 2016/2017.....</i>	<i>63</i>
<i>Figura 15: Rendiconto finanziario consolidato Gruppo FRI-EL 2017/2018.....</i>	<i>64</i>
<i>Figura 16: PFN consolidata Gruppo FRI-EL 2016/2017.....</i>	<i>66</i>
<i>Figura 17: PFN consolidata Gruppo FRI-EL 2017/2018.....</i>	<i>67</i>
<i>Figura 18: Conto economico consolidato Gruppo Ascopiave 2019/2020 .....</i>	<i>70</i>
<i>Figura 19: Rendiconto finanziario consolidato Gruppo Ascopiave 2018/2019 .....</i>	<i>77</i>
<i>Figura 20: Rendiconto finanziario consolidato Gruppo Ascopiave 2019/2020 .....</i>	<i>78</i>
<i>Figura 21: PFN consolidata Gruppo Ascopiave 2018/2019.....</i>	<i>80</i>
<i>Figura 22: PFN consolidata Gruppo Ascopiave 2019/2020.....</i>	<i>81</i>
<i>Figura 23: Conto economico consolidato per settore Gruppo FRI-EL 2017 .....</i>	<i>130</i>
<i>Figura 24: Conto economico consolidato per settore Gruppo FRI-EL 2018.....</i>	<i>130</i>
<i>Figura 25: Andamento del titolo Campari e dei principali indici di riferimento dal 1 gennaio al 31 dicembre 2016 .....</i>	<i>131</i>
<i>Figura 26: Andamento del titolo Campari e dei principali indici di riferimento dal 1 gennaio al 31 dicembre 2017 .....</i>	<i>131</i>
<i>Figura 27: Andamento del titolo Ascopiave dal 1 gennaio 2019 al 31 dicembre 2019 .....</i>	<i>132</i>
<i>Figura 28: Andamento del titolo Ascopiave dal 1 gennaio 2020 al 31 dicembre 2020 .....</i>	<i>132</i>

*Grafico 1: Quotazione in euro del Gruppo Campari nel mese di marzo 2016..... 101*

*Tabella 1: ROE dei gruppi ..... 105*

*Tabella 2: ROS dei gruppi..... 106*

## BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

Agenzia ICE (2022), *Pnrr: finanziamenti per la produzione di energia da fonti rinnovabili*. 14/12/2022.

Disponibile a <https://www.ice.it/it/news/notizie-dal-mondo/230695>

Alexandridis, G., Antypas, N., & Travlos, N. (2017), Value creation from M&As: New evidence, *Journal of Corporate Finance*, 45, pp. 632-650.

Banca dati AIDA.

Disponibile a <https://login.bvdinfo.com/R0/AidaNeo>

Banca dati ORBIS.

Disponibile a <https://www.bvdinfo.com/it-it/le-nostre-soluzioni/dati/internazionali/orbis>

Bartoli, F. & Ossoli, G. (2009), *Valore d'impresa e valore intangibile. Una metodologia per la valutazione delle aziende: guida alla misurazione e alla pianificazione del valore*, FrancoAngeli.

Beltrame, F., Bertinetti, G. & Scip, A. (2021), *Analisi e valutazione finanziaria d'impresa*, Giappichelli Editore.

Benfratello, L. (1999), *Determinanti ed effetti delle fusioni e acquisizioni: un'analisi sulla base delle notifiche alle autorità antitrust*, Ceris-CNR, Working Paper. No. 15/1999.

Benfratello, L. (2000), *Effetti delle fusioni e acquisizioni: una rassegna critica dell'evidenza empirica*, Ceris-Cnr.

Bonacina, L. (2020), From now on: L'impatto di COVID-19 sulla redditività e sulla posizione patrimoniale delle utility italiane, *Deloitte*.

Disponibile a [https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/it/Documents/energy-resources/PU%20R%20-%20Impatto%20COVID-19%20su%20redditività%20e%20stato%20patrimoniale\\_Deloitte.pdf](https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/it/Documents/energy-resources/PU%20R%20-%20Impatto%20COVID-19%20su%20redditività%20e%20stato%20patrimoniale_Deloitte.pdf)

Borsa e Finanza (2023), "Fusioni e acquisizioni: cosa sono e perché si fanno". 17/03/2023.

<https://borsaefinanza.it/fusioni-e-acquisizioni-cosa-sono-e-perche-si-fanno/>

Borsa Italiana (2009), *Return On Equity. Indicatore economico sulla redditività del capitale proprio*. 17/04/2009.

Disponibile a <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/roe.htm>

Borsa Italiana (2011a), *Opa residuale*. 14/01/2011.

Disponibile a <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/opa-residuale.htm>

Borsa Italiana (2011b), *Joint Venture*. 23/09/2011.

Disponibile a <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/joint-venture160.htm>

Borsa Italiana (2011c), *I principali metodi di valutazione aziendale*. 04/03/2011.  
Disponibile a <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/valutazione-aziendale-134.htm>

Borsa Italiana (2011d), *Earn-out: il sistema di clausole contrattuali per ridurre i rischi nelle acquisizioni di società*. 27/05/2011.  
Disponibile a <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/earn-out145.htm>

Borsa Italiana (2020), *Il metodo DCF – Discounted cash flow*. 05/03/2020.  
Disponibile a <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/metodo-dcf-discounted-cash-flow140.htm>

Borsa Italiana, *GLOSSARIO FINANZIARIO – ACQUISIZIONE*. Ultimo accesso: 23/05/2023.  
Disponibile a <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/acquisizione.html>

Borsa Italiana, *GLOSSARIO FINANZIARIO – OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO*.  
Ultimo accesso: 23/05/2023.  
Disponibile a <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/offerta-pubblica-di-acquisto.html>

Borsa Italiana, *GLOSSARIO FINANZIARIO – OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO E SCAMBIO*. Ultimo accesso: 23/05/2023.  
Disponibile a <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/offerta-pubblica-di-acquisto-e-scambio.html>

Borsa Italiana, *GLOSSARIO FINANZIARIO – OFFERTA PUBBLICA DI SCAMBIO*.  
Ultimo accesso: 23/05/2023.  
Disponibile a <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/offerta-pubblica-di-scambio.html>

Borsa Italiana, *GLOSSARIO FINANZIARIO – DUE DILIGENCE*. Ultimo accesso: 24/05/2023.  
Disponibile a <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/duo-diligence.html>

Borsa Italiana, *GLOSSARIO FINANZIARIO – ANALISI FONDAMENTALE*. Ultimo accesso: 26/05/2023.  
Disponibile a <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/analisi-fondamentale.html>

Borsa Italiana, *GLOSSARIO FINANZIARIO - ENTERPRISE VALUE*. Ultimo accesso: 26/05/2023.  
Disponibile a <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/enterprise-value.html>

Borsa Italiana, *GLOSSARIO FINANZIARIO-RETURN ON SALES*. Ultimo accesso: 10/06/2023.  
Disponibile a <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/return-on-sales.html>

Borsa Italiana, *GLOSSARIO FINANZIARIO - TASSO DI RENDIMENTO INTERNO*.  
Ultimo accesso: 11/06/2023.  
Disponibile a <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/tasso-di-rendimento->

[interno.html](#)

Brillo, N. (2022), *Ascopiave cede a Hera l'8% di Estenergy*, la tribuna di Treviso. 02/12/2022.

Disponibile a

<https://ricerca.gelocal.it/tribunatreviso/archivio/tribunatreviso/2022/12/02/treviso-ascopiave-cede-a-hera-l-8-di-estenergy-18.html?ref=search>

Brotherson, W. T., Eades, K. M., Harris, R. S., & Higgins, R. C. (2014), "Company valuation in mergers and acquisitions: how is discounted cash flow applied by leading practitioners?", *Journal of Applied Finance (Formerly Financial Practice and Education)*, 24(2), 43-51.

Caselli, S., Università Bocconi, Fiani, M. (2016), *Le opportunità italiane dell'M&A*, lavoro presentato alla M&A Academy: edizione 2016.

Disponibile a <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2016/06/it-Le-opportunita-italiane-dell-MA.pdf>

Christofferson, S. A., McNish, R. S., & Sias, D. L. (2004), "Where mergers", *The McKinsey Quarterly*, (2), 92.

Condina, C. (2019), *Hera e Ascopiave volano sui massimi storici dopo l'alleanza nel Nord Est*, Il Sole 24ore. 18/06/2019.

Disponibile a <https://www.ilsole24ore.com/art/hera-e-ascopiave-volano-massimi-storici-l-alleanza-nord-est-ACIBWLS>

Confindustria Bergamo (2022), "Gli investimenti per la transizione energetica nel PNRR". 02/11/2022.

Disponibile a <https://www.confindustriabergamo.it/aree-di-interesse/energia/news?id=152591>

Corporate Financial Institute (2018), *Enterprise Value (EV): The entire value of a firm*. 08/03/2018. Ultima modifica: 07/07/2023.

Disponibile a <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/what-is-enterprise-value-ev/>

Corporate Financial Institute (2019), *Due Diligence: Investigation or audit of a potential deal or investment opportunity*. 24/10/2019. Ultima modifica: 14/03/2023.

Disponibile a <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/due-diligence-overview/>

Corporate Financial Institute (2020a), *Horizontal acquisition: a horizontal merger or horizontal integration*. 08/07/2020. Ultima modifica: 25/01/2023.

Disponibile a <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/management/horizontal-acquisition/>

Corporate Financial Institute (2020b), *Horizontal Integration: A competitive strategy where business entities operating at the value chain level and within the same industry merge to increase the production of goods and services*. 14/10/2020. Ultima modifica: 03/05/2023.

Disponibile a <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/management/horizontal-integration/>

Corporate Financial Institute (2020c), *Vertical Integration Bringing in previously outsourced operations in-house*. 13/07/2020. Ultima modifica: 07/05/2023.

Disponibile a <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/management/vertical-integration/>

Coyle, B. (2000), *Mergers and acquisitions*, Global Professional Publishi.

Damodaran online.

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

Davide Campari Milano Spa (2016), Documento di Offerta.

Disponibile a

[https://www.camparigroup.com/sites/default/files/attachments/acquisitions/20160513\\_final\\_prospectus -  
tender offer in cash for the shares of spml non disponibile in italiano.pdf](https://www.camparigroup.com/sites/default/files/attachments/acquisitions/20160513_final_prospectus_-_tender_offer_in_cash_for_the_shares_of_spml_non_disponibile_in_italiano.pdf)

Di Napoli, G. (2019), *I quattro numeri chiave per giudicare un'impresa*. 07/01/2019.

Disponibile a <https://www.obiettivovalore.it/i-quattro-numeri-chiave-per-giudicare-unimpresa/>

Dringoli, A. (2016), *Merger and acquisition strategies: how to create value*, Edward Elgar Publishing.

Echarri, A., Ardanaz, A. E., Aguirre, Á. P., & de Quintana Sanz-Pastor, A. (2002), *Joint venture*, FC Editorial.

Eisenbarth, I., & Meckl, R. (2014), Optimizing the Timing of M&A Decisions— An Analysis of Pro- and Anticyclical M&A Behavior in Germany, *American Journal of Industrial and Business Management*, 4, pp. 545, 566.

Fiori, A. (2014), *Valutazione d'azienda con il metodo dei multipli*. Dicembre 2014.

Disponibile a <https://www.angelofiori.it/valutazioni-dazienda-con-metodi-dei-multipli/>

Focus industria 4.0 (2020), *Integrazione verticale e orizzontale: la quinta tecnologia abilitante dell'industria 4.0*. 15/12/2020.

Disponibile a <https://www.focusindustria40.com/integrazione-verticale-e-orizzontale/>

Forestieri, G. (2020), *Corporate & Investment Banking-IV edizione*, EGEA spa.

FRI-EL Green Power Spa (2016), *Linee guida del progetto industriale di FRI-EL per Alerion Clean Power*.

Disponibile a [https://www.fri-el.it/fileadmin/Dateien/Risultati\\_definitivi/01\\_linee\\_guida\\_progetto\\_industriale.pdf](https://www.fri-el.it/fileadmin/Dateien/Risultati_definitivi/01_linee_guida_progetto_industriale.pdf)

FRI-EL Green Power Spa (2017), Documento di Offerta.  
Disponibile a [https://www.fri-el.it/fileadmin/Dateien/Offerta\\_Pubblica\\_di\\_Acquisto/03\\_Documento\\_di\\_Offerta\\_21.10\\_2017.PDF](https://www.fri-el.it/fileadmin/Dateien/Offerta_Pubblica_di_Acquisto/03_Documento_di_Offerta_21.10_2017.PDF)

Frykman, D. & Tolleryd, J. (2005), *Valutare l'impresa*, Pearson.  
Garzella, S. (2019), *Governo delle sinergie e creazione di valore nella gestione strategica dell'azienda*, G Giappichelli Editore.

Gavin, M. (2019), *What are mergers and acquisitions? 4 Key Risks*, Harvard Business School [online]. 25/07/2019.  
Disponibile a <https://online.hbs.edu/blog/post/mergers-and-acquisitions>

Gerosa, F. (2016a), *Campari, un'acquisizione strategica a un prezzo ragionevole*, ItaliaOggi. 15/03/2016.  
Disponibile a <https://www.italiaoggi.it/news/campari-un-acquisizione-strategica-a-un-prezzo-ragionevole-201603151014313419>

Gerosa, F. (2016b), *Campari, al via l'opa su Grand Marnier*, Milano Finanza. 19/05/2016. Ultima modifica: 19/05/2016.  
Disponibile a <https://www.milanofinanza.it/news/campari-al-via-l-opa-su-grand-marnier-201605191626067595>

Given, R. S. (1996), Economies of scale and scope as an explanation of merger and output diversification activities in the health maintenance organization industry, *Journal of health economics*, 15(6), pp. 685-713.

Gruppo Ascopiave (2019), *Operativa la partnership tra Hera e Ascopiave nel settore commerciale dell'energia. Ascopiave consolida la propria leadership veneta nella distribuzione del gas*, Comunicato Stampa.  
Disponibile a [https://www.gruppoascopiave.it/wp-content/uploads/2019/12/Ascopiave\\_closing-Gruppo-Hera-e-Ascopiave\\_19122019\\_ITA.pdf](https://www.gruppoascopiave.it/wp-content/uploads/2019/12/Ascopiave_closing-Gruppo-Hera-e-Ascopiave_19122019_ITA.pdf)

Gruppo Ascopiave (2020), Documento informativo.  
Disponibile a [https://www.gruppoascopiave.it/wp-content/uploads/2015/01/Ascopiave\\_Documento-Informativo\\_art\\_71\\_RE\\_01012020.pdf](https://www.gruppoascopiave.it/wp-content/uploads/2015/01/Ascopiave_Documento-Informativo_art_71_RE_01012020.pdf)

Gruppo Campari (2016a), *Gruppo Campari lancia un'offerta pubblica di acquisto amichevole per Société des Produits Marnier Lapostolle S.A.*, Comunicato Stampa.  
Disponibile a [https://www.camparigroup.com/sites/default/files/attachments/acquisitions/20160315\\_cpr\\_spml\\_ita\\_vfinal\\_0.pdf](https://www.camparigroup.com/sites/default/files/attachments/acquisitions/20160315_cpr_spml_ita_vfinal_0.pdf)

Gruppo Campari (2016b), *Gruppo Campari lancia un'offerta pubblica di acquisto amichevole per Société des Produits Marnier Lapostolle S.A.*, Investor Presentation.  
Disponibile a [https://www.camparigroup.com/sites/default/files/attachments/acquisitions/20160315\\_spml\\_investor\\_present\\_vfinal\\_0.pdf](https://www.camparigroup.com/sites/default/files/attachments/acquisitions/20160315_spml_investor_present_vfinal_0.pdf)

Gruppo Hera (2019), *Gruppo Hera e Ascopiave: grande partnership nel Nord-Est*, Comunicato Stampa.

Disponibile a <https://www.gruppohera.it/-/gruppo-hera-e-ascopiave-grande-partnership-nel-nord-est-1>

Guatri, L., & Bini, M. (2005), *Management. Volume 9: Valutazione delle aziende*, Egea.

Hitt, M. A., King, D. R., Krishnan, H., Makri, M., Schijven, M., Shimizu, K., & Zhu, H. (2012), *Creating value through mergers and acquisitions: Challenges and opportunities*, Management Faculty Research and Publications, 124.

Hooke, J. C. (1997), *M&A: A practical guide to doing the deal*, (Vol. 36), John Wiley & Sons.

Investing.com.

Disponibile a <https://it.investing.com>

KPMG (2017), *Rapporto Mergers & Acquisitions. La ripresa si consolida: numeri da record per il mercato M&A. Anno 2016*.

Disponibile a <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/it/pdf/2017/07/KPMG-Rapporto-MA-2016.pdf>

KPMG (2018), *Rapporto Mergers & Acquisitions. Consolidamento settoriale e fusioni alimentano volumi record. Anno 2017*.

Disponibile a <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/it/pdf/2018/08/KPMG-Rapporto-M&A-2017-fusioni-acquisizioni.pdf>

KPMG (2020), *Rapporto Mergers & Acquisitions. Record di operazioni in Italia. Anno 2019*.

Disponibile a

[https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/it/pdf/2020/06/KPMG\\_Rapporto-MA-2019.pdf?\\_hstc=160160738.d457893ec07790b6be89459757e8441b.1688554694317.1688554694317.1688554694317.1&\\_hssc=160160738.1.1688554694318&\\_hsfp=25908980898011](https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/it/pdf/2020/06/KPMG_Rapporto-MA-2019.pdf?_hstc=160160738.d457893ec07790b6be89459757e8441b.1688554694317.1688554694317.1688554694317.1&_hssc=160160738.1.1688554694318&_hsfp=25908980898011)

KPMG (2022), *Rapporto Mergers & Acquisitions. Il mercato segna nuovi record. Anno 2021*.

Disponibile a

[https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/it/pdf/2022/05/KPMG\\_Rapporto\\_MA2021.pdf?\\_hstc=160160738.d457893ec07790b6be89459757e8441b.1688554694317.1688554694317.1688554694317.1&\\_hssc=160160738.2.1688554694318&\\_hsfp=2590898011](https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/it/pdf/2022/05/KPMG_Rapporto_MA2021.pdf?_hstc=160160738.d457893ec07790b6be89459757e8441b.1688554694317.1688554694317.1688554694317.1&_hssc=160160738.2.1688554694318&_hsfp=2590898011)

Leone, A., s.d. *Enterprise Value e Equity Value: quali sono le principali differenze?*, yourCFO. Ultimo accesso: 11/06/2023.

Disponibile a <https://www.yourcfo.it/blog/finance/enterprise-value-e-equity-value-quali-sono-le-principali-differenze/>

MacKinlay, C. (1997), *Event Studies in Economics and Finance*, *Journal of Economic Literature*, American Economic Association, 35(1).



Mayor, R. (2022), Energy preparedness and diversification more important than ever. Exploring the risks and actions for energy leaders in response to the conflict in Ukraine, *KPMG*. 22/04/2022.

Disponibile a <https://kpmg.com/xx/en/blogs/home/posts/2022/04/energy-preparedness-and-diversification-more-important-than-ever.html>

Mediterraneo Capital Ltd (2020), *Acquisizioni societarie: teorie, modelli, applicazioni ed operazioni in corso*. 14/07/2020. Ultima modifica: 14/08/2020.

Disponibile a <https://www.mediterraneocapital.co.uk/post/acquisizioni-societarie-teorie-modelli-applicazioni-ed-operazioni-in-corso>

Napolitano, M. R. (2003), *La gestione dei processi di acquisizione e fusione di imprese*, (Vol.12), Franco Angeli.

Paven, B., & Tarasconi, Q. (2017), Value creation in M&A deals: relatedness and learning curve effects, *HEC Paris Club Finance*. Ultima disponibilità: 22/05/2023.

Pereira, L. (2019), Che cosa cambia per Hera e Ascopiave con EstEnergy, *Start Magazine*. 18/06/2019.

Disponibile a <https://www.startmag.it/energia/che-cosa-cambia-per-hera-e-aascopiave-con-estenergy/>

Perry, M. K., & Porter, R. H. (1985), Oligopoly and the incentive for horizontal merger, *The American Economic Review*, 75(1), pp. 219-227.

PwC(a), *Global and Italian M&A Trends 2022 e Outlook 2023*. Ultimo accesso: 28/06/2023.

Disponibile a <https://www.pwc.com/it/it/services/deals/trends.html>

PwC(b), *Global M&A Industry Trends: 2023 Mid-Year Update*. Ultimo accesso: 29/06/2023.

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

PwC (2021), *PwC: ripresa record di operazioni M&A nel secondo semestre 2020, concentrate su TMT e Financial Services. Attesa crescita anche nel 2021, ancora su fintech e digital, seguiti da healthcare*, Comunicato Stampa.

Disponibile a <https://www.pwc.com/it/it/press-room/assets/docs/pwc-press-release-ma-trends-fy20.pdf>

PwC (2022), *PwC Global and Italian M&A Industry Trends in Consumer Markets: Risultati 2021 e Outlook 2022*, Comunicato Stampa.

Disponibile a <https://www.pwc.com/it/it/press-room/assets/docs/pwc-press-release-global-MA-consumer-market.pdf>

Schniederjans, M. J. & Fowler, K.L. (1989), Strategic acquisition management: a multi-objective synergistic approach, *Journal of the Operational Research Society*, 40.4, pp. 333-345.

Sito ufficiale Alerion Clean Power. Ultimo accesso: 11/08/2023.

Disponibile a <https://www.alerion.it/chi-siamo/>

Sito ufficiale FRI-EL Green Power. Ultimo accesso: 11/08/2023.  
Disponibile a <https://www.fri-el.it/it/chi-siamo/>

Sito ufficiale Gruppo Ascopiave. Ultimo accesso: 11/08/2023.  
Disponibile a <https://www.gruppoascopiave.it/il-gruppo>

Sito ufficiale Gruppo Campari. Ultimo accesso: 11/08/2023.  
Disponibile a <https://www.camparigroup.com/it/page/il-gruppo>

Università di Verona (2009), *Teoria del Valore Economico. Dal valore dell'azienda al valore dei pacchetti di controllo: Fusioni e acquisizioni*.

Disponibile a  
<https://www.dse.univr.it/documenti/OccorrenzaIns/matdid/matdid124085.pdf>

Utilitalia (2022), *Ascopiave cede al Gruppo Hera l'8% del capitale di EstEnergy*.  
01/12/2022.

Disponibile a <https://www.utilitalia.it/notizia/9c162883-d888-4e72-92d2-d27b784627d2>

Verna, F. (2008), *La grande onda: Fusioni e acquisizioni*, Lulu.com.

VirtùQuotidiane (2019), *CAMPARI VENDE LA VILLA DI GRAND MARNIER E INCASSA 80 MILIONI*. 01/08/2019.

Disponibile a <https://www.virtuquotidiane.it/cronaca/campari-vende-la-villa-di-grand-marnier-e-incassa-80-milioni.html>

Visigalli, G. (2023), *Boom di M&A in Italia nel 2022: oltre 970 operazioni per un valore di quasi €90 mld*, Borse.it. 23/01/2023.

Disponibile a <https://www.borse.it/articolo/ultime-notizie/boom-di-ma-in-italia-nel-2022-oltre-970-operazioni-per-un-valore-di-quasi-e90-mld>

Walker, D., Hansell, G., Kengelbach, J., Bathia, P. & Dawson, N. (2016), *The Real Deal on M&A, Synergies, and Value*, Boston Consulting Group.

Yahoo Finance, Dati storici 2019 Ascopiave Spa.

Disponibile a  
<https://it.finance.yahoo.com/quote/ASC.MI/history?period1=1546300800&period2=1577750400&interval=1d&filter=history&frequency=1d&includeAdjustedClose=true>

Zorzo, M., s.d. *M&A significato - Cos'è l'M&A-I trend nel 2023 nel mondo e in Italia*.  
Ultimo accesso: 24/05/2023.

Disponibile a <https://www.parliamodiinvestimenti.it/cosa-sono-le-merger-and-acquisition/>