



UNIVERSITÀ
DI PAVIA

**Dipartimento di Scienze Economiche e
Aziendali Corso di Laurea Magistrale in
Economia e Legislazione d'Impresa**

**Strategie di crescita e creazione del valore
nell'industria del Beverage: il caso Gruppo Campari
tra performance finanziaria e integrazione ESG.**

Relatore:

Chiar.ma Prof.ssa Michela Pellicelli

Tesi di Laurea

di Matilde Chiara Cizza

Matr. n. 56179

Anno Accademico 2025-2026

Sommario

INTRODUZIONE.....	4
Capitolo uno - Inquadramento teorico: morfologia del gruppo aziendale, corporate governance e integrazione ESG.....	7
1.1. DEFINIZIONE, MORFOLOGIA E MOTIVAZIONI ECONOMICHE-STRATEGICHE DELLA COSTITUZIONE DI UN GRUPPO AZIENDALE	7
1.2. IL RUOLO DELLA CORPORATE GOVERNANCE	18
1.3. PERFORMANCE, VANTAGGI E CREAZIONI DI VALORE PER GLI AZIONISTI.....	24
1.4. L'EVOLUZIONE DELLA SOSTENIBILITÀ D'IMPRESA E IL NUOVO QUADRO REGOLATORIO EUROPEO (CSRD).....	29
1.5. ESG E PERFORMANCE FINANZIARIA: ANALISI TEORICA DELL'IMPATTO DEI RATING ESG SULLA VALUTAZIONE AZIONARIA	35
CAPITOLO DUE: IL CASO GRUPPO CAMPARI: MODELLO DI BUSINESS, PERFORMANCE ECONOMICO-FINANZIARIE E STRATEGIE ESG.....	42
2.1. STORIA, SVILUPPO, MODELLO DI BUSINESS E ASSETTO DI GOVERNANCE DI CAMPARI.....	42
2.2. LA SOSTENIBILITÀ NEL GRUPPO CAMPARI: LINEE GUIDA, ANALISI DEI REPORT ESG E INIZIATIVE IMPLEMENTATE.....	49
2.3. ANALISI DELLE PERFORMANCE ECONOMICO-FINANZIARIE, POLITICA DEI DIVIDENDI E CREAZIONE DI VALORE PER GLI AZIONISTI	58
2.4. BENCHMARKING COMPETITIVO: POSIZIONAMENTO FINANZIARIO ED ESG DI CAMPARI RISPETTO AI PRINCIPALI PLAYER GLOBALI	62
CAPITOLO TRE: LA STRATEGIA DI M&A COME LEVA DI CRESCITA E CREAZIONE DI VALORE NEL GRUPPO CAMPARI	65
3.1. Il ruolo delle operazioni di M&A come strategia di crescita nell'industria del Beverage: sinergie operative, di costo e posizionamento di mercato	65
3.2. IL MODELLO CAMPARI NELL'ACQUISIZIONE DI BRAND: IL BILANCIAMENTO TRA IDENTITÀ LOCALE E DISTRIBUZIONE LOCALE.....	68
3.3. ANALISI DELLE OPERAZIONI STRAORDINARIE PIÙ SIGNIFICATIVE ED ESPANSIONE DEL PORTAFOGLIO	70
3.3.1. COURVOISIER 2023/2024 (FRANCIA).....	71
3.3.2. ANCHO REYES & MONTELOBOS.....	75
CONCLUSIONI	78
Bibliografia e sitografia	81

INTRODUZIONE

L'industria globale dei *Global Spirits* sta attraversando una fase di profonda ridefinizione strutturale, guidata da rapidi mutamenti nei pattern di consumo e da una crescente pressione competitiva internazionale. I grandi player del settore non si confrontano più soltanto sul piano dei volumi produttivi, bensì sulla capacità intrinseca di intercettare il macro-trend della premiumizzazione – l'orientamento strutturale dei consumatori verso prodotti di qualità ed economicamente più elevati – e di ottimizzare le proprie rotte distributive globali (route-to-market). In questo contesto iper-competitivo, la crescita per linee interne non è più sufficiente a garantire il mantenimento del vantaggio competitivo. Di conseguenza, le operazioni di *Mergers and Acquisitions* (M&A) si sono consolidate come il vero e proprio motore geometrico della crescita settoriale, ponendosi come una leva strategica imprescindibile per l'espansione dimensionale, la diversificazione geografica e il costante rinvigorimento del portafoglio prodotti attraverso l'inclusione di brand ad alta marginalità.

Parallelamente all'evoluzione delle architetture societarie tramite M&A, il concetto stesso di creazione del valore aziendale ha subito una mutazione paradigmatica. La visione neoclassica, tradizionalmente focalizzata sulla massimizzazione esclusiva della ricchezza degli azionisti (shareholder value), ha ceduto il passo a un approccio olistico orientato alla totalità degli stakeholder. Oggi la sostenibilità non rappresenta più un mero costo di compliance o un'attività ancillare di pubbliche relazioni, ma un fattore nativo della redditività a lungo termine. L'integrazione delle metriche ESG (Environmental, Social, Governance) nelle strategie corporate risponde non solo a istanze etiche, ma a precise richieste del mercato finanziario, il quale associa a solidi rating di sostenibilità un profilo di rischio inferiore e un costo del capitale ridotto. Questo processo è ulteriormente accelerato dal rigido quadro regolatorio europeo, guidato dalla *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD), che impone alle imprese una trasparenza senza precedenti sulla cosiddetta doppia materialità dei propri impatti.

Il presente lavoro di ricerca si propone di indagare l'intersezione dinamica tra le strategie di espansione finanziaria straordinaria e l'integrazione delle politiche di sostenibilità, analizzando come questi due vettori apparentemente divergenti possano convergere nella creazione di valore sinergico. L'obiettivo centrale consiste nel verificare se e in che modo l'adozione di un modello orientato alla sostenibilità influenzi le performance di mercato e l'efficacia delle operazioni di M&A in un settore ad alto impatto ambientale e agricolo come quello del Beverage. Ci si interroga, nello specifico, su come la finanza straordinaria possa farsi carico delle istanze ESG, trasformando l'acquisizione di un marchio non solo in un acceleratore di ricavi, ma in un'opportunità di rigenerazione sostenibile della catena del valore.

Per validare empiricamente tali dinamiche, la ricerca adotta la metodologia del caso studio, concentrandosi sul Gruppo Campari, sesto operatore globale nel mercato degli Spirits. La scelta di questa realtà risulta particolarmente significativa: Campari rappresenta un esempio d'eccellenza di multinazionale che ha fatto della crescita per via esterna il proprio tratto identitario, collezionando decine di acquisizioni di successo nel corso della sua storia recente. Al contempo, il Gruppo ha saputo coniugare questa aggressiva espansione sui mercati internazionali con un progressivo e rigoroso allineamento ai migliori standard globali di governance e responsabilità socio-ambientale. L'analisi viene condotta attraverso un approccio metodologico misto: da un lato, l'esame quantitativo dei dati economico-finanziari, della politica dei dividendi e dei multipli di mercato; dall'altro, l'analisi qualitativa dei report di sostenibilità e la conduzione di un benchmarking competitivo con i principali competitor globali.

L'elaborato è strutturato in tre capitoli logici e sequenziali:

- Il Capitolo 1 definisce l'inquadramento teorico, analizzando la morfologia dei gruppi aziendali, il ruolo cruciale della corporate governance come garante del valore e l'evoluzione dei modelli di rendicontazione ESG alla luce della nuova normativa europea.

- Il Capitolo 2 sposta il focus sul caso empirico di Campari, esaminandone il modello di business, le performance finanziarie e l'efficacia delle sue strategie di sostenibilità, con un confronto diretto rispetto ai concorrenti globali. L'obiettivo è quello di evidenziare come il raggiungimento di determinate rating e ranking contribuisca alla creazione di valore, che non dipende più dalla sola massimizzazione dei profitti.
- Il Capitolo 3 approfondisce verticalmente la specifica leva delle fusioni e acquisizioni (M&A) come motore dello sviluppo di Campari, indagando come i criteri di sostenibilità vengano integrati nei processi di due diligence e di post-merger integration, con particolare attenzione a casi di rilevanza strategica come Montelobos e la recente, imponente operazione Courvoisier. Lo scopo è quello di dimostrare l'imponente strategia di crescita messa in atto da Gruppo Campari, come è mutata nel tempo e come influiscono le operazioni straordinarie sulla struttura e sul patrimonio del Gruppo.

Capitolo uno - Inquadramento teorico: morfologia del gruppo aziendale, corporate governance e integrazione ESG

In un mondo economico in continua evoluzione, sostenuto da crescenti dinamiche produttive e una sempre maggiore complessità dei mercati globali, la forma della “singola impresa” risulta spesso inadeguata; così, operatori economici e studiosi sono sempre più orientati verso forme di impresa innovative. Un requisito fondamentale dell’economia dell’impresa, rispetto alla fase storica presente, si identifica in una struttura flessibile, agile, capace di rinnovarsi e trasformarsi in risposta agli stimoli esterni. Sebbene esistano innumerevoli forme in risposta a tali esigenze, il gruppo aziendale si configura come il modello organizzativo più efficace.

1.1. DEFINIZIONE, MORFOLOGIA E MOTIVAZIONI ECONOMICHE-STRATEGICHE DELLA COSTITUZIONE DI UN GRUPPO AZIENDALE

Il panorama economico contemporaneo, segnato da un’elevata dinamicità, da una crescente incertezza dei contesti macroeconomici e da una pressione competitiva globale sempre più serrata, ha imposto al mondo accademico e agli operatori aziendali una profonda e ineludibile riflessione sulla struttura, sull’organizzazione e sulla configurazione delle attività produttive. Per un lungo periodo storico, il luogo comune prevalente e l’impostazione teorica dominante identificavano nella grande dimensione d’impresa monolitica e integrata la principale garanzia di efficienza, redditività e stabilità strutturale. L’impresa monolitica di grandi dimensioni veniva infatti considerata il veicolo ideale per conseguire massicce economie di scala, dominare i mercati di riferimento e assorbire efficacemente gli urti congiunturali.

Tuttavia, la concretezza dell’esperienza storica e l’insorgere di cicli di crisi sistemica hanno progressivamente incrinato questo paradigma tradizionale. Le organizzazioni dimensionalmente ipertrofiche e fortemente accentrate, sebbene in

grado di generare volumi di produzione imponenti, hanno spesso rivelato gravi limiti gestionali legati all'eccessiva rigidità operativa, a burocrazie interne complesse e a una drammatica lentezza o incapacità di reazione di fronte ai rapidi mutamenti delle preferenze dei consumatori, delle innovazioni tecnologiche e delle dinamiche geopolitiche. Le difficoltà strutturali nell'adattare rapidamente la capacità produttiva, il rigido fardello dei costi fissi e le barriere cognitive dei vertici decisionali hanno mostrato in modo inequivocabile come la sola dimensione fisica o patrimoniale non costituisca affatto uno scudo invulnerabile. (Mella P., 2019)

In questo scenario di accresciuta complessità, si è così fatta strada una forma d'organizzazione "ibrida" e flessibile: il gruppo aziendale. (Zattoni A. 2000) Essa è capace di coniugare virtuosamente la forza, la dotazione di risorse e la visione strategica unitaria tipiche della grande impresa con la snellezza, la prontezza operativa, la reattività e la specializzazione proprie delle entità dimensionalmente più contenute. Il gruppo aziendale risponde dunque all'esigenza primaria di scomporre l'attività complessiva in una molteplicità di nodi decisionali ed esecutivi formalmente autonomi, preservando tuttavia una regia strategica accentrata in grado di orientare il sistema verso obiettivi comuni di creazione e salvaguardia del valore economico nel lungo periodo. Questa tipologia di aggregazioni in forma "ibrida" permettono quindi una serie di *vantaggi propri dello sviluppo dimensionale, nonché vantaggi riconducibili alla flessibilità tipica delle strutture di piccole dimensioni*" (Ferri S. 2009 - <https://hdl.handle.net/11367/15797>)

Sotto il profilo strettamente economico-aziendale, il gruppo aziendale si configura come una pluralità di società dotate di autonoma soggettività giuridica che, pur conservando la propria indipendenza formale ed esecutiva, risultano tra loro collegate da vincoli di natura azionaria, contrattuale o personale tali da assoggettarle a un unico centro decisionale, ossia a una direzione unitaria. (Capocchi A., 2016)

L'elemento qualificante del gruppo residua precisamente in questa scissione

strutturale: da un lato sussiste una pluralità di soggetti di diritto (le singole società controllate o collegate), ciascuno con un proprio patrimonio, un proprio bilancio d'esercizio e una propria responsabilità verso i terzi; dall'altro lato vi è un unico soggetto economico (la capogruppo o holding), che detiene il potere strategico effettivo e indirizza la gestione complessiva delle varie entità verso il perseguimento di un disegno economico unitario. (Paoloni M. & Celli M., 2011)

Nonostante la rilevanza centrale del fenomeno nell'economia moderna, il legislatore italiano ed europeo ha a lungo esitato nel formulare una definizione unitaria ed esaustiva di "gruppo di imprese", preferendo concentrare la disciplina normativa sugli strumenti attraverso cui il controllo o l'influenza dominante vengono operativamente esercitati. Nell'ordinamento italiano, il Codice civile non fornisce un'esplicita definizione teorica di gruppo, ma nell'articolo 2359 individua con precisione le fattispecie di società controllate e collegate, ponendo le basi formali per la rilevazione del legame partecipativo e direttivo.

Nello specifico, l'articolo 2359 del Codice civile definisce tre distinte forme tipiche di controllo societario:

- Controllo di diritto (o di maggioranza dei voti): si verifica quando una società dispone della maggioranza assoluta dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria di un'altra società, garantendo direttamente alla controllante la nomina dei membri degli organi di amministrazione e controllo.
- Controllo di fatto: sussiste allorché una società dispone di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria della controllata, circostanza che si palesa frequentemente nelle società ad azionariato diffuso (le cosiddette public companies o entità a capitale frazionato) in cui l'assenteismo dei piccoli azionisti consente a un soggetto in possesso di una quota relativa consistente di determinare le deliberazioni.
- Controllo contrattuale o vincolo economico: si realizza quando una società si trova sotto l'influenza dominante di un'altra in virtù di particolari vincoli

contrattuali con essa stipulati, come nei casi di dipendenza economica, tecnologica o commerciale derivanti da contratti di esclusiva, fornitura essenziale o licenze di brevetto.

(Bussoletti, M. 2010)

A queste tre fattispecie di controllo si affianca il concetto di società collegata, definita dallo stesso articolo 2359 del Codice civile come l'entità su cui un'altra società esercita un'influenza notevole, presunta allorché nell'assemblea ordinaria possa essere esercitato almeno un quinto dei voti, ovvero un decimo se la società ha azioni quotate nei mercati regolamentati.

Successivamente, l'evoluzione del diritto societario — in particolare con la riforma intervenuta nel D.lgs. 17 gennaio 2003, n.6, che ha introdotto nel Codice civile la disciplina dell'attività di direzione e coordinamento agli artt. 2497 e seguenti. La riforma non ha introdotto una definizione generale e strutturale di “gruppo”, ma ha regolato soprattutto l'attività di direzione e coordinamento, la pubblicità, la responsabilità e il recesso. (Cariello, V., 2006)

Tale impianto normativo prende atto dell'esistenza del gruppo non snaturando la soggettività delle singole figlie, ma introducendo specifici obblighi di pubblicità, quali l'iscrizione al Registro delle Imprese nell'apposita sezione dei gruppi, e stabilendo un rigoroso regime di responsabilità per abuso di direzione e coordinamento. Se la capogruppo agisce nell'interesse imprenditoriale del gruppo ma in violazione dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale della singola controllata, arrecando danno alla redditività o al valore del patrimonio di quest'ultima, risponde direttamente verso i soci di minoranza e i creditori sociali per il pregiudizio subito. (Scognamiglio, G. 2015)

Tale responsabilità è tuttavia temperata dalla teoria dei vantaggi compensativi, secondo la quale l'eventuale danno sofferto da una singola operazione va valutato e bilanciato alla luce del risultato complessivo dell'attività di direzione oppure dei benefici direttamente derivanti dall'appartenenza al gruppo.

La straordinaria varietà con cui i gruppi aziendali si manifestano nella realtà operativa riflette la flessibilità dello strumento e la diversità degli obiettivi strategici perseguiti dalle proprietà aziendali. Le classificazioni morfologiche dei gruppi si articolano lungo molteplici e articolate direttrici d'analisi.

In base alla natura dei legami e alla direzione strategica, si distinguono tre principali assetti:

- Gruppi Verticali (o Gerarchici): rappresentano l'architettura più classica e diffusa, in cui la capogruppo holding detiene partecipazioni dirette o indirette nelle controllate e stabilisce un chiaro rapporto di subordinazione gerarchica, formulando l'indirizzo politico, strategico e finanziario al vertice per poi calarlo lungo la catena di comando sulle varie società operative. (De Vita *et al.*, 2008.)
- Gruppi Orizzontali (o Paritetici): in questa morfologia non esiste una società holding sovraordinata alle altre, e l'integrazione e il coordinamento strategico tra imprese poste sul medesimo piano gerarchico avvengono su base concorsuale e paritetica, spesso formalizzati mediante accordi contrattuali, organi direttivi comuni o incroci azionari coordinati (fenomeno ampiamente noto nei modelli di Zaibatsu o Keiretsu in Giappone o nelle unioni paritetiche transnazionali).
- Gruppi Ibridi o Misti: combinano legami gerarchici di controllo azionario con forme di collaborazione paritetica e strategica tra sottogruppi differenti, adattando la governance alle specificità dei singoli mercati o delle varie business unit.

In base al ruolo esercitato dalla capogruppo, si differenziano due modelli principali:

- Holding Pura (o Finanziaria): la capogruppo non svolge alcuna attività di produzione diretta di beni o servizi commerciali, e il suo oggetto sociale esclusivo o prevalente risiede nella gestione delle partecipazioni azionarie,

nel coordinamento finanziario delle controllate e nella definizione dei piani strategici complessivi e delle decisioni d'investimento e disinvestimento. (Proto A., 2008)

- Holding Mista (o Industriale/Operativa): la capogruppo affianca alla gestione delle partecipazioni e all'esercizio della direzione unitaria la conduzione diretta di proprie attività industriali, commerciali o produttive, operando contemporaneamente come impresa operativa e come vertice strategico del gruppo. (D'Amico E., 2006)

In base all'articolazione delle attività economiche, i gruppi possono essere suddivisi in tre grandi categorie:

- Gruppi con Integrazione Industriale (Verticale od Orizzontale): nei gruppi verticalmente integrati, le singole società presidiano le diverse fasi della medesima filiera produttiva (dall'approvvigionamento delle materie prime, alla lavorazione industriale, fino alla distribuzione commerciale e alla logistica). Nei gruppi con integrazione orizzontale, le controllate operano nello stesso settore produttivo o in segmenti adiacenti, condividendo tecnologie, marchi e mercati per rafforzare il potere contrattuale e la quota di mercato complessiva.
- Gruppi Conglomerati (o Diversificati): le società appartenenti al gruppo svolgono attività economiche prive di correlazione tecnologica o commerciale diretta tra loro, con la motivazione dominante di ripartire e mitigare il rischio operativo e di sfruttare opportunità d'investimento redditizie in settori anticiclici o ad alta crescita. (Maglio R. *et al.*, 2019)
- Gruppi Finanziari: risultano focalizzati prevalentemente sulla gestione di asset finanziari, partecipazioni, attività assicurative e bancarie, dove la logica industriale cede il passo al rendimento del capitale investito e alla gestione dei flussi finanziari strategici. (Mella P., 2019)

In base allo schema di sviluppo delle partecipazioni azionarie, si rilevano due principali configurazioni:

- **Struttura Piramidale:** una società holding al vertice controlla direttamente una serie di società di primo livello, le quali a loro volta controllano altre società di secondo livello, e così via, allargando la base controllata a mano a mano che si scende verso la base operativa e consentendo il massimo sfruttamento dell'effetto leva azionario. (Cecchi M., 2005)
- **Struttura a Catena (o Successiva):** caratterizzata da una sequenza lineare di controlli, dove la società A controlla la B, la B controlla la C, e la C controlla la D. In presenza di partecipazioni reciproche o incrociate tra le varie entità della catena, la governance rischia tuttavia di diventare estremamente complessa, imponendo l'applicazione delle cautele codicistiche a tutela dell'integrità del capitale sociale di cui all'art. 2360 c.c. (Bogarelli P. & Bertazzi L., 2023)

Infine, in base all'estensione geografica dei mercati presidiati, si distinguono i:

- **Gruppi Nazionali,** nei quali la holding e le società operative risiedono all'interno dei confini di un singolo Stato giuridico ed economico;
- **Gruppi Multinazionali o Transnazionali,** nei quali la capogruppo controlla filiali e consociate ubicate in differenti Paesi.

(Kokorin I. & Wessels B., 2021)

Quest'ultima morfologia risponde alle esigenze di penetrare mercati esteri, accedere a risorse produttive e fattoriali locali a costi competitivi e ottimizzare le politiche di transfer pricing e il regime fiscale globale nel pieno rispetto dei vincoli internazionali.

La scelta strategica di adottare la configurazione di gruppo aziendale in luogo di un'unica grande impresa indivisa risponde a un'articolata serie di motivazioni economiche, organizzative, finanziarie e fiscali. Tale decisione consente infatti di superare i vincoli dimensionali tradizionali, dotando l'organizzazione di un mix coerente di stabilità patrimoniale e reattività operativa.

Sotto il profilo della flessibilità organizzativa, la struttura a gruppo permette di spezzare la complessità gestionale tipica dell'impresa unica sovradimensionata. Suddividendo l'attività globale in entità giuridicamente distinte e focalizzate su specifici business, prodotti o mercati, si ottiene un'elevata responsabilizzazione dei vertici manageriali locali. Ciascuna società figlia è dotata di organi di amministrazione operativi autonomi e snelli, in grado di rilevare tempestivamente i cambiamenti della domanda, adattare la propria offerta e cogliere con prontezza nicchie di mercato che in un'architettura accentrata e burocratica verrebbero irrimediabilmente trascurate.

Una delle spinte primarie verso la costituzione di un gruppo risiede inoltre nella segregazione e nell'isolamento del rischio industriale e patrimoniale. Distribuendo le differenti iniziative imprenditoriali tra soggetti giuridici distinti e dotati di responsabilità limitata, l'eventuale insolvenza, il dissesto economico o il fallimento di una specifica controllata rimane circoscritto al capitale sociale della medesima, evitando di trasmettersi automaticamente al patrimonio delle altre società del gruppo o alla capogruppo. Tale meccanismo isola e mette in sicurezza le aree di business stabili ed erogatrici di cassa da quelle caratterizzate da elevata incertezza o da alto rischio di avviamento, quali startup innovative, iniziative in mercati emergenti o progetti ad alto tasso di Ricerca e Sviluppo. (Belenzon S. *et al.*, 2023)

Al contempo, l'organizzazione in gruppo non sacrifica i vantaggi dimensionali, permettendo di combinare le economie di scala e di scopo con i centri di servizio condivisi (*Shared Services*). Il gruppo può infatti centralizzare presso la capogruppo o presso apposite società dedicate (*service companies*) la gestione delle funzioni operative e di supporto caratterizzate da elevati costi fissi e da forti fabbisogni di competenze specialistiche.

In questo modo, come teorizzato dalla letteratura economico-aziendale e dagli studi classici sulle economie dimensionali, le singole controllate fruiscono di competenze di prim'ordine a costi unitari fortemente abbattuti grazie

all'eliminazione delle duplicazioni e allo sfruttamento massiccio delle economie di scala e di scopo.

Sul piano finanziario, la configurazione a gruppo piramidale consente alla proprietà o al gruppo di controllo di moltiplicare il volume delle risorse gestite rispetto al capitale effettivamente investito attraverso il meccanismo della leva azionaria. Attraverso la catena di partecipazioni e l'impiego del capitale di rischio fornito dai soci di minoranza delle controllate esterne, il soggetto economico riesce a controllare enormi attivi aziendali con un impegno finanziario diretto proporzionalmente ridotto. Inoltre, la dimensione complessiva dell'aggregato accresce il potere contrattuale (*bargaining power*) nei confronti del sistema bancario e degli istituti di credito, permettendo di negoziare condizioni di finanziamento, tassi d'interesse e linee di credito complessivamente più favorevoli rispetto a quelle ottenibili da una singola media impresa isolata. A ciò si affianca la centralizzazione della tesoreria mediante accordi di cash pooling, che consente di compensare su base giornaliera o periodica i saldi finanziari positivi delle società in avanzo di cassa con i fabbisogni e i saldi negativi delle unità in deficit, minimizzando il ricorso al credito bancario esterno, riducendo drasticamente gli oneri finanziari netti e ottimizzando il rendimento della liquidità complessiva. (De Luca R. & Lucido N., 2026)

In materia di regimi fiscali di gruppo, la legislazione tributaria riconosce la specificità economica del gruppo mettendogli a disposizione istituti volti a neutralizzare le inefficienze derivanti dalla frammentazione giuridica.

I principali strumenti fiscali a disposizione dei gruppi includono:

- Il Consolidato Fiscale Nazionale: consente di sommare algebricamente i risultati fiscali (imponibili positivi e perdite fiscali) delle diverse società residenti aderenti all'opzione, permettendo la compensazione immediata dei risultati negativi di alcune controllate con gli utili prodotti da altre e riducendo l'impatto fiscale globale dell'aggregato. (Beghin M., 2007)

- Il regime di PEX (Participation Exemption): detassa quasi integralmente le plusvalenze realizzate sulla cessione di partecipazioni azionarie dotate di specifici requisiti, agevolando le riorganizzazioni e la riallocazione strategica dei capitali all'interno dell'architettura del gruppo. (Art 87 TUIR)
- Liquidazione IVA di Gruppo: permette la compensazione dei crediti e dei debiti IVA maturati dalle varie entità legali, evitando esborsi finanziari e attese di rimborso burocratiche.

(Consolidato fiscale nazionale: opzione e vantaggi - Fiscomania)

Nelle realtà imprenditoriali a matrice familiare — storicamente preponderanti nel tessuto economico italiano ed europeo — il gruppo rappresenta uno strumento essenziale per la governance familiare e per la gestione del passaggio generazionale. Tramite la costituzione di una holding di famiglia al vertice dell'architettura aziendale, la proprietà unitaria del patrimonio imprenditoriale viene preservata e blindata da frammentazioni dannose. I singoli rami familiari o i diversi eredi possono ricevere quote di partecipazione o azioni differenziate della holding, ovvero assumere la gestione diretta di specifiche società controllate operative attive in business distinti, assicurando una chiara assegnazione di ruoli e responsabilità operative pur mantenendo la continuità e la visione strategica dell'impresa di famiglia sotto un'unica regia.

Tuttavia, l'articolazione in gruppo introduce anche una rilevante complessità sotto il profilo informativo, contabile e di rappresentazione veritiera e corretta della situazione patrimoniale, finanziaria ed economica complessiva. I singoli bilanci d'esercizio redatti dalle varie società operative offrono infatti una visione parziale e potenzialmente fuorviante, in quanto registrano gli scambi infragruppo secondo logiche formali ma non necessariamente rappresentative della reale ricchezza generata verso il mercato esterno.

Per superare questa lacuna informativa e fornire ai terzi, ai creditori, ai mercati finanziari e agli azionisti una rappresentazione fedele, il legislatore europeo e

nazionale ha introdotto l'obbligo di redazione del Bilancio Consolidato di Gruppo¹. Il bilancio consolidato considera l'intero gruppo come se fosse un'unica entità economica indivisa. (Teodori C., 2003)

Il processo di consolidamento richiede l'applicazione di rigorose rettifiche e scritture contabili:

- Elisione delle partecipazioni: azzeramento del valore contabile delle partecipazioni iscritte nel bilancio della holding e contestuale eliminazione dei corrispettivi patrimoni netti delle società controllate.
- Eliminazione delle operazioni infragruppo: storno di tutti i crediti e debiti reciproci tra società del gruppo, nonché dei costi e ricavi relativi a cessioni di beni o prestazioni di servizi avvenute all'interno del perimetro di consolidamento.
- Eliminazione degli utili e delle perdite infragruppo non realizzati: storno dei margini di profitto rilevati su beni scambiati tra controllate e ancora presenti nelle rimanenze finali di magazzino in quanto non ancora venduti a terzi estranei al gruppo.
- Evidenziazione dei diritti dei terzi: rilevazione separata delle quote di patrimonio netto e di risultato d'esercizio di pertinenza dei soci minoritari delle società controllate (patrimonio netto e utile dei terzi azionisti di minoranza).

(Teodori C., 2013)

Attraverso la redazione del bilancio consolidato diventa possibile misurare la reale capacità del gruppo di creare valore, valutare il livello complessivo di indebitamento finanziario ed esercitare un controllo di gestione integrato. Il sistema di pianificazione e controllo strategico di gruppo (comprendente budgeting, reporting consolidato per Business Unit e KPI integrati) costituisce lo strumento indispensabile attraverso cui il vertice della holding verifica

¹ In Italia disciplinato dal D.Lgs. 127/1991, in attuazione delle direttive comunitarie e integrato dai principi contabili nazionali OIC e internazionali IAS/IFRS.

costantemente che le decisioni operative adottate dalle singole figlie risultino perfettamente allineate con la missione economico-strategica e con gli obiettivi generali stabiliti per l'intero aggregato aziendale. (Fornaciari L., 2021)

1.2. IL RUOLO DELLA CORPORATE GOVERNANCE

L'evoluzione della Corporate governance e la sua funzione essenziale nel tessuto economico contemporaneo rappresentano uno dei temi di maggiore rilevanza e complessità nell'ambito della gestione aziendale e del diritto commerciale moderno, configurandosi come un sistema multidimensionale di regole, processi e strutture volti a disciplinare la direzione e il controllo delle organizzazioni societarie. Sebbene il dibattito accademico e istituzionale attorno a questo tema possa apparire come un fenomeno esplosivo esclusivamente negli ultimi quindici anni, è fondamentale riconoscere che le radici del problema affondano profondamente nella storia del pensiero economico, risalendo addirittura alle riflessioni fondamentali di Adam Smith nel 1776², il quale metteva già lucidamente in guardia contro i pericoli intrinseci alla gestione di capitali altrui da parte di amministratori che, non essendo i proprietari diretti di tali risorse, non avrebbero potuto esercitare lo stesso grado di vigilanza e sollecitudine che un individuo riserva ai propri affari personali. Questa intuizione pionieristica di Smith ha anticipato di secoli il cuore pulsante della governance moderna, ovvero la tensione costante tra chi detiene la proprietà del capitale e chi ne esercita il controllo operativo, una dinamica che ha trovato la sua sistematizzazione definitiva nel celebre studio di Berle e Means del 1932³ sulla struttura delle grandi corporation americane, dove venne evidenziata la netta separazione tra la proprietà diffusa e il potere decisionale concentrato nelle mani del management. La funzione vitale della Corporate governance, dunque, si manifesta come una risposta necessaria a questa scissione, agendo come un meccanismo di protezione non solo per gli

² Adam Smith, *Indagine sulla natura e le cause della ricchezza delle nazioni*, 1776

³ Berle e Means, *The modern corporation and private property*, 1932

investitori, ma per l'intero sistema economico e sociale, poiché il fallimento di grandi imprese non è mai un evento isolato, ma genera ondate d'urto devastanti che si ripercuotono sulla fiducia generale dei mercati finanziari, portano alla distruzione di migliaia di posti di lavoro, causano l'evaporazione di ingenti crediti per i fornitori e, in ultima analisi, minano la stabilità del benessere collettivo. (Shleifer, A. & Vishny, R.W. 1997)

La storia recente ha drammaticamente confermato la necessità di tali presidi attraverso una serie di scandali finanziari di proporzioni sistemiche che hanno coinvolto giganti come la Enron, la Barings Bank, la Royal Ahold e la Parmalat, casi che sono diventati simboli globali di fallimento dei controlli interni e di collusione tra poteri manageriali e organi di revisione. Questi episodi non hanno rappresentato semplici crisi di liquidità, ma vere e proprie voragini etiche caratterizzate da malpractices gravissime, tra cui la sistematica falsificazione dei bilanci, l'occultamento di debiti attraverso complesse architetture finanziarie, l'effettuazione di operazioni in evidente conflitto di interessi e, non da ultimo, una scandalosa divergenza tra le remunerazioni spropositate del top management e le reali performance aziendali, spesso declinanti o fittizie. In questo contesto di crisi della fiducia, la dottrina ha elaborato diversi framework teorici per tentare di inquadrare e risolvere tali patologie gestionali, ponendo al centro la Agency Theory (Teoria dell'Agenzia) sviluppata da autori fondamentali come Jensen, Meckling e Fama, i quali descrivono l'impresa non come un'entità monolitica, ma come un "nesso di contratti" (*nexus of contracts*) in cui sorge un conflitto intrinseco tra il "principal" (l'azionista che rischia il proprio capitale) e l'"agent" (il manager che lo gestisce). Questa teoria evidenzia come l'asimmetria informativa e l'azzardo morale giochino un ruolo critico: il manager, operando in una posizione di superiorità conoscitiva rispetto all'azionista, può essere tentato di perseguire obiettivi personali — come il prestigio, l'incremento della propria remunerazione o la riduzione del rischio lavorativo personale — a discapito della massimizzazione del valore a lungo termine della società. Per mitigare tale conflitto, la Corporate governance deve dunque implementare un apparato di

monitoraggio rigoroso e un sistema di incentivi e sanzioni volti a riallineare gli interessi dell'agente a quelli del principale, limitando la discrezionalità manageriale entro binari di trasparenza e responsabilità. (Fama, E. F., & Jensen, M. C., 1983)

Accanto alla visione più pessimistica dell'Agenzia, si è sviluppata la *Stewardship Theory*, proposta da Donaldson e Davis, che offre una prospettiva più ottimistica e collaborativa sulla natura umana e manageriale: secondo questo approccio, il manager non agisce necessariamente come un attore egoista, ma può essere visto come un "custode" (*steward*) la cui soddisfazione personale è intrinsecamente legata al successo e alla solidità dell'organizzazione che dirige, suggerendo che una governance efficace debba anche saper valorizzare la motivazione intrinseca e l'identificazione del manager con gli obiettivi aziendali. (Schoorman, D., 1997)

Un altro contributo teorico importante deriva dalla *Transaction Cost Economics* (TCE) di Williamson, che analizza la governance sotto il profilo dell'efficienza transazionale, suggerendo alle imprese di scegliere strutture di governo interne per minimizzare i costi legati alla negoziazione, alla stipula e al monitoraggio dei contratti in un contesto di razionalità limitata e opportunismo. Tuttavia, l'evoluzione più significativa verso una visione moderna e integrata della governance è rappresentata dalla *Stakeholder Theory* di Freeman (Freeman E., 2010), la quale interrompe il paradigma della massimizzazione del profitto come unico scopo aziendale per abbracciare una responsabilità più ampia verso tutti i portatori di interesse: dipendenti, fornitori, clienti, creditori e la comunità sociale nel suo complesso. In questa ottica, la Corporate governance diventa un garante dell'etica d'impresa, dove la trasparenza e la correttezza non sono più solo obblighi legali, ma fondamenta per la creazione di un valore sostenibile e duraturo. (Harrison J., *et al.*, 2019)

Il ruolo del Consiglio di Amministrazione (*Board*) emerge quindi come il perno centrale di questa intera architettura, fungendo da organo di sorveglianza critica sul potere del CEO e del *top management*, con il compito imperativo di assicurare

che l'influenza di singoli individui non possa mai compromettere l'integrità dei processi decisionali o la veridicità delle comunicazioni sociali. In definitiva, l'evoluzione della Corporate governance riflette il passaggio da un'accezione tecnica e ristretta di tutela degli azionisti a una missione di pubblica utilità, dove la governance stessa diventa la condizione necessaria per la sopravvivenza del sistema capitalistico, poiché solo attraverso l'integrazione sinergica di principi economici, giuridici ed etici è possibile prevenire le frodi che distruggono il risparmio e garantire che l'impresa continui ad operare come motore di innovazione e stabilità per l'intera società. La lezione appresa dai grandi fallimenti del passato è che una governance debole non danneggia solo il portafoglio degli investitori, ma corrode le fondamenta stesse del contratto sociale tra l'impresa e il mondo esterno, rendendo la trasparenza contabile e la responsabilità manageriale non semplici opzioni, ma requisiti ontologici per la vita dell'azienda moderna in un mercato globalizzato e interconnesso. Per queste ragioni, la funzione di regolazione della governance deve essere intesa come un processo dinamico e in continua evoluzione, capace di adattarsi alle nuove sfide della complessità operativa e di agire preventivamente contro quelle malpractices che, se ignorate, possono portare al collasso non solo di singole aziende, ma di interi settori economici, con ripercussioni che vanno ben oltre i confini del bilancio aziendale per toccare la vita quotidiana dei cittadini e la solidità delle istituzioni finanziarie internazionali. È proprio questa consapevolezza della fragilità del sistema che spinge oggi il legislatore e i regolatori a insistere su modelli di governance sempre più sofisticati, dove la composizione del board, l'indipendenza degli amministratori e l'efficacia dei comitati interni diventano strumenti indispensabili per bilanciare la fame di profitto con la necessità di una gestione prudente e orientata alla sostenibilità globale.

Il concetto di corporate governance, si può definire quindi come un sistema multidimensionale e complesso nel quale non esiste una definizione univoca ed esaustiva. Esso rappresenta l'insieme di meccanismi e principi che disciplinano il

funzionamento di un'azienda, andando oltre la semplice traduzione letterale di “governo societario”.

La corporate governance può essere definita come un'organizzazione interna dell'impresa, in grado di regolare le relazioni fra i soggetti che intervengono nello svolgimento dell'attività e che mira a tutelare i diversi interessi coinvolti. Lo scopo principale è quello di tutelare la buona gestione e allo stesso tempo gli interessi di soci, creditori e dipendenti.⁴

Non è stato possibile individuare un concetto univoco di Governance, in quanto si evidenziano molteplici modelli e approcci alla Governance. Per tale motivo, numerosi autori hanno contribuito a identificare in maniera più precisa tale concetto. Di seguito si riportano alcuni interventi di diversi autori ed economisti:

- La Corporate Governance si riferisce all'insieme dei caratteri di struttura e funzionamento degli organi di governo (Consiglio di amministrazione, Presidente del CdA, Comitati) e di controllo (Collegio sindacale e Revisori esterni) nei rapporti intercorrenti tra loro e nelle relazioni con gli organi/esponenti della proprietà e con la struttura manageriale. (Coda V., 1995)
- La Corporate Governance concerne il sistema di diritti, processi e meccanismi di controllo istituiti, sia internamente che esternamente, nei confronti dell'amministrazione di un'impresa al fine di salvaguardare gli interessi degli stakeholders. (Bruni G., 2002)
- La Corporate Governance riguarda la presenza di uno o più organi che compongono e caratterizzano, insieme ad altri, l'unitario e complesso organismo socioeconomico. (Catturi G., 2003)
- La Corporate Governance può essere definita come un sistema di checks and balances nel quale tutti i soggetti che operano e interagiscono nell'impresa hanno la possibilità di vedere efficacemente tutelati i propri

⁴ <https://argomenti.ilsole24ore.com/tag/corporate-governance>

interessi, assicurando al contempo che il controllo sia allocato con l'efficienza. (Zattoni A., 2004)

- La Corporate Governance è concepita come l'insieme delle relazioni tra board of directors, shareholders e managers. (Monks e Minow, 2004)

Le soprastanti definizioni possono essere divise in due grandi filoni interpretativi. Da un lato si trova la concezione in senso più ristretto, tipico dei sistemi capitalistici anglosassoni e delle *public company*, la cui attenzione si concentra soprattutto sui sistemi di funzionamento del consiglio di amministrazione e sulla massimizzazione del valore per gli azionisti, a cui si può attribuire il contributo di Monks e Minow, i quali pongono il Board come unico organo in grado di risolvere le criticità di governo. (Friedman M., 1970) Dall'altro lato, si definisce il tema in senso più allargato, tipico del capitalismo europeo e giapponese, che fa riferimento principalmente agli studi di Zattoni, e che risulta essere il frutto di una visione prettamente teorica e multidisciplinare in cui l'ambito di differenziazione è incentrato su due punti di vista fondamentali: l'individuazione dell'ampiezza e della varietà degli stakeholders meritevoli di tutela e la varietà degli organi sociali responsabili delle funzioni del governo. (Mallin C. A., 2018) Mentre la visione ristretta limita la tutela ai soli azionisti e affida ogni soluzione al Consiglio di Amministrazione, la definizione odierna più avanzata e allargata riconosce che la migliore via per risolvere qualunque problematica o conflitto aziendale sia legata all'intrecciarsi di varie strutture e regole aventi come obiettivo la composizione di interessi divergenti, includendo tra i soggetti meritevoli di protezione non solo i soci ma anche categorie quali fornitori e clienti.

Questa complessa impalcatura teorica ha esercitato un'influenza determinante a livello operativo, guidando i legislatori dei diversi Paesi nell'aggiornamento e nella riforma delle normative sul diritto societario e sulla protezione degli investitori, specialmente nell'ultimo decennio, che ha visto l'introduzione e la costante revisione di codici di condotta basati sulle cosiddette “*best practices*”. (OECD,

2015/2023)

Questi codici rappresentano una raccolta sistematica di raccomandazioni sul funzionamento degli organi amministrativi e mirano a garantire un maggior grado di trasparenza e *accountability*, rispondendo alla volontà generale di incrementare la fiducia dei mercati azionari compromessa dalle crisi passate. Nonostante la Corporate governance venga applicata in modo differente a seconda dei contesti legislativi, riflettendo le diversità culturali, gli assetti proprietari e le tradizioni legali nazionali, il processo di globalizzazione e la pressione esercitata dagli investitori istituzionali anglo-americani hanno spinto verso una progressiva integrazione dei mercati finanziari e la diffusione di standard comuni. Questa spinta favorisce un'attenzione crescente verso l'indipendenza dei consigli di amministrazione rispetto agli azionisti di controllo e una maggiore efficienza informativa, mettendo in competizione i diversi sistemi nazionali per migliorare la propria efficacia normativa. In questo scenario, i codici di autodisciplina si pongono l'obiettivo di formulare principi di comportamento che assicurino un rapporto corretto tra l'impresa e il mercato, sopperendo spesso a lacune normative non attraverso norme vincolanti di legge — poiché emessi prevalentemente da istituzioni dei mercati finanziari — ma tramite il principio del “*comply or explain*”⁵.

1.3. PERFORMANCE, VANTAGGI E CREAZIONI DI VALORE PER GLI AZIONISTI

La performance di un'impresa e la successiva creazione di valore per gli azionisti (*shareholders*) non vengono più concepite solamente attraverso la lente della massimizzazione del profitto a breve termine, ma devono rientrare in una visione strategica di lungo periodo che integri l'efficienza operativa con la gestione delle relazioni.

Storicamente, il successo aziendale veniva misurato attraverso l'utile netto o il fatturato, ma la più recente teoria della finanza aziendale, sostenuta dal Value

⁵ Art. 20 della Direttiva 2013/34/UE

Based Management (VBM), dimostra che i sopracitati indicatori sono parziali e spesso fuorvianti. (Stewart G. B., 1991)

Il concetto fondamentale risiede nell'ideologia che un'impresa non crea valore semplicemente “essendo in utile”, ma solo quando il rendimento del capitale investito supera il costo opportunità del capitale stesso, ovvero il rendimento che gli investitori avrebbero potuto ottenere altrove a parità di rischio. In questo contesto il valore prende un'accezione di una realtà economica oggettiva, che riflette il talento dei manager di creare flussi di cassa superiori alla soglia minima attesa dai mercati finanziari. (Copeland T. *et al.*, 2000)

La finalità ultima dell'impresa è un tema che fa emergere un dibattito, centrato sulla frattura tra lo *shareholder model* e lo *stakeholder model*. I sostenitori del primo approccio, legati alla tradizione finanziaria anglosassone, ritengono che la massimizzazione del valore per gli azionisti sia il solo obiettivo legittimo ed efficiente. Per contro, lo *stakeholder model* enfatizza la responsabilità verso un gruppo di soggetti eterogeno, comprendente anche dipendenti, clienti, fornitori. La teoria più avanzata, proposta da Michael Jensens (2001) e ripreso in modo analitico da Maserà e Mazzoni, è la *Enlightened Value Maximization*, che risolve la sfida apparente provando che l'obiettivo di massimizzare il valore di mercato di lungo periodo non può essere raggiunto se non attraverso la soddisfazione degli stakeholder, poiché ignorare i dipendenti mina la produttività; ignorare i clienti distrugge il capitale reputazionale; ignorare i regolatori aumenta il rischio legale. La creazione di valore per gli azionisti diventa quindi il risultato finale di un processo armonico di gestione delle relazioni, dove il benessere degli stakeholder è al centro.

Per trasformare questa filosofia in azione, le imprese adottano il sistema del *Value Based Management* (VBM). Come evidenziato da Pellicelli⁶, il VBM non deve essere ridotto a una mera formula matematica, ma deve essere inteso come un

⁶ Creazione di valore e value based management, 2007, <https://hdl.handle.net/11571/152294>

sistema gestionale integrato che permea ogni livello dell'organizzazione. Un sistema VBM efficace si articola su tre dimensioni fondamentali: la strategia, i processi operativi e i sistemi di incentivazione. Sotto il profilo strategico, il VBM impone di allocare il capitale solo verso quei business o progetti che presentano un valore attuale netto positivo, abbandonando le attività "distruttrici di valore" anche se dimensionalmente rilevanti. Operativamente, richiede che ogni decisione, dal marketing alla produzione, sia valutata in base al suo impatto sui driver del valore (prezzi, costi, efficienza del capitale). Infine, la dimensione degli incentivi è cruciale: i manager devono essere remunerati sulla base della reale creazione di valore, allineando i loro interessi personali a quelli della proprietà, superando così i classici problemi di agenzia. (Jensen M., Meckling W., 1976)

Figura 1- Strategie del VBM

VALUE-BASED MANAGEMENT

Strategies for Value-Based Management



Fonte: www.collidu.com – What is Value-based management presentation

Dal punto di vista tecnico-misurativo, lo strumento principe del VBM è l'*Economic Value Added* (EVA). L'EVA rappresenta il profitto economico residuo dopo aver dedotto dal reddito operativo netto (NOPAT - *Net Operating Profit After Taxes*) il costo monetario di tutto il capitale impiegato (Capital Charge). (Stern J. *Et al.*, 2001)

Il costo del capitale viene generalmente calcolato tramite il WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), il quale pondera il costo del debito e il rendimento atteso dagli azionisti in base al rischio sistematico dell'impresa. (Modigliani F., Merton M., 1958)

Se l'EVA è positivo, l'impresa ha generato ricchezza reale; se è negativo, l'impresa ha distrutto capitale, poiché il suo rendimento è inferiore a quanto gli investitori avrebbero ottenuto con investimenti alternativi di pari rischio. (Young, O'Byrne, 2000)

Altre metriche complementari includono il Market Value Added (MVA), che misura la differenza cumulativa tra il valore di mercato dell'impresa e il capitale versato dai soci, e il Total Shareholder Return (TSR), che esprime il rendimento complessivo per l'azionista derivante da dividendi e capital gain.

Tuttavia, l'efficacia di queste metriche finanziarie dipende dalla capacità dell'impresa di alimentare i propri vantaggi competitivi attraverso asset intangibili. Masera e Mazzoni sottolineano l'importanza dell'*Human Knowledge Capital* e del *Franchise Capital*. Il primo risiede nelle competenze, nell'esperienza e nella capacità innovativa del personale, elementi che non compaiono in bilancio ma che determinano la qualità della risposta aziendale alle sfide del mercato. Il secondo riguarda la forza del marchio e la fedeltà della base clienti, che agiscono come barriere all'entrata per i concorrenti. (Edvinsson L., 1997)

In un'era di crescente sensibilità sociale, l'integrazione dei fattori ESG (Environmental, Social, Governance) è diventata un pilastro del VBM. Una governance solida e una condotta etica non sono più solo requisiti morali, ma

driver economici: riducono il costo del debito, prevengono crisi reputazionali catastrofiche e attraggono una platea di investitori istituzionali sempre più orientati alla sostenibilità. (Eccles R., Serafeim G., 2013)

1.4. L'EVOLUZIONE DELLA SOSTENIBILITÀ D'IMPRESA E IL NUOVO QUADRO REGOLATORIO EUROPEO (CSRD)

Definire la strategia d'impresa, o “corporate strategy”, implica valutare tutte quelle decisioni di fondamentale importanza per l'impresa. La pianificazione strategica non può più limitarsi alla mera massimizzazione del profitto o alla sola efficienza operativa; essa richiede, al contrario, un approccio olistico in grado di coniugare la visione di lungo periodo con le crescenti istanze provenienti dai consumatori, dalle istituzioni e dagli investitori. In quest'ottica, la responsabilità sociale d'impresa — intesa come l'integrazione volontaria di valori ambientali, sociali e di governance nelle operazioni commerciali — si configura come un elemento strutturale della strategia aziendale. L'attuale e crescente affermazione dei principi ESG (Environmental, Social, Governance) nei quadri normativi, nei mercati e nelle strategie aziendali trae origine da una graduale crescita della sensibilità delle istituzioni, delle imprese e dei cittadini in una direzione di sviluppo più sostenibile. In questo contesto si inserisce la nuova direttiva europea CSRD, entrata in vigore nel 2024, che permette di ottenere una migliore trasparenza sui fattori ESG, in modo da semplificare la comparabilità delle informazioni e da permettere di prendere decisioni più consapevoli a stakeholder, investitori e consumatori.

Il concetto di sostenibilità aziendale ha attraversato una trasformazione radicale e profonda negli ultimi decenni, evolvendosi da una visione puramente filantropica, spesso percepita come un'attività marginale e accessoria, a un elemento assolutamente centrale della strategia, del modello di business e dell'identità stessa dell'impresa moderna. Per comprendere appieno questa evoluzione, è necessario guardare alle radici storiche del dibattito sulla responsabilità sociale delle imprese (Corporate Social Responsibility - CSR), che ha avuto origine principalmente nel mondo anglosassone durante la metà del XX secolo. La dottrina economica dominante, influenzata pesantemente dalle teorie di Milton Friedman negli anni '70, sosteneva con vigore che l'unica e sola responsabilità sociale di un'azienda fosse quella di agire nel proprio interesse economico, massimizzando il profitto a

favore degli azionisti. col passare degli anni e con l'emergere di crisi ambientali e sociali sempre più evidenti, questa visione ha cominciato a mostrare i propri limiti strutturali. A partire dagli anni '80 e '90, si è assistito al consolidamento della "stakeholder theory", proposta tra i primi da R. Edward Freeman. Questa teoria ha rivoluzionato il pensiero manageriale suggerendo che il successo e la sopravvivenza di un'organizzazione sul lungo periodo non dipendano esclusivamente dalla soddisfazione degli azionisti, ma dalla sua capacità intrinseca di generare valore condiviso per tutti i soggetti coinvolti o interessati dalle sue attività, ovvero i portatori di interesse (stakeholders).

Il punto di origine risale al 1987, con il Rapporto Brundtland⁷ che ha espresso il bisogno di conciliare sviluppo economico e tutela ambientale, sostenendo che uno sviluppo è sostenibile solo se è in grado di soddisfare i bisogni della generazione presente senza compromettere quelli del futuro.

Se inizialmente, con la Dichiarazione di Rio del 1992, l'attenzione era focalizzata esclusivamente alla salvaguardia dell'ambiente, nel 2004 si verifica una svolta fondamentale. Con il rapporto "Who Cares Wins" è stato ufficialmente introdotto l'acronimo ESG (Environmental, Social, Governance), riconoscendo che la crescita economica non può prescindere dall'inclusione sociale e dalla trasparenza istituzionale. In questo contesto evolutivo, l'acronimo ESG (Environmental, Social, Governance) si è imposto come il quadro di riferimento universale per misurare e valutare il ruolo dell'impresa nella società contemporanea. La dimensione ambientale (Environmental) racchiude oggi criteri fondamentali come l'uso efficiente dell'acqua, la gestione delle emissioni climalteranti, l'efficienza energetica e la promozione di modelli di economia circolare che eliminino il concetto di rifiuto, trasformando la sostenibilità in un potente driver di vantaggio competitivo e resilienza. La dimensione sociale (Social) abbraccia invece la sfera

⁷ Nel 1987, Gro Harlem Brundtland, presidente della Commissione mondiale su Ambiente e Sviluppo (World Commission on Environment and Development, WCED,) istituita nel 1983, presenta il rapporto «Our common future» (Il futuro di tutti noi), formulando una linea guida per lo sviluppo sostenibile ancora oggi valida.

delle relazioni umane, promuovendo la parità di genere, il rispetto dei diritti umani lungo tutta la catena di approvvigionamento, la sicurezza sul lavoro e, sempre più spesso, il benessere psicologico e l'inclusione delle diversità. Infine, la Governance rappresenta il sistema di regole e processi che definiscono la condotta etica dell'impresa, garantendo l'indipendenza degli organi di controllo, la trasparenza nelle retribuzioni dei vertici e l'adozione di rigorosi protocolli anticorruzione e di gestione dei rischi.

La massima maturazione globale si è raggiunta nel 2015 con l'adozione di due documenti fondamentali: l'Accordo di Parigi, nel quale viene stilato il “Programma per le persone, il pianeta e la prosperità” e l'Agenda 2030 delle Nazioni Unite che ha fissato 17 obiettivi di sviluppo sostenibile (SDGs). Successivamente, l'Unione Europea ha impresso una direzione ancora più concreta con il Green Deal (2019)⁸ e il programma Next Generation EU (2020)⁹.

⁸ Il Green Deal europeo punta a far diventare l'economia dell'UE moderna, efficiente sotto il profilo delle risorse e competitiva.

Varato dalla presidente von der Leyen nel 2019, vuole rispondere all'appello lanciato dai cittadini, e in particolare dai giovani, ad intervenire a favore del clima. Definisce un piano per trasformare l'economia, l'energia, i trasporti e le industrie europee in modo da garantire un futuro più sostenibile.

Intende ridurre le emissioni di almeno il 50% entro il 2030, per poi passare al 55%, e rendere giuridicamente vincolante con un'apposita normativa europea l'obiettivo della neutralità climatica entro il 2050. Promuove una transizione pulita che protegge le persone e il pianeta, è solida sul piano economico ed equa sul piano sociale.

Il Green Deal investe nell'innovazione, nelle tecnologie pulite e nelle infrastrutture verdi, garantendo una transizione giusta per le comunità più colpite. Grazie al Green Deal europeo, gli europei godono di un'aria più pulita e di prodotti e abitazioni più efficienti sotto il profilo energetico. Possono inoltre attingere a un maggior numero di fonti energetiche rinnovabili per rispondere ai loro fabbisogni quotidiani.

⁹ NextGenerationEU sta stimolando l'economia europea e rendendo le nostre società più forti e più resilienti, ottenendo risultati tangibili per gli europei attraverso i suoi numerosi progetti. È il più grande pacchetto di incentivi mai adottato nell'UE che sta dando l'esempio e definendo il piano per un nuovo modello di crescita basato su un'economia pulita, innovativa e inclusiva e sulla sovranità digitale e tecnologica.

Figura 2 - Obiettivi Agenda 2030



Fonte: United Nations, [Agenda 2030: i 17 Obiettivi di Sviluppo Sostenibile](#) - ONU Italia

Oggi, la sostenibilità non è più solo una scelta di responsabilità sociale d'impresa (CSR), ma un parametro di efficienza gestionale. Strumenti come il principio DNSH (*Do No Significant Harm*) e il regolamento sulla Tassonomia UE impongono che ogni investimento, inclusi quelli del PNRR italiano, sia misurabile e non dannoso per l'ambiente.

La *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD), adottata dall'Unione Europea con la direttiva 2022/2464, costituisce oggi la frontiera più avanzata e rigorosa in termini di regolamentazione della rendicontazione non finanziaria a livello mondiale. Essa non rappresenta un semplice aggiornamento burocratico, ma una vera e propria rivoluzione normativa che mira a colmare le lacune della precedente *Non-Financial Reporting Directive* (NFRD). L'obiettivo primario del legislatore europeo è quello di elevare la rendicontazione di sostenibilità allo stesso livello di importanza e affidabilità della rendicontazione finanziaria tradizionale, garantendo che le informazioni ESG fornite dalle imprese siano comparabili, affidabili e facilmente accessibili agli investitori e agli altri stakeholder. La CSRD amplia in modo massiccio il perimetro delle aziende coinvolte: dalle circa 11.000 società soggette alla NFRD si passerà a oltre 50.000 realtà in tutta Europa.

L'obbligo riguarda ora tutte le grandi imprese che superano almeno due dei tre criteri dimensionali (250 dipendenti, 50 milioni di euro di fatturato, 20 milioni di euro di totale attivo), ma anche le PMI quotate (con l'eccezione delle microimprese) e le società extra-UE che generano un fatturato significativo all'interno dell'Unione. Il cuore operativo della direttiva è costituito dagli *European Sustainability Reporting Standards* (ESRS), elaborati dall'EFRAG (*European Financial Reporting Advisory Group*). Questi standard, suddivisi in 12 moduli, impongono un linguaggio comune e dettagliato: due standard sono di carattere generale e trasversale (ESRS 1 e ESRS 2), mentre i restanti dieci sono tematici e approfondiscono i singoli aspetti delle tre sfere della sostenibilità. Nel campo ambientale (E1-E5), si va dal cambiamento climatico all'inquinamento, dalle risorse idriche alla biodiversità, fino all'uso delle risorse e all'economia circolare. Nel sociale (S1-S4), l'attenzione si concentra sulla forza lavoro propria dell'impresa, sui lavoratori lungo la catena del valore, sulle comunità interessate e sui consumatori finali. Nella governance (G1), viene analizzata la condotta aziendale in termini di etica, lotta alla corruzione e gestione delle relazioni con i fornitori.

Figura 3 - Principi ESRS



Fonte: www.envoria.com - The platform for reporting, compliance, and impact

Un pilastro fondamentale e innovativo della CSRD è il concetto di "doppia materialità". Questo principio richiede alle imprese di rendicontare le informazioni secondo due prospettive simmetriche: la materialità dell'impatto (*inside-out*), ovvero come le attività dell'azienda influenzano le persone e l'ambiente, e la materialità finanziaria (*outside-in*), ovvero come i rischi e le opportunità legati ai temi ESG influenzano lo sviluppo, la posizione finanziaria e i risultati dell'azienda stessa. Questo approccio bi-direzionale assicura una trasparenza totale, impedendo alle aziende di focalizzarsi solo sugli aspetti che tornano a loro vantaggio economico. Parallelamente, la direttiva introduce l'obbligo di sottoporre il report di sostenibilità a una "*assurance*" esterna e indipendente, inizialmente con un grado di sicurezza limitata (*limited assurance*) per poi progredire verso una ragionevole sicurezza (*reasonable assurance*), in linea con gli standard internazionali come l'ISSA 5000 recentemente emanato. Per facilitare l'accessibilità dei dati, la CSRD impone che le informazioni siano pubblicate in un formato digitale leggibile dalle macchine (tagging XHTML), facilitando così l'analisi automatizzata da parte di analisti e agenzie di rating. Tuttavia, conscia della complessità della transizione, l'Europa ha introdotto misure di semplificazione, come il "Pacchetto Omnibus" del 2025, che ha rivisto al rialzo le soglie dimensionali per l'applicazione della direttiva, concentrandosi inizialmente sulle imprese con più di mille dipendenti per ridurre l'onere burocratico sulle realtà più piccole. Inoltre, per le PMI non quotate, è stato sviluppato il VSME (Voluntary SME standard), uno standard semplificato e volontario che funge da guida per chi vuole iniziare il percorso di rendicontazione senza subire l'impatto dei requisiti più complessi. La CSRD impone inoltre un'analisi profonda della catena del valore, richiedendo alle imprese di guardare oltre il perimetro delle proprie mura e di valutare gli impatti generati dai propri fornitori e partner commerciali. Questo stimola un processo di due diligence che mira a identificare, prevenire e mitigare gli impatti negativi lungo tutta la filiera. In definitiva, la CSRD non deve essere interpretata come un mero esercizio di compilazione di documenti, ma come uno strumento strategico che integra la

sostenibilità nel cuore pulsante del processo decisionale aziendale, favorendo la creazione di valore a lungo termine e contribuendo alla realizzazione degli ambiziosi obiettivi del Green Deal europeo per una neutralità climatica entro la metà del secolo. Questo quadro normativo garantisce che la sostenibilità non sia più una scelta opzionale o una leva di marketing, ma una condizione essenziale per la competitività e la legittimazione dell'impresa nel mercato globale del futuro. Entrando nei dettagli tecnici della CSRD, è importante notare come la direttiva sia strettamente legata alla Tassonomia Europea delle attività ecosostenibili. Questo significa che la rendicontazione non è fine a sé stessa, ma serve a dimostrare quanta parte del fatturato o degli investimenti di un'azienda sia effettivamente "green" secondo criteri scientifici oggettivi. La sfida principale per le imprese risiede nella raccolta dei dati lungo la catena del valore (Scope 3 per le emissioni, ad esempio). La CSRD riconosce questa difficoltà e concede periodi di transizione, ma la direzione è chiara: la trasparenza deve essere totale. L'obbligo di *assurance* indipendente, che vedrà revisori contabili certificare la veridicità delle dichiarazioni non finanziarie, serve a dare agli investitori la stessa sicurezza che hanno quando leggono un bilancio civilistico.

1.5. ESG E PERFORMANCE FINANZIARIA: ANALISI TEORICA DELL'IMPATTO DEI RATING ESG SULLA VALUTAZIONE AZIONARIA

Negli ultimi anni, l'orizzonte strategico e operativo entro cui fluttuano le organizzazioni aziendali ha subito una trasformazione radicale, spostando il baricentro delle strategie d'impresa dalla mera massimizzazione del profitto a breve termine verso una visione olistica e multidimensionale della gestione di impresa. Questo cambio radicale ridefinisce nel profondo i modelli tradizionali di business, i quali si trovano oggi a fronteggiare l'integrazione dei fattori Environmental, Social, and Governance (ESG). Questa transizione non rappresenta soltanto una risposta etica alle pressioni sociali, ma si configura come un cambiamento profondo nei modelli di business, oggi orientati alla sostenibilità e alla creazione di valore nel lungo periodo. Un approccio più sostenibile non viene

più recepito solo come un vincolo normativo o un costo accessorio legato a pratiche di facciata, bensì come una leva strategica importante e un elemento centrale per la costruzione di modelli organizzativi resilienti. L'analisi del rapporto tra standard ESG e risultati economici rivela che le imprese capaci di adottare solidi criteri di sostenibilità ottengono performance finanziarie superiori, una drastica riduzione dei profitti volatili e un incremento significativo della fiducia da parte della comunità finanziaria.

Figura 4 - Obiettivi ESG



Fonte: <https://fph.vse.cz> - Università di Economia di Praga

Le evidenze empiriche raccolte nel corso del tempo confutano l'idea tradizionale secondo cui gli investimenti in sostenibilità gravano sulle risorse della redditività aziendale, dimostrando invece una correlazione positiva e stabile con la performance finanziaria. Un'importante metanalisi è stata condotta da Friede et al. (2015), la quale ha esaminato un campione vastissimo di oltre 2.000 studi accademici. I risultati hanno dimostrato che circa il 90% delle ricerche rileva una

relazione positiva tra l'adozione di pratiche ESG e il miglioramento dei risultati economici. In particolare, le aziende caratterizzate da elevati rating ESG tendono a manifestare rendimenti azionari superiori e una redditività operativa maggiore, fattori che testimoniano una gestione aziendale più efficiente e resiliente nel tempo. Questo accade perché l'integrazione della sostenibilità non agisce solo sui flussi di cassa immediati, ma potenzia aspetti intangibili cruciali come la reputazione del brand, il coinvolgimento dei dipendenti e la solidità delle relazioni con gli stakeholder. (Eccles R., *et al.*, 2014)

Similmente, una ricerca tra NYU Stern Centre for Sustainable Business e Rockefeller Asset Management, che ha analizzato più di 1000 ricerche pubblicate tra il 2015 e il 2020, ha riscontrato una correlazione positiva nel 58% degli studi focalizzati su metriche operative come ROE (return on equity), ROA (return on assets) e prezzo delle azioni.

Un aspetto determinante del legame tra ESG e performance riguarda la gestione e mitigazione del rischio. Le imprese sostenibili mostrano una minore volatilità del prezzo delle azioni e un rischio di credito decisamente più contenuto. Lo studio di Sassen et al. (2016) ha offerto un contributo fondamentale evidenziando l'esistenza di una correlazione negativa tra le performance ESG adottate da un'impresa e il rischio aziendale. Le organizzazioni che mostrano una certa sensibilità ai criteri di sostenibilità ambientale, all'impatto sociale e a una governance trasparente presentano infatti una minore volatilità del prezzo delle proprie azioni sul mercato e un rischio di credito decisamente più contenuto rispetto ai concorrenti meno virtuosi. Tale diminuzione della rischiosità specifica deriva dal fatto che le imprese che adottano criteri ESG risultano meno vulnerabili a shock esterni, scandali reputazionali o improvvisi cambiamenti normativi. Di conseguenza, come confermato dalle ricerche di Dhaliwal et al. (2011), le imprese che adottano e comunicano in modo trasparente comportamenti responsabili hanno la possibilità di attrarre una quota significativamente maggiore di investimenti e riescono a beneficiare di un costo del capitale inferiore. Il

vantaggio competitivo è evidenziato dalla percezione della comunità finanziaria, la quale ritiene le aziende ad alto rating ESG partner commerciali e finanziari più sicuri e stabili nel lungo periodo. Oltre che alle performance finanziarie, l'impatto positivo delle politiche sostenibili si riflette anche sulle determinanti intangibili del successo aziendale, facendo emergere le qualità del management e la valorizzazione del capitale umano. Secondo quanto analizzato da Malik (2015), le organizzazioni che si distinguono per standard elevati di governance e responsabilità sociale presentano processi decisionali improntati alla massima trasparenza e risultano decisamente meno esposte a crisi interne o conflitti di interesse.

Gli investitori integrano i criteri ESG attraverso diverse strategie identificate dalla Global Sustainable Investment Alliance (GSIA)¹⁰. Storicamente prevaleva la sezione negativa, ma oggi giorno i dati mostrano una crescita importante dell'integrazione dei fattori e del corporate engagement, dove gli azionisti usano il proprio potere di voto per influenzare attivamente le decisioni aziendali. Un punto di svolta di questo cambiamento culturale emerge dall'analisi dei mission statement aziendali: tra il 2012 e il 2021, si è registrato un aumento significativo di termini legati a "sostenibilità", "innovazione" e "stakeholder", a discapito di espressioni tradizionali focalizzate esclusivamente sul profitto o sul primato degli azionisti. Questo spostamento lessicale riflette una nuova consapevolezza strategica: il valore per l'azionista (shareholder value) non è più visto come in antitesi con il valore per la collettività, ma come una sua diretta conseguenza nel lungo periodo.

Oltre alla dimensione prettamente finanziaria, un posizionamento ESG d'eccellenza influisce positivamente sulla qualità del management e del capitale umano. Pratiche di governance solide e trasparenza decisionale riducono l'esposizione a crisi interne, mentre l'attenzione ai fattori sociali migliora la

¹⁰ La Global Sustainable Investment Alliance (GSIA) è un'organizzazione internazionale che mira ad aumentare l'impatto e la visibilità degli investimenti sostenibili su scala mondiale.

produttività e la fidelizzazione dei dipendenti. Secondo Malik (2015), i lavoratori che operano in contesti sostenibili risultano più motivati e coinvolti, creando un circolo virtuoso che alimenta ulteriormente la competitività dell'impresa.

Infine, l'integrazione degli stakeholder nei processi di creazione del valore emerge come la chiave di volta per modelli di business resilienti. Attraverso modelli come lo Stakeholder Value Flow Model, le imprese superano il tradizionale approccio impresa-cliente per abbracciare una prospettiva sistemica dove il valore è co-creato in collaborazione con attori interni ed esterni. (Freudenreich B. *et al.*, 2020) Questo sistema consiste nella costruzione di un framework concettuale strutturato, che mette in relazione diretta le cinque dimensioni fondamentali del flusso di valore con dieci categorie distinte di stakeholder:

- Intenzione di valore: rappresenta l'attitudine imprenditoriale originaria, l'orientamento culturale e la spinta verso il cambiamento e l'innovazione responsabile orientata alla sostenibilità. Questa fase iniziale e strategica costituisce il nucleo valoriale del modello, in cui l'imprenditore definisce formalmente la visione aziendale e l'obiettivo di generare un impatto positivo sul contesto ecologico e sociale, ponendo le basi etiche del modello di business sostenibile.;
- Proposta di valore: si configura come la promessa esplicita e formale dei benefici economici, ambientali e sociali che l'offerta complessiva dell'impresa si impegna a fornire ai propri clienti e alla società in senso ampio, bilanciando la ricerca della redditività corrente con gli obiettivi di sostenibilità nel lungo termine. Questa dimensione prende forma concreta nel portafoglio di prodotti e servizi offerti sul mercato, alla cui definizione concorrono attori sia interni (come i dipendenti attraverso l'elaborazione di innovazioni sostenibili dal basso) sia esterni (come le istituzioni governative che tracciano il perimetro normativo e incentivante).;
- Creazione del valore: riguarda l'organizzazione interna dei processi aziendali, la gestione operativa e lo sviluppo delle fonti di vantaggio

- competitivo, quali risorse critiche e capacità distintive. Rappresenta il motore operativo del modello sostenibile e si focalizza sull'implementazione di pratiche industriali e gestionali volte a minimizzare l'impronta ecologica e sociale, beneficiando del contributo attivo di partner chiave, fornitori strategici, università e centri di ricerca attraverso la condivisione di know-how, tecnologie pulite e soluzioni d'avanguardia.;
- Distribuzione del valore: descrive l'insieme delle modalità, dei canali logistici, delle relazioni commerciali e dei segmenti di clientela attraverso cui il valore generato viene consegnato e diffuso sul mercato e sul territorio. Questa dimensione non si limita all'atto commerciale della vendita, ma include i processi di comunicazione trasparente e la diffusione della cultura della sostenibilità, in cui clienti, fornitori e concorrenti agiscono come moltiplicatori della consapevolezza sociale e ambientale nelle comunità locali.;
 - Cattura del valore: include le diverse forme di beneficio tangibile e intangibile che vengono effettivamente acquisite e incamerate dai diversi stakeholder a seguito dei risultati ottenuti dall'impresa. Attraverso questo processo circolare, i dipendenti catturano valore tramite programmi avanzati di welfare aziendale, formazione continua e iniziative di conciliazione vita-lavoro; la società civile e il territorio beneficiano dello sviluppo economico locale e del benessere collettivo; mentre l'ambiente naturale riceve benefici derivanti da azioni dirette di rigenerazione e conservazione ecologica.

(Bocken, N. M. *et al.*, 2014)

Sull'altro asse del framework, i dieci gruppi di stakeholder identificati dalla letteratura specialistica (seguendo i contributi scientifici di Hart e Milstein, 2003; Rezaee, 2016; Lozano, 2018; Oskam et al., 2018) vengono rigidamente suddivisi in due macrocategorie in base al loro posizionamento rispetto ai confini organizzativi:

Stakeholder interni: comprendono l'Imprenditore (colui che avvia e indirizza la visione sostenibile) e i Dipendenti (la forza lavoro interna che opera operativamente per il raggiungimento degli obiettivi aziendali).

Stakeholder esterni: includono la totalità degli attori che operano al di fuori dell'organigramma aziendale, ovvero i Clienti, gli Azionisti, il Governo e le autorità regolatorie, la Società civile, le Altre organizzazioni/competitor, i Gruppi d'influenza (quali entità industriali, associazioni di categoria, lobby, agenzie esterne, organizzazioni sindacali e istituzioni civiche), le Università e istituti di ricerca, e infine l'Ambiente naturale inteso come portatore autonomo di interessi ecologici.

L'adozione sistematica di questo framework a matrice consente alle organizzazioni e ai ricercatori di evidenziare il ruolo attivo, dinamico e non puramente passivo degli stakeholder all'interno dei processi di co-creazione del valore. Il modello dimostra empiricamente come ciascun gruppo di portatori di interessi possieda la capacità di incidere simultaneamente su più dimensioni del modello di business e, al tempo stesso, di ottenere ritorni bilanciati e personalizzati in termini economici, sociali o ambientali.

In conclusione, la letteratura e la pratica aziendale convergono nel confermare che il paradigma ESG non è una semplice risposta etica alle pressioni esterne, ma una scelta strategica lungimirante che garantisce stabilità finanziaria, legittimazione sociale e prosperità economica duratura.

CAPITOLO DUE: IL CASO GRUPPO CAMPARI: MODELLO DI BUSINESS, PERFORMANCE ECONOMICO-FINANZIARIE E STRATEGIE ESG

La storia del gruppo Campari esprime uno dei panorami industriali e culturali più affascinanti e di successo della storia imprenditoriale italiana, in grado di evolversi da una piccola dimensione artigianale e locale fino a divenire il sesto operatore globale nel mercato della liquoreria e degli spirits di alta gamma.

2.1. STORIA, SVILUPPO, MODELLO DI BUSINESS E ASSETTO DI GOVERNANCE DI CAMPARI

Tale scalata al successo prende il via ufficiale nel 1860 grazie all'estro e alla determinazione di Gaspare Campari, un alchimista ed esperto sommelier di spezie, la cui intuizione originaria avrebbe cambiato per sempre i costumi sociali legati al consumo delle bevande in Italia e nel mondo. Nato a Cassolnovo, un piccolo centro agricolo in provincia di Pavia, nel 1828 Gaspare era l'ultimo di dieci fratelli all'interno di una famiglia di modesti coltivatori terrieri. Grazie alla sua prematura vocazione e al desiderio di sottrarsi a un destino interamente legato alla terra, a soli quattordici anni, decise di lasciare la famiglia per trasferirsi a Torino, che all'epoca rappresentava la capitale indiscussa del gusto, della pasticceria e della raffinata arte della liquoreria piemontese. Gaspare ebbe quindi modo di intraprendere un lungo e rigoroso apprendistato, dapprima presso lo storico Caffè Bass e successivamente perfezionando le proprie competenze tecniche e gestionali all'interno dei locali del celebre Caffè del Cambio. Grazie a questo prolungato periodo di formazione ravvicinata egli apprese i segreti della distillazione, della miscelazione delle erbe aromatiche e della creazione di elisir curativi, che gli hanno permesso di porre le basi teoriche per i suoi futuri esperimenti commerciali.

Dopo aver appreso tutti i segreti del mestiere, nel 1850 Gaspare decide di mettersi in proprio e di avviare la sua prima attività commerciale indipendente a Novara, affittando un locale che ribattezzò "Caffè dell'Amicizia", posizionato nella storica

zona conosciuta come l'angolo delle Ore, tra Corso Cavour e Corso Italia. In questa prima bottega egli cominciò a proporre alla clientela i liquori di sua invenzione, frutto di costanti sperimentazioni. Questa prima esperienza imprenditoriale fu però drammaticamente interrotta a causa di una violenta epidemia di colera che colpì la popolazione e la decimò, causando anche la tragica scomparsa della moglie e dei due figli. Profondamente segnato dal dolore e desideroso di rifarsi una vita lontano dai luoghi della tragedia, nel 1860 giunse a Milano, una città in pieno fermento economico e sociale a ridosso dell'Unità d'Italia. Nel 1862 aprì a Milano un nuovo piccolo caffè situato sotto i portici del "Coperto dei Figini", un caseggiato che attraversava diagonalmente l'attuale piazza Duomo. Con l'abbattimento dell'edificio nel 1867 per lasciare spazio alla grandiosa ristrutturazione della piazza in onore del re Vittorio Emanuele II, Gaspare seppe cogliere un'inestimabile opportunità e trasferì la propria attività all'interno della nuova e sfarzosa Galleria Vittorio Emanuele II. ([History of Campari](#) | [Campari](#))

Il 13 settembre 1867 inaugurò ufficialmente il Caffè Campari, un locale destinato a diventare nel giro di pochi anni il salotto letterario ed economico preminente della città, frequentato da intellettuali, musicisti e artisti. Sotto la superficie del locale, all'interno di una distilleria sotterranea, Gaspare fabbricava artigianalmente una trentina di specialità liquide, tra cui spiccavano elisir, sciroppi e il celebre Fernet Campari, un liquore amaro pubblicizzato come rimedio febbrifugo, tonico e anticolerico formulato secondo le antiche ricette svedesi. Tuttavia, il vero capolavoro di Gaspare, che avrebbe decretato la fortuna imperitura della dinastia, era una formula che egli aveva già parzialmente elaborato durante gli anni passati e che inizialmente aveva battezzato con il nome di "Bitter all'uso d'Hollanda". Questo liquido, contraddistinto da un colore rosso rubino brillante e da un sapore agrodolce inconfondibile ottenuto dall'infusione di erbe aromatiche, piante e radici, prese poi il nome di "Bitter del Signor Campari". L'idea rivoluzionaria di Gaspare non risiedeva soltanto nella ricetta segreta del distillato, ma anche nella modalità di servizio: la sua proposta era infatti un amaro a media gradazione alcolica, servito rigorosamente freddo e spruzzato in superficie

con del seltzer ghiacciato grazie a un moderno impianto di refrigerazione installato nel locale. Questo amaro, inoltre, non veniva consumato da solo ma veniva accompagnato da degustazioni culinarie e piccoli antipasti salati, permettendo alla clientela di mangiare mentre beveva. Senza ancora averne piena consapevolezza teorica, Gaspare Campari aveva appena codificato e strutturato il concetto moderno di aperitivo italiano, trasformando un momento di consumo in un vero e proprio rito sociale e culturale unico nel suo genere. (Vergani G., 1990)

Gaspare nel 1882 viene a mancare, all'età di soli 54 anni. Il primogenito, Davide Campari, aveva solamente quindici anni, ancora troppo giovane per compiere una transizione generazionale. Per tale motivo, la conduzione della ditta fu assunta temporaneamente dalla madre, Letizia Galli, la quale si occupò della gestione dell'attività commerciale fino agli ultimi anni del diciannovesimo secolo, beneficiando enormemente della centralità strategica del caffè in Galleria che continuava ad attirare la ricca borghesia milanese. Nel 1888, Davide Campari, insieme al fratello minore Guido (che si occupava prevalentemente della gestione quotidiana del locale), iniziò ufficialmente la gestione dell'impresa familiare. Davide, che aveva completato una solida formazione tecnica e commerciale all'estero, in particolare a Bordeaux, la capitale europea del mercato vinicolo e degli alcolici, rientrò a Milano con una visione imprenditoriale radicalmente moderna, con l'intenzione di trasformare la bottega artigianale paterna in una vera e propria potenza industriale su scala globale. La società venne denominata "G. Campari – Fratelli Campari e Successori Milano" per sancire il passaggio ereditario e, nello stesso anno, l'azienda espose i propri prodotti alla Fiera Internazionale di Barcellona, compiendo così il primo passo storico verso l'internazionalizzazione dei mercati. La prima grande intuizione strategica di Davide Campari fu una drastica semplificazione del portafoglio prodotti: egli scelse infatti di abbandonare la produzione della trentina di liquori variegati ereditati dal padre per concentrare tutte le risorse finanziarie e produttive dell'azienda su due sole specialità di grandissimo impatto commerciale, il Bitter Campari e il Cordial Campari (un

liquore a base di lamponi di montagna macerati nel Cognac, la cui produzione è stata poi interrotta nel 2001). Davide capì che serviva anche una strategia di comunicazione specializzata ed esclusiva. Ben presto, le storiche cantine sotterranee del Caffè Campari in Galleria e le piccole officine dislocate nel centro cittadino, prima a Porta Genova e successivamente nei pressi della Stazione Centrale, si rivelarono del tutto insufficienti a sostenere i volumi di vendita crescenti. Per questa ragione, nel 1903 Davide acquistò una vasta area di terreno a Sesto San Giovanni, dove nel 1904 inaugurò un imponente e moderno stabilimento produttivo all'avanguardia. L'apertura della fabbrica di Sesto San Giovanni segnò il punto di svolta nodale e irreversibile dall'artigianato alla produzione industriale di massa. Nel 1910 la ditta mutò la propria ragione sociale in "Davide Campari e C." e, nel 1912, si procedette alla registrazione ufficiale dei due marchi industriali, configurando il posizionamento definitivo dell'azienda sul mercato.

Nel 1915, a cinquant'anni esatti dalla fondazione del primo storico ritrovo, Davide decise di raddoppiare la presenza in Galleria inaugurando il Caffè Camparino, posizionato esattamente di fronte al locale originario. Sebbene vicini, i due locali rispondevano a logiche di consumo diametralmente opposte e complementari: il Caffè Campari continuava a essere il sontuoso "salotto letterario" dove sedersi e conversare a lungo, mentre il Camparino introduceva per la prima volta in Italia il concetto moderno di bar "fast", dove la clientela entrava, consumava rapidamente in piedi al bancone e lasciava il posto ad altri avventori. Il Camparino divenne in breve tempo l'emblema di un nascente mood milanese fortemente orientato all'avanguardia. Nel 1919, dopo aver dominato la scena commerciale della Galleria, Davide prese un'altra decisione controcorrente: scelse di interrompere l'attività di ristorazione diretta e vendette i due storici caffè per la considerevole cifra di 1,5 milioni di lire, preferendo focalizzare ogni energia e capitale sul core business industriale della produzione di liquidi. Nel 1926, Davide radicalizzò ulteriormente la politica aziendale, azzerando le produzioni residue e concentrando lo stabilimento unicamente sul Bitter e sul Cordial.

Il grandioso successo della Campari non sarebbe tuttavia spiegabile senza analizzare il suo legame con il mondo del marketing e della comunicazione visiva, un ambiente in cui Davide si dimostrò un precursore assoluto. Il 7 gennaio 1889 apparve sulle pagine del Corriere della Sera la prima inserzione pubblicitaria del marchio, inaugurando una tradizione di presenza sui media nazionali che non si sarebbe più interrotta. A partire dal 1890, l'azienda commissionò i primi manifesti illustrati ad artisti di fama, inaugurando durante la Belle Époque una collaborazione continuativa con cartellonisti importanti. Il capitolo più rivoluzionario della comunicazione aziendale si aprì però nel 1926, in occasione della quindicesima edizione della Biennale di Venezia, quando l'artista futurista Fortunato Depero espose il dipinto "Squisito al selz", esplicitamente dedicato al "Commendator Campari". Da quel momento prese il via un sodalizio artistico e commerciale straordinariamente fecondo che si protrasse fino al 1933. Il vertice di questa collaborazione artistico-industriale fu raggiunto nel 1932 con l'ideazione e il lancio sul mercato del Campari Soda, il primo aperitivo monodose e preconfezionato al mondo. Questo prodotto, composto da Bitter Campari e soda perfettamente miscelati nelle giuste proporzioni, veniva distribuito in una rivoluzionaria bottiglietta di vetro trasparente ideata e disegnata dallo stesso Depero. Con la scomparsa di Davide nel dicembre del 1936, la guida dell'impero industriale passò inizialmente al fratello Guido, alla sorella Eva e al nipote Antonio Migliavacca. Nel 1943, a seguito della morte di Eva, l'azienda fu riorganizzata sotto la forma giuridica di Davide Campari-Milano Società per Azioni, con Guido Campari nel ruolo di presidente e Antonio Migliavacca come amministratore delegato. Nel secondo dopoguerra, l'espansione commerciale subì un'accelerazione formidabile, portando i prodotti del marchio a essere distribuiti stabilmente in oltre ottanta paesi già all'inizio degli anni Sessanta, supportati da filiali produttive estere storiche come quella francese di Nanterre, aperta già nel 1923, e gli stabilimenti in Argentina.

Sotto la presidenza di Antonio, Campari è stata tra le prime aziende a percepire il potere del mezzo televisivo come nuovo canale pubblicitario. Così, nel 1954, la

società iniziò a sviluppare una selezione di filmati dello spettacolo Carosello, nonché annunci come spettacoli di varietà, cartoni animati e documentari. (Cenzato G., 1960)

A partire dalla fine degli anni Novanta, sotto la sapiente guida strategica della famiglia Garavoglia (subentrata storicamente alla dinastia fondatrice), il Gruppo Campari ha avviato un significativo cambiamento strutturale in risposta alle sfide della globalizzazione dei mercati, trasformandosi da un'azienda essenzialmente monoprodotto e focalizzata sul mercato domestico in una multinazionale diversificata attraverso una massiccia e sistematica campagna di acquisizioni esterne (M&A).

Tra le tappe più importanti di questa crescita colossale, si segnalano l'acquisizione di marchi italiani storici come Cynar e Crodino nel 1995, l'acquisizione della casa vinicola Cinzano nel 1999, l'acquisizione dell'americana Skyy Vodka nel 2006 e, in particolare, l'acquisizione della Barbero 1891 S.p.A. nel 2003, che ha portato in dote anche il marchio Aperol, che è diventato in breve tempo un fenomeno culturale e commerciale globale legato al consumo dello Spritz. negli anni successivi il portafoglio si è arricchito ulteriormente con brand di prestigio come Grand Marnier e Courvoisier, consolidando così un portafoglio che oggi conta più di 50 marchi premium e super premium.

Il Gruppo rappresenta il sesto più grande player mondiale nel settore degli alcolici premium e ha un network distributivo su scala globale che raggiunge oltre 190 paesi in tutto il mondo, con posizioni leader in Europa e nelle Americhe. La strategia del Gruppo punta a coniugare la propria crescita organica, attraverso un forte brand building, e la crescita esterna, attraverso acquisizioni mirate di marchi e business.

Figura 5 - Grandi marchi del Gruppo Campari



Fonte: www.camparigroup.it

Per sostenere questa imponente proiezione globale e finanziare la crescita esterna senza compromettere la stabilità proprietaria, il modello di Governance del Gruppo si è evoluto in maniera sofisticata ed efficiente. Quotata alla Borsa Italiana dal 2001 nel segmento FTSE MIB, l'azienda ha deliberato nel 2020 una fondamentale riorganizzazione societaria, trasferendo la propria sede legale nei Paesi Bassi e assumendo la forma giuridica di Naamloze Vennootschap (N.V.).

Pur mantenendo la sede amministrativa e operativa principale a Sesto San Giovanni, la quotazione a Milano e la piena residenza fiscale in Italia, tale operazione strategica ha consentito di adottare il diritto societario olandese.

La scelta del trasferimento nella capitale olandese risiede nella legislazione molto liberale dei Paesi Bassi in materia di maggiorazione del voto. In Olanda, infatti, il diritto di voto cresce proporzionalmente con la durata del possesso. Ciò consente ai soci di maggioranza relativa o assoluta di un grande gruppo come Campari di deliberare aumenti di capitale, fusioni e acquisizioni; in altre parole si tratta di piani di crescita, senza bisogno di doversi preoccupare di perdere la gestione. Questo favorisce inevitabilmente la strategia di accrescimento del Gruppo.

Questo impianto normativo abilita un modello di amministrazione monistico (one-tier system) e prevede un meccanismo di voto maggiorato (loyalty voting). Attraverso l'emissione di azioni a voto speciale (Special Voting Shares), il sistema assegna un numero superiore di diritti di voto agli azionisti che detengono le azioni a lungo termine, blindando la società contro eventuali scalate ostili.

In virtù di questa struttura, la famiglia Garavoglia, tramite la holding di controllo di diritto lussemburghese Lagfin S.C.A., mantiene saldamente la maggioranza assoluta dei diritti di voto e la direzione strategica di lungo periodo. Dal punto di vista gestionale, l'integrazione tra controllo e indirizzo operativo avviene all'interno di un unico Consiglio di Amministrazione guidato dal Presidente Luca Garavoglia. Il Board comprende sia Executive Directors, responsabili della gestione quotidiana, sia Non-Executive Directors, prevalentemente indipendenti, incaricati della supervisione. A garanzia della massima trasparenza e in conformità al Dutch Corporate Governance Code, l'organo amministrativo si avvale infine di comitati endoconsiliari dedicati, tra cui il Comitato Controllo, Rischi e Sostenibilità e il Comitato Remunerazioni e Nomine.

2.2. LA SOSTENIBILITÀ NEL GRUPPO CAMPARI: LINEE GUIDA, ANALISI DEI REPORT ESG E INIZIATIVE IMPLEMENTATE

L'approccio di Campari Group alla rendicontazione non finanziaria risponde rigorosamente ai requisiti del Codice civile olandese e del Decreto olandese sulle informazioni non finanziarie (Besluit bekendmaking niet-financiële informatie), che recepisce nell'ordinamento nazionale la Direttiva 2014/95/UE. Negli ultimi anni, il Gruppo Campari ha attraversato un'evoluzione strutturale profonda, trasformando la sostenibilità da una serie di iniziative circoscritte di Responsabilità Sociale d'Impresa (CSR) a un pilastro strategico pienamente integrato nel modello aziendale. L'approccio ESG (Environmental, Social, Governance) del Gruppo è concepito per creare valore condiviso nel lungo termine, ancorando la tutela ambientale e il benessere sociale ai processi core di business. Questa visione si rispecchia in una governance solida e verticistica: il Consiglio di Amministrazione,

supportato dal Comitato Controllo, Rischi e Sostenibilità, supervisiona l'indirizzo strategico, mentre l'ESG Management Committee traduce le linee guida in obiettivi operativi misurabili per la Global Supply Chain e le varie divisioni territoriali.

L'identificazione dei temi prioritari viene guidata dall'applicazione del principio della Doppia Materialità (*Double Materiality*), in linea con gli standard europei ESRS (*European Sustainability Reporting Standards*). Tale impianto metodologico analizza sia l'impatto generato dalle attività aziendali sull'ambiente e sulla collettività (impatto Inside-Out), sia il modo in cui i fattori di rischio climatico, la scarsità di risorse e le mutazioni normative influenzano le performance economico-finanziarie e la continuità aziendale (impatto Outside-In). L'assegnazione delle priorità strategiche si riflette nel diretto allineamento con i *Sustainable Development Goals* (SDGs) dell'Agenda 2030 delle Nazioni Unite, ponendo un accento vincolante sulla gestione idrica (SDG 6), sul lavoro dignitoso (SDG 8), sulla produzione e consumo responsabili (SDG 12) e sulla decarbonizzazione (SDG 13).

L'impegno verso una trasparenza comunicativa e rigorosa nei confronti di azionisti, investitori e mercati si riflette nella continua evoluzione degli strumenti di rendicontazione non finanziaria del Gruppo. In recepimento della direttiva europea CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive), Campari ha superato la frammentazione del report di sostenibilità stand-alone, integrando la Dichiarazione di Sostenibilità all'interno del Report Annuale di Gruppo.

L'efficacia delle pratiche di sostenibilità e la resilienza del Gruppo ai rischi ESG a lungo termine sono attestate dai significativi progressi registrati nei principali indici e rating internazionali nel corso del 2025:

- S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA): Al principio del 2026, Campari Group ha ottenuto un punteggio di 62 su 100 (con un



Fonte: www.camparigroup.it – Sezione sostenibilità (valutazione e punteggi ESG)

incremento di 15 punti rispetto all'anno precedente), posizionandosi ampiamente sopra la media del settore Beverages (pari a 37) e raggiungendo l'83° percentile. La dimensione ambientale ha registrato la crescita più marcata (+23 punti, attestandosi a 68); la dimensione economica e di governance è salita a 65 (+16 punti) e la dimensione sociale ha

raggiunto un punteggio di 52 (+5 punti).

- MSCI ESG Rating: Il rating del Gruppo è migliorato da 'A' (mantenuto dal



Fonte: www.camparigroup.it – Sezione sostenibilità (valutazione e punteggi ESG)

2021) a 'AA', trainato dal rafforzamento delle performance nei pilastri Environmental e Governance.

- ISS ESG Corporate Rating: A luglio 2025, l'investment division di Institutional Shareholder Services, Inc. ha assegnato al Gruppo per la prima



Fonte: www.camparigroup.it – Sezione sostenibilità (valutazione e punteggi ESG)

volta il Prime Rating di C+. ISS ha riconosciuto l'eccellenza del Gruppo nei sistemi certificati di sicurezza alimentare, nelle politiche di marketing responsabile a tutela dei minori, nelle pratiche di lavoro (salute, sicurezza e diritti dei lavoratori ben superiori alla

media di settore) e nella solida struttura di governance caratterizzata da comitati a maggioranza indipendente e incentivi manageriali legati a target ESG.

- Carbon Disclosure Project (CDP): Campari Group ha ottenuto il punteggio



Fonte: www.camparigroup.it – Sezione sostenibilità
(valutazione e punteggi ESG)

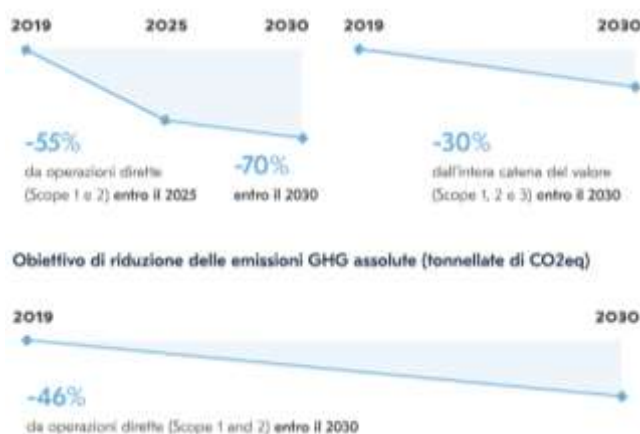
di A- (Leadership) sia nel questionario Climate Change (compilato per la quarta volta) sia in quello Water Security (compilato per la seconda volta), a conferma dell'efficace gestione dei rischi idrici e climatici.

Tradotta sul piano operativo, la gestione dell'impatto ambientale si sviluppa lungo la transizione energetica, la tutela delle risorse idriche e l'economia circolare. Il Gruppo si è impegnato formalmente in un percorso di progressiva neutralità carbonica mirato al raggiungimento del target Net Zero entro il 2050. La roadmap operativa affronta sistematicamente l'intera catena del valore:

- Scope 1 (Emissioni dirette): Riguarda l'efficientamento termico degli impianti di distillazione, l'elettificazione delle caldaie, l'ammodernamento della flotta aziendale e il recupero del biogas generato dal trattamento degli scarti di lavorazione.

- Scope 2 (Emissioni indirette energetiche): È orientato al conseguimento del

Figura 6- Obiettivi di riduzione dell'intensità delle emissioni GHG

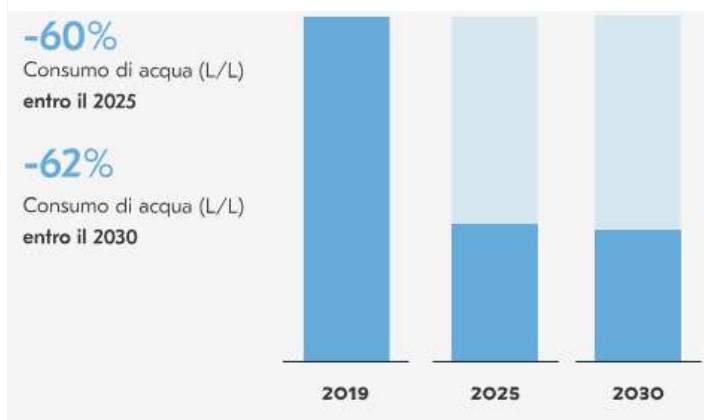


Fonte: www.camparigroup.it – Sezione sostenibilità (ambiente)

- Scope 3 (Emissioni lungo la catena del valore): Rappresenta la porzione più rilevante dell'impronta complessiva e viene affrontato sia tramite progetti di Sustainable Procurement con i fornitori di materie prime agricole (agave, canna da zucchero, cereali), sia mediante l'ottimizzazione delle logiche di trasporto (privilegiando la modalità intermodale mare/ferrovia) e l'adozione di un packaging a basso impatto.

L'acqua costituisce il principale ingrediente dei prodotti Campari e una risorsa

Figura 7 - Obiettivi riduzione della rigidità idrica



Fonte: www.camparigroup.it – Sezione sostenibilità (ambiente)

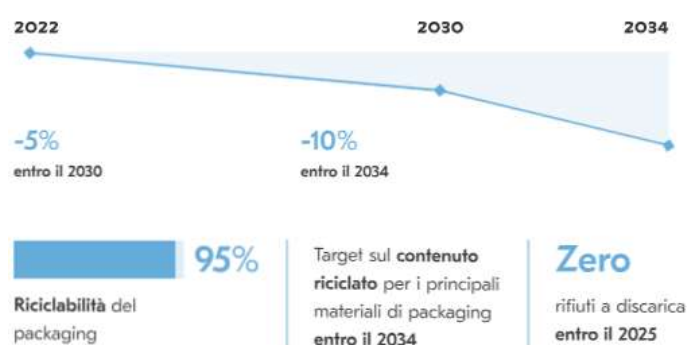
critica nei processi di raffreddamento e distillazione. Considerata la presenza di stabilimenti in territori esposti a potenziale stress idrico (es. in Messico e Giamaica), il Gruppo conduce un monitoraggio costante del rischio idrico a livello di bacino mediante lo

strumento WRI Aqueduct Tool. Le azioni sul campo puntano alla continua

riduzione della rigidità idrica (litri d'acqua prelevati per litro di bevanda prodotta) grazie al ricircolo a circuito chiuso e all'implementazione di impianti di depurazione e riciclo di ultima generazione per le acque reflue (dunder/vinasse).

Sul fronte del packaging, Campari investe concretamente nell'eco-progettazione e nell'alleggerimento del peso delle proprie bottiglie di vetro (lightweighting),

Figura 8 - Obiettivi riduzione utilizzo di vetro per unità di prodotto



Fonte: www.camparigroup.it – Sezione sostenibilità (ambiente)

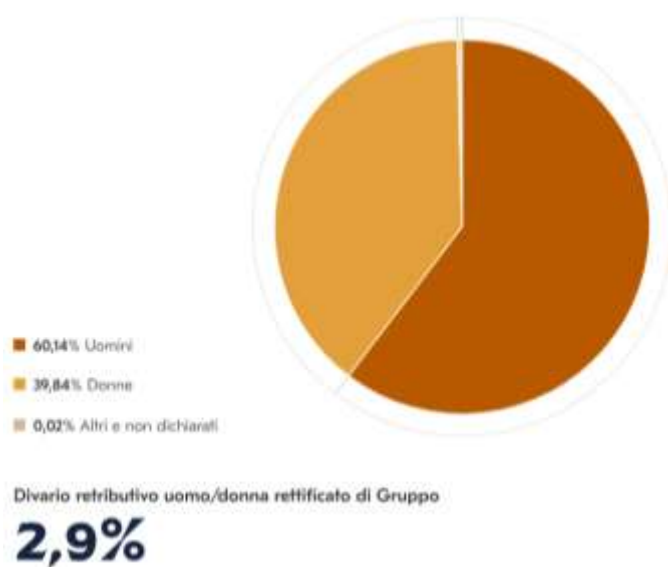
riducendo l'energia necessaria alla produzione e al trasporto, pur mantenendo l'integrità estetica e strutturale dei prodotti iconici del brand. A questo si affianca l'impegno ad aumentare la percentuale di vetro riciclato (Cullet) e ad eliminare la plastica monouso

nei materiali di confezionamento secondari. Parallelamente, le distillerie operano secondo logiche di simbiosi industriale, destinando gli scarti di materia prima organica all'alimentazione animale o alla produzione di compost e biogas, con l'obiettivo ultimo di azzerare i rifiuti non pericolosi destinati alla discarica (zero waste to landfill).

Il versante sociale rappresenta una componente ugualmente strategica e fondante del modello ESG di Campari Group, articolandosi attorno alla tutela del capitale umano interno (Camparistas), alla promozione attiva della responsabilità verso il consumatore e il settore della mixology, alla trasparenza della catena di fornitura e all'impatto positivo sulle comunità locali.

Il Gruppo definisce il proprio approccio alla Diversità, Equità e Inclusione (DEI) garantendo che chiunque nell'organizzazione, tra i partner e nelle comunità sia

Figura 9- Percentuale di Camparisti per genere nel 2025



Fonte: www.camparigroup.it – Sezione sostenibilità (il nostro popolo)

certificazione Fair Pay rilasciata da Fair Pay Workplace per due anni consecutivi.

(www.camparigroup.it - DIVERSITY AND INCLUSION POLICY pdf)

Figura 10 - Dati sulla formazione nel 2025



Fonte: www.camparigroup.it – Sezione sostenibilità (il nostro popolo)

Lo sviluppo professionale è guidato da una pervasiva mentalità di crescita (growth mindset) supportata dall'ecosistema di apprendimento digitale CAMPUS. Tale piattaforma è progettata per affinare competenze funzionali a prestazioni elevate e favorire la collaborazione transfrontaliera su leadership, management ed eccellenza operativa. Parallelamente, il benessere e l'equilibrio vita-lavoro sono tutelati da modalità lavorative flessibili e dalla Global Parental Leave Policy, che garantisce standard uniformi a livello globale in termini di durata del congedo per i caregiver primari e secondari, a prescindere dal genere e per ogni tipo di nucleo familiare, incluse

le famiglie LGBTQ+. La tutela della salute e sicurezza resta un valore imprescindibile, gestito attraverso un modello in cinque pilastri basato sulla mitigazione dei rischi, metriche uniformi, cultura della leadership e miglioramento continuo per azzerare gli infortuni.

La cultura aziendale promuove una rigorosa responsabilità sul consumo alcolico, condannando fermamente l'abuso, il consumo giovanile, la guida sotto l'effetto di alcol e l'assunzione in gravidanza. Oltre ai corsi interni obbligatori per i Camparisti e alle informazioni trasparenti sui Messaggi sul Bere Responsabile (RDM) pubblicate sul sito Campari, la campagna globale Take Time to Taste invita consumatori e dipendenti a scelte consapevoli, integrando strumenti interattivi come il Responsible Drinking Quiz.

(www.camparigroup.it - POLICY ON RESPONSIBLE CONSUMPTION OF ALCOHOLIC BEVERAGES pdf)

A livello di somministrazione, le Responsible Serving Guidelines e l'iniziativa Bartender Hero (promossa in collaborazione con la International Bartenders Association - IBA) orientano i bartender verso un servizio incentrato sulla qualità piuttosto che sulla quantità. La comunicazione di marketing risponde invece al Codice volontario sulla Comunicazione Commerciale (Global Commercial Communication Code) attivo dal 2010, che applica regole stringenti di decenza, onestà e protezione dei minori anche sui canali digitali e sui social media.

L'approvvigionamento sostenibile estende la responsabilità etico-ambientale lungo la supply chain mediante un processo strutturato di due diligence sui diritti umani e l'inclusione di requisiti ESG vincolanti nella selezione dei fornitori, la cui conformità viene monitorata tramite il Supplier Code aziendale e l'adesione diffusa alla piattaforma globale Sedex (Supplier Ethical Data Exchange).

L'impegno verso la collettività rappresenta un tratto distintivo dell'identità aziendale di Campari Group, dove la promozione della cultura e della sua diffusione si traduce nell'investimento continuo sulla formazione e sul benessere

delle persone. Agendo sulle direttrici del lavoro, dell'arte, dell'educazione e della cultura, il Gruppo garantisce un sostegno costante alle comunità locali e ai propri partner commerciali attraverso quattro ambiti d'azione strategici.

Nel campo dell'arte e del design, il legame storico del marchio trova la sua massima espressione nella Galleria Campari, lo spazio museale aperto nel 2010 che custodisce oltre 4.500 bozzetti, fotografie e manifesti pubblicitari originali. La struttura affianca alla collezione permanente strumenti digitali e tour virtuali 3D ad alta risoluzione, favorendo un dialogo continuo tra impresa e territorio attraverso mostre temporanee ed eventi culturali.

Sul fronte della solidarietà globale, il Gruppo promuove da tredici anni, insieme a Imbibe Magazine, la Negroni Week. L'iniziativa benefica internazionale onora il celebre cocktail raccogliendo fondi per organizzazioni non profit: nell'edizione 2025, grazie al coinvolgimento di oltre 14.600 strutture registrate in 92 mercati e alla partnership consolidata con il movimento globale Slow Food come beneficiario ufficiale, sono stati raccolti più di 700.000 dollari destinati a progetti comunitari e alla sostenibilità alimentare.

Attraverso le sue Campari Academy, l'azienda mette inoltre a disposizione competenze professionali e formazione on-the-job nel settore della mixology, offrendo concrete opportunità di inserimento lavorativo a giovani in condizioni di vulnerabilità economica e sociale. In Italia, dal 2020 è attivo il progetto "Ad Astra Project - Spazio al tuo futuro", sviluppato nell'area milanese in collaborazione con Fondazione di Comunità Milano, A&I Onlus, Lavazza e Heineken Italia. In Brasile, la partnership avviata nel 2024 con l'Associação Projov ha dato vita al corso gratuito "Mistura que Transforma", ideato per favorire il riscatto sociale dei ragazzi svantaggiati.

Infine, nel Regno Unito il Gruppo sostiene l'imprenditorialità inclusiva mediante il programma gratuito Wray Forward, sviluppato con l'impresa sociale Foundervine per promuovere la crescita delle aziende della comunità caraibica locale. Il progetto si articola nel Community Business Program, dedicato all'espansione e allo scaling delle imprese comunitarie, e nel Music Business

Accelerator, un percorso di tre mesi che supporta gli imprenditori del settore musicale nell'aumentare la propria visibilità e nel presentare i propri progetti agli investitori.

2.3. ANALISI DELLE PERFORMANCE ECONOMICO-FINANZIARIE, POLITICA DEI DIVIDENDI E CREAZIONE DI VALORE PER GLI AZIONISTI

Il Gruppo ha chiuso l'esercizio al 31 dicembre 2025 con vendite nette pari a 3.051,2 milioni di euro, in calo dello 0,6% su base reported ma in crescita del 2,4% su base organica; la variazione totale riflette un effetto perimetro positivo dello 0,1% e un effetto cambio negativo del 3%. La crescita organica è stata trainata dagli aperitivi e dalla tequila, con un aumento in 24 Paese e in tutte le quattro brand house. Il risultato va inquadrato nel percorso di trasformazione del Gruppo: nel 2024 Campari ha acquisito Courvoisier, che aveva portato il rapporto tra indebitamento finanziario netto ed EBITDA rettificato al picco di 3,6 volte a settembre 2024. La crescita organica del 2025 è stata inoltre penalizzata dall'uragano in Giamaica: escludendone l'impatto, la crescita organica sarebbe stata pari al +3%. (<https://www.milanotoday.it/economia/campari-bilancio-2025-numeri.html>)

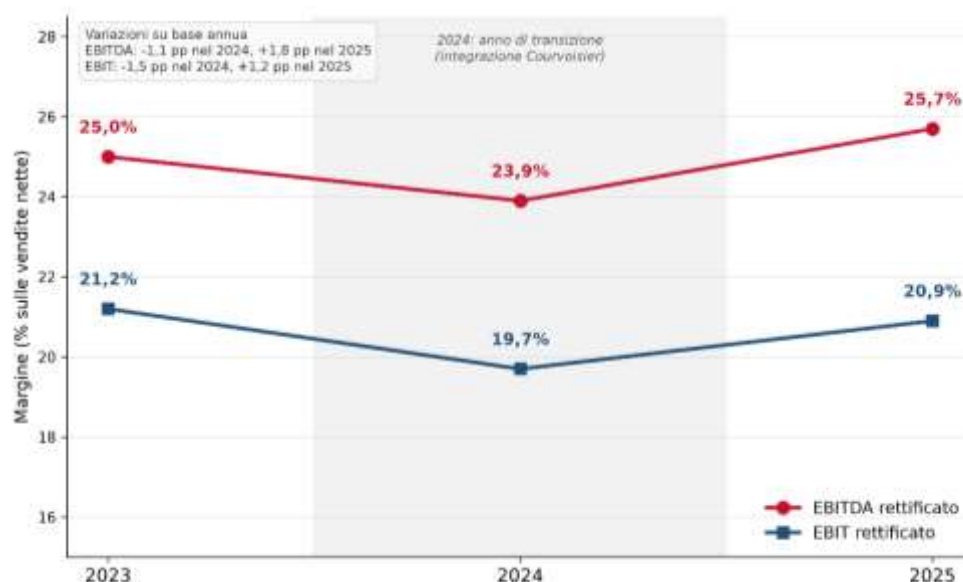
A livello di portafoglio, gli aperitivi rappresentano il 43,8% delle vendite totali, seguiti da whisky e rum al 14%.

Si è registrato un miglioramento notevole della redditività: l'EBITDA¹¹ rettificato è salito a 785,2 milioni di euro, con un margine del 25,7%; l'EBIT¹² rettificato ha raggiunto 636,9 milioni di euro, con un margine del 20,9% in aumento di 120 punti base su base reported.

¹¹ L'EBITDA o Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization è un indicatore di redditività, fondamentale per capire se la società è capace di generare profitti dalla gestione ordinaria della propria attività. In Italia solitamente viene tradotto con MOL ovvero Margine Operativo Lordo.

¹² L'EBIT significa Earnings before Interest and Tax, ossia il risultato aziendale prima degli oneri finanziari. Esprime la redditività derivante esclusivamente dall'attività caratteristica dell'impresa, escludendo l'impatto della struttura finanziaria e della fiscalità.

Figura 11 - Margini EBITDA e EBIT rettificati, 2023-2025



Fonte: elaborazione dati Campari Group, Annual Report (anni 2023, 2024, 2025), www.camparigroup.it

Il miglioramento della redditività è stato sostenuto dall'andamento dei margini lordi e dal programma di contenimento dei costi (SG&A), che ha consentito al Gruppo di aumentare gli investimenti in brand building. Gli indicatori rettificati escludono componenti non ricorrenti: nel 2025 le rettifiche operative ammontano a 69 milioni di euro, che riconducono l'EBITDA reported a 715,9 milioni e l'EBIT reported a 567,5 milioni. L'utile per azione è pari a 0,29 euro, ovvero 0,32 euro su base rettificata. L'utile netto del Gruppo è pari a 346,3 milioni di euro, in crescita del 71,7% rispetto al 2024; l'utile netto rettificato ammonta a 386,1 milioni di euro, in crescita del 2,7%.

La generazione di cassa è stata solida: il free cash flow ricorrente ha raggiunto 571 milioni di euro, con un tasso di conversione del 73%; il free cash flow reported è pari a 340,3 milioni di euro, in forte crescita rispetto ai 173,0 milioni del 2024. Il flusso di cassa operativo è salito a 687,6 milioni di euro (+2,6%), mentre le spese in conto capitale sono scese da 440,5 a 269,6 milioni di euro, sostenendo il quasi raddoppio del free cash flow reported. Il rapporto tra indebitamento finanziario netto ed EBITDA rettificato è sceso a 2,5 volte, contro il picco di 3,6 volte del settembre 2024, raggiungendo con un anno di anticipo il target del piano.

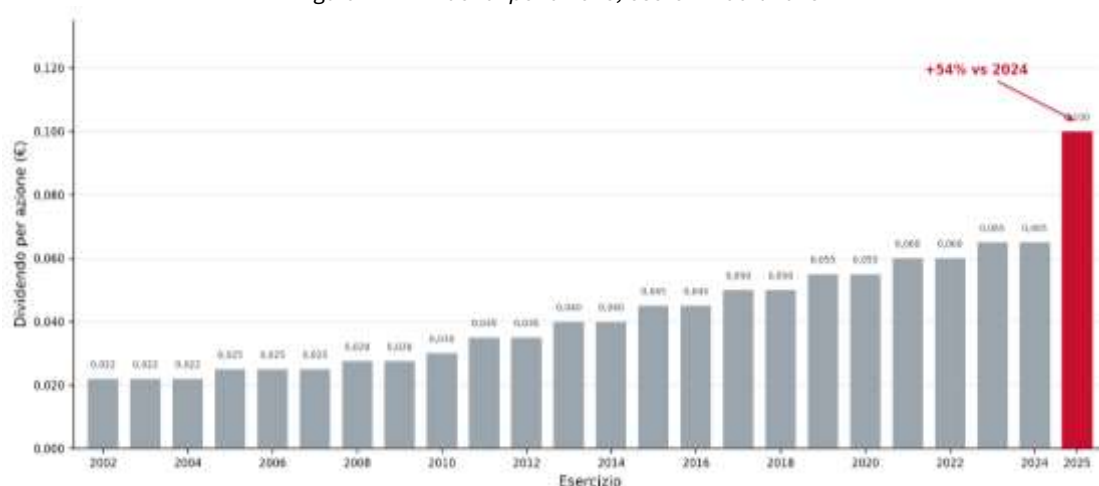
(<https://www.beverfood.com/campari-group-vendite-2025-dividendo-crescita/>)

L'indebitamento finanziario netto è sceso a 1.958,0 milioni di euro, in miglioramento di 419 milioni rispetto ai 2.376,9 milioni di fine 2024.

A livello geografico, le Americhe rappresentano il 44% delle vendite del Gruppo e sono cresciute del 2% nel 2025; l'area EMEA è cresciuta del 2%, con il Regno Unito in aumento del 7% e l'Italia in calo dell'1% su base annua ma in recupero nel quarto trimestre (+5%); l'Asia-Pacifico è cresciuta del 4%.

La politica dei dividendi di Davide Campari-Milano N.V. prevede la fissazione di un dividendo per azione in valore, valutato e rivisto periodicamente, nell'ottica della creazione di valore per gli azionisti. Per l'esercizio 2025 il Consiglio di Amministrazione ha proposto un dividendo di 0,10 euro per azione, in aumento del 54% rispetto ai 0,065 euro del 2024, corrispondente a un payout ratio del 35% e a un esborso complessivo di circa 119.9 milioni di euro. La società, da oltre vent'anni, distribuisce ininterrottamente dividendi, con un dividendo per azione in aumento in modo progressivo dal 2002.

Figura 12 - Dividendi per azione, esercizi 2002/2025



Fonte: elaborazione dati Campari Group, www.camparigroup.it

L'assemblea ha inoltre rinnovato l'autorizzazione all'acquisto di azioni proprie per 18 mesi, finalizzata alla copertura dei piani di incentivazione e alla flessibilità finanziaria per eventuali operazioni di M&A.

<https://www.ftaonline.com/campari-via-libera-dell-assemblea-al-dividendo-da-eur-0-1.html>)

La creazione di valore per gli azionisti nel corso del 2025 si è presentata in diversi modi. In primo luogo, il deleverage finanziario con un anno di anticipo rispetto ai piani ha rafforzato la flessibilità del bilancio e ha consentito di incrementare il payout del dividendo. In secondo luogo, la reazione del mercato ai risultati è stata positiva: il titolo ha registrato un rally dopo la pubblicazione dei conti, con i dati del quarto trimestre (vendite organiche +4,7% e EBIT organico +24,3%) superiori alle attese degli analisti; subito dopo la pubblicazione dei conti, il titolo ha guadagnato il 9,49% a 6,51 euro, con volumi superiori alla media mensile. In terzo luogo, la struttura proprietaria stabile garantisce continuità strategica e una visione di lungo periodo: Lagfin, holding della famiglia Garavoglia, detiene il 50,3% del capitale e l'81,9% dei diritti di voto, coerentemente con la nuova vision del Gruppo di "essere la società di spirits tra le prime dieci al mondo a più rapida crescita, creando valore per gli azionisti".

Da un punto di vista teorico, la creazione di valore per gli azionisti si misura confrontando il total shareholder return con il costo del capitale proprio: l'impresa crea valore quando il rendimento effettivo supera il rendimento richiesto dagli investitori. (Fernandez P., 2002)

La politica dei dividendi può essere letta alla luce della teoria del segnale: l'aumento del dividendo del 54% comunica al mercato la solidità dei flussi di cassa e la fiducia del management nella sostenibilità della distribuzione.

Per il 2026 il Gruppo prevede una crescita organica sostenuta delle vendite e un leggero aumento del margine EBIT rettificato, con un target di crescita organica di medio periodo nella fascia medio-alta della singola cifra (+4%/+9%). Dal 2026 il Gruppo adotta una nuova organizzazione in quattro *business unit* geografiche (Europa, Nord America, Asia-Pacifico, Mercati in via di sviluppo), che sostituisce la precedente ripartizione Americhe/EMEA/Asia-Pacifico.

2.4. BENCHMARKING COMPETITIVO: POSIZIONAMENTO FINANZIARIO ED ESG DI CAMPARI RISPETTO AI PRINCIPALI PLAYER GLOBALI

Il mercato italiano degli alcolici ha registrato negli ultimi anni una crescita moderata, sia a valore sia a volumi. Davide Campari-Milano N.V. mantiene una posizione di leadership del settore sia in termini di valore sia di volumi: nel 2025 detiene una quota a volume del 23% nel mercato italiano, in crescita rispetto al 21,3% del 2020 e al 17,9% del 2018, mentre il Gruppo stima che la propria quota nel mercato italiano sia salita dal 6% al 27% in due decenni.

Campari opera oggi in quattro "brand house": Aperitivi (Aperol, Campari, Sarti Rosa, Crodino, Picon, Cynar, Campari Soda), Whiskey & Rum (Wild Turkey, Appleton Estate), Agave (Espolòn) e Cognac & Champagne (Courvoisier, Grand Marnier). Il portafoglio comprende oltre 50 marchi premium e super premium, distribuiti in oltre 190 Paesi, con 24 stabilimenti produttivi e una presenza diretta in 27 Paesi che genera circa il 91% dei ricavi 2025. Il 2025 è stato un anno di transizione: vendite nette per 3.051 milioni di euro (+2,4% organico, -0,6% reported), con crescita in 24 Paesi e in tutte le brand house. Il segmento vino è stato fortemente ridimensionato: Cinzano (vermouth e spumanti) e Frattina sono state cedute al Gruppo Caffo per 100 milioni di euro, mentre Amaro Averna e Zedda Piras sono passate al Gruppo Disaronno per 100 milioni di euro.

Diageo Plc, il più grande gruppo mondiale di spirits, ha chiuso l'esercizio 2025 con vendite nette di 20.245 milioni di dollari, in crescita organica dell'1,7%, mantenendo o guadagnando quota di mercato nel 65% delle vendite nette nei mercati misurati; performance di spicco per Don Julio, Guinness e Crown Royal Blackberry.

Pernod Ricard SA ha chiuso l'esercizio 2025 con vendite nette di 10.959 milioni di euro, in calo organico del 3% (-21% in Cina, debolezza negli Stati Uniti, +6% in India), con un utile da operazioni ricorrenti di 2.951 milioni di euro.

A livello nazionale, oltre a Diageo e Pernod, resta rilevante la presenza di Bacardi Limited, il più grande gruppo privato di spirits al mondo, mentre gli operatori italiani Gruppo Caffo e Disaronno Group sono cresciuti acquisendo marchi ceduti da Campari.

Per quanto riguarda i brand, Aperol è il marchio più popolare del settore: primo bitter al mondo, con circa 10 milioni di casse vendute nel 2025, è il brand champion mondiale della categoria delle specialità e il marchio italiano a più rapida crescita di valore secondo Kantar. Il brand Campari si avvicina ai 5 milioni di casse.

Le strategie dominanti restano la premiumizzazione, l'espansione geografica e l'M&A. Campari ha completato nel 2024 la più grande acquisizione della sua storia, Courvoisier (da Suntory Global Spirits, fino a 1,32 miliardi di dollari), che ha reso il cognac la quarta gamba del Gruppo accanto ad aperitivi, bourbon e tequila; ha poi ridotto la leva finanziaria a circa 2,5 volte l'EBITDA e punta su "fewer bigger bets" e sull'espansione geografica guidata da Aperol. Diageo e Pernod continuano a investire su premiumizzazione e mercati emergenti.

Per quanto riguarda i rating ESG, Campari ha migliorato notevolmente i propri risultati, registrandosi nel top 20% del settore bevande. Diageo è il leader del settore per rating, mentre Pernod Ricard presenta livelli comparabili a Campari.

Campari risulta on track rispetto ai propri obiettivi: nel 2025 ha ridotto le emissioni assolute Scope 1 e 2 del 34,2% rispetto al 2019 e nel 2024 ha raggiunto il 96,1% di elettricità rinnovabile nei suoi siti produttivi. Diageo nel 2025 ha rivisto al ribasso alcuni target, riducendo l'obiettivo Scope 3 da -50% a -26% entro il 2030.

Sul fronte del consumo responsabile, Diageo è il player più strutturato con i programmi DRINKiQ, SMASHED¹³ e UNITAR¹⁴.

¹³ Educazione contro il binge drinking giovanile

¹⁴ Contrasto alla guida in stato di ebbrezza

Campari si colloca quindi oggi tra i player più dinamici del settore sul fronte ESG. Il leader del settore per rating e per maturità dei programmi sociali rimane Diageo, ma Campari sta dimostrando una traiettoria di miglioramento sempre più rapida.

CAPITOLO TRE: LA STRATEGIA DI M&A COME LEVA DI CRESCITA E CREAZIONE DI VALORE NEL GRUPPO CAMPARI

Definire una strategia d'impresa è il primo passo per formulare lo scopo principale di un'organizzazione e per perseguire gli obiettivi prestabiliti.

3.1. Il ruolo delle operazioni di M&A come strategia di crescita nell'industria del Beverage: sinergie operative, di costo e posizionamento di mercato

Prima di analizzare in particolare il ruolo delle M&A, è doveroso definire il concetto di strategia d'impresa, grazie alla quale si iscrive ogni scelta di crescita aziendale. La definizione di strategia non è univoca nel tempo.

Una strategia può consistere nella determinazione degli obiettivi di lungo periodo di un'impresa e nell'adozione delle linee d'azione fondamentali al loro conseguimento. (Chandler, 1962)

Questa visione si concentra soprattutto sulla coerenza tra obiettivi, azioni e struttura organizzativa come mezzo per il successo competitivo.

Un secondo approccio definisce la strategia non come la semplice definizione di obiettivi, ma come la scelta di un posizionamento competitivo distintivo, che si ottiene attraverso un sistema di attività coerenti tra loro e difficilmente imitabili dalla concorrenza. (Porter, 1996)

In questa prospettiva, la strategia è vista come una scelta di differenziazione: scegliere cosa fare – o non fare – per creare un vantaggio competitivo sostenibile nel lungo periodo.

Un ulteriore approccio propone di scomporre la strategia di crescita in direttrici operative concrete, separando le opzioni disponibili all'impresa in relazione alla natura dei prodotti – esistenti o nuovi – e dei mercati serviti – esistenti o nuovi –. Questa visione permette di vedere le acquisizioni non come eventi isolati, ma come scelte funzionali a una precisa direttrice di crescita. (Ansoff, 1965)

Tra le direttrici strategiche fondamentali a disposizione dell'impresa, la crescita rappresenta l'opzione più quotata nei settori maturi e ad alta intensità competitiva come quello del beverage, dove la capacità di espandere quote di mercato, portafoglio di prodotti e presenza geografica è sovente una condizione necessaria per la sostenibilità del vantaggio competitivo. Tale crescita può realizzarsi tramite due percorsi alternativi – o complementari –: la crescita organica e la crescita per vie esterne. (Penrose, E., 1995)

La prima si basa sul reinvestimento delle risorse prodotte internamente, come l'ampliamento delle capacità produttiva o lo sviluppo di nuovi prodotti, e presenta il vantaggio di un maggior controllo sul processo di crescita, a fronte però di lunghi tempi di realizzazione e di un'esposizione limitata a competenze e asset non già presenti nell'organizzazione. La seconda, al contrario, permette all'impresa di acquisire in brevi tempi risorse, competenze, quote di mercato e posizionamento competitivo difficilmente raggiungibili con lo sviluppo interno, ma comporta anche rischi significativi legati ai processi di integrazione post-acquisizione.

Nell'industria del beverage, e in particolare nel comparto degli spirits, la crescita organica incontra limiti strutturali riconducibili principalmente alla maturità dei mercati storici. In situazioni in cui il valore competitivo risiede principalmente nel patrimonio di marca, costituire un brand nuovo capace di competere con i player consolidati richiede investimenti di marketing spropositati e tempistiche difficilmente compatibili con le esigenze di crescita richieste dai mercati finanziari. L'acquisizione di mercati già affermati, con una gamma di consumatori fidelizzati, si presenta come la migliore soluzione rispetto alla creazione interna delle medesime capacità.

Questa dinamica trova fondamento in due filoni teorici complementari. Da una parte, la *resource-based view* (Wernerfelt, 1984; Barney, 1991) espone le operazioni di M&A come uno strumento per l'acquisizione di risorse rare, di valore e inimitabili, che risulterebbero particolarmente onerose o pressoché impossibili da replicare attraverso lo sviluppo interno. Dall'altra parte, la teoria dei costi di transazione (Williamson, 1975) consente l'utilizzo di operazioni M&A quando i

costi di negoziazione, monitoraggio ed enforcement di relazioni di mercato risultano superiori ai costi di internalizzazione attraverso il controllo proprietario diretto.

I benefici derivanti da un'operazione di M&A nel settore del beverage si possono misurare attraverso le sinergie operative, cioè i miglioramenti nell'efficienza dei processi produttivi, logistici e commerciali derivanti dalla combinazione delle due organizzazioni. In uno studio sulle determinanti della creazione di valore nelle acquisizioni orizzontali, si distingue tra il *resource redeployment* (ridispiegamento delle risorse) dall'acquirente al target e viceversa, facendo emergere che la condivisione di impianti produttivi e l'ottimizzazione della capacità produttiva sia una delle leve strategiche più rilevanti. (Capron, 1999)

Nell'industria del beverage, questo ridispiegamento si sviluppa in forme diverse:

- Integrazione della supply chain e del procurement: unificando i processi di approvvigionamento delle materie prime si ottengono economie di scala negli acquisti e un maggiore potere contrattuale nei confronti dei fornitori.
- Sfruttamento della rete distributiva esistente: l'acquirente, disponendo di una rete commerciale e logistica già consolidata, può veicolare i prodotti del target attraverso i propri canali, accelerando la penetrazione in mercati dove il brand acquisito non era ancora presente.
- Trasferimento di know-how tecnologico e produttivo: include competenze di imbottigliamento, tecniche di invecchiamento e affinamento, processi di conservazione.

Un secondo ordine di benefici riguarda le sinergie di costo, ossia la riduzione dei costi unitari e complessivi conseguente all'integrazione delle due entità. Si distinguono due categorie principali:

- Economie di scala, ossia la riduzione del costo medio unitario di produzione all'aumentare del volume prodotto, dovuta alla ripartizione dei costi fissi su base produttiva più ampia. (Chandler, 1990)
- Economie di scopo, ossia la condivisione di asset e risorse comuni tra più linee di prodotto o marchi. (Panzar J.C., & Willig R. D., 1981)

Un terzo ordine di benefici riguarda la dimensione competitiva e strategica dell'operazione, ossia il modo in cui l'acquisizione modifica il posizionamento dell'impresa acquirente nel mercato di riferimento. Gli elementi predominanti sono:

- Ampliamento e diversificazione del portafoglio prodotti: con l'acquisizione di raggiungono segmenti di mercato adiacenti o emergenti, bypassando i tempi e i rischi di uno sviluppo interno.
- Espansione geografica accelerata: con l'acquisizione di player locali già radicati permette di aggirare le barriere all'entrata tipiche dei mercati esteri.
- Acquisizione di brand equity: nel settore beverage, un'operazione di M&A consente di acquisire in tempo zero autenticità, heritage e fedeltà del consumatore, step difficilmente riproducibili nel breve periodo. (Aaker, 1991)
- Rafforzamento del potere di mercato e barriere all'ingresso per i concorrenti: nel settore del beverage, prettamente di struttura oligopolistica, un'operazione di M&A modifica gli equilibri competitivi e può configurarsi come mossa di consolidamento difensivo. (Heflebower, R. B., 1957)

Non tutte le operazioni M&A, però, generano il valore atteso, riscontrando principalmente tre criticità: il management tende a sovrastimare l'entità e i tempi delle sinergie in fase di due diligence; l'integrazione post-merger può compromettere l'autenticità e l'heritage di un marchio storico in una struttura corporate multinazionale; spesso le grandi operazioni incontrano vincoli regolatori che impongono cessioni di asset.

3.2. IL MODELLO CAMPARI NELL'ACQUISIZIONE DI BRAND: IL BILANCIAMENTO TRA IDENTITÀ LOCALE E DISTRIBUZIONE LOCALE

È in questa cornice che si inserisce la strategia di crescita di Campari Group, storicamente orientata a una crescita "ibrida" in cui la crescita organica del portafoglio storico (Campari, Aperol, SKYY) si è affiancata a una intensa attività

di M&A finalizzata all'ampliamento del portafoglio marchi e alla diversificazione geografica.

Lo steso gruppo definisce la propria strategia di crescita come la combinazione di crescita organica attraverso il brand building e crescita esterna tramite acquisizioni selettive di marchi e società. È possibile individuare quattro fasi principali nella traiettoria di crescita interna:

- 1995-2001: è una fase fondativa, dove avvengono le prime acquisizioni e culmina con la quotazione in Borsa Italiana nel 2001, che fornisce le risorse per una spinta maggiore di crescita esterna.
- 2003-2014: è una fase di consolidamento del portafoglio spirits e di ampliamento della presenza geografica. Fondamentale in questa fase l'acquisizione di Barbero 1891, proprietaria del marchio Aperol, che diventerà uno dei pilastri della crescita futura del gruppo.
- 2016-2022: è una fase di premiumizzazione e scala globale, in cui la crescita assume una dimensione più marcata. È caratterizzata dall'acquisizione di Grand Marnier nel 2016, ritenuta a lungo la maggior acquisizione del gruppo.
- 2023-2024: è la fase più recente, caratterizzata dall'ingresso del cognac Courvoisier e dall'espansione nell'area asiatica.

Le operazioni di M&A attuate dal Gruppo rispondono a dei precisi criteri dichiarati. Il primo elemento è la ricerca di un heritage e di un'identità territoriale forte: i target sono tendenzialmente marchi con un passato riconoscibile, spesso a origine familiare o particolarmente attaccati a un luogo di produzione specifico. Per preservare le competenze e l'autenticità dei marchi, la tendenza è il mantenimento del management fondatore, in quanto l'heritage di marca è una risorsa rara e difficilmente riproducibile per via interna, e va dunque acquisita, non ricostruita.

Il secondo elemento ricorrente è il posizionamento nel segmento premium o super-premium. La quasi totalità delle acquisizioni più recenti si colloca nella fascia alta

o altissima del mercato, la cosiddetta “premiumizzazione”. Il terzo elemento riguarda infine la scelta di categorie complementari o adiacenti al portafoglio esistente, secondo una logica di diversificazione correlata.

La gestione della fase post acquisizione da parte del Gruppo avviene attraverso una separazione piuttosto netta tra funzioni centralizzate e autonomia gestionale locale. Da una parte, le funzioni di capital allocation, finanza e la rete di distribuzione internazionale vengono progressivamente accentrate e gestite a livello di gruppo. Dall'altra parte, gli elementi legati alla produzione fisica, alla ricetta e alla narrativa identitaria del marchio vengono invece mantenute nei luoghi d'origine.

Sul fronte della distribuzione dei prodotti, il Gruppo esercita la vera e propria funzione di moltiplicatore di valore. Il meccanismo consiste nel ritenere le operazioni messe in atto come un'opportunità per sfruttare le capacità distributive internazionali già consolidate, grazie a una perfetta complementarità tra la rete distributiva del gruppo e quella del business acquisito. Questo meccanismo distributivo non è statico, ma si è progressivamente rafforzato nel tempo: se nel 2019 la rete distributiva diretta del gruppo copriva 20 mercati, pari al 92% delle vendite nette, i dati più recenti indicano un'ulteriore espansione a 27 paesi serviti direttamente.

3.3. ANALISI DELLE OPERAZIONI STRAORDINARIE PIÙ SIGNIFICATIVE ED ESPANSIONE DEL PORTAFOGLIO

Dopo aver ricostruito i tratti distintivi del modello di crescita per acquisizioni adottato da Campari è utile approfondire tale modello attraverso l'analisi diretta di alcune delle operazioni straordinarie. Tra le numerose acquisizioni realizzate dal gruppo nel corso degli anni, si è scelto di concentrare l'attenzione su due operazioni in particolare, ritenute significative sia per la loro rilevanza dimensionale e strategica, sia perché consentono di illustrare in modo concreto le dinamiche di integrazione, di sinergia e di espansione del portafoglio brand precedentemente discusse sul piano teorico.

Si è scelto in particolare di analizzare le acquisizioni di Courvoisier (2024) e Montelobos (2019 e 2024) — operazioni che, pur differendo significativamente per dimensione, categoria di prodotto e fase del ciclo di vita del brand, permettono di cogliere la trasversalità del modello Campari: da un lato l'ingresso in una categoria matura e di grande scala come il cognac, storicamente presidiata da pochi grandi player globali; dall'altro il consolidamento in un segmento emergente e ad alta crescita come il mezcal artigianale messicano.

3.3.1. COURVOISIER 2023/2024 (FRANCIA)

L'acquisizione del celebre marchio di cognac Courvoisier da parte di Campari Group, annunciata nel dicembre del 2023, rappresenta la più rilevante e ambiziosa operazione finanziaria e strategica nella storia del gruppo italiano. L'accordo prevede l'acquisizione del 100% del capitale sociale di Beam Holding France S.A.S. (e di riflesso di Courvoisier S.A.S.) da Beam Suntory, configurandosi come un pilastro fondamentale per il percorso di crescita globale e di progressiva premiumizzazione del portafoglio aziendale. Questa mossa non solo inserisce Campari nell'élite ristretta dei grandi player mondiali del settore del cognac, ma ridefinisce anche la struttura geografica e di categoria dei ricavi del gruppo, posizionando il cognac come il quarto asse portante strategico a fianco di aperitivi, bourbon e tequila.

L'operazione nasce dalla volontà di cogliere un'opportunità unica sul mercato: integrare una delle "big four", ovvero una delle prime quattro case storiche e di maggior prestigio del cognac a livello mondiale. Fondata nel 1828 da Félix Courvoisier a Jarnac, nel cuore della regione francese della Charente, la Maison vanta un blasone ineguagliabile. Essa detiene il prestigioso riconoscimento di fornitore ufficiale della corte di Napoleone III ed è stata la bevanda prediletta della Belle Époque, scelta persino per celebrare l'inaugurazione della Torre Eiffel e l'apertura del Moulin Rouge. Negli ultimi anni, la qualità superiore dei suoi liquidi è stata ampiamente validata dai concorsi internazionali, rendendo Courvoisier la

casa di cognac più premiata tra le venti principali competizioni di settore dal 2019 e l'unica ad aver mai ricevuto l'ambito titolo “Prestige de la France”.

Nel 2022, il business acquisito ha generato vendite nette per 249 milioni di dollari (con un margine di contribuzione al netto delle spese di A&P pari a 78 milioni di dollari), sebbene i primi dieci mesi del 2023 abbiano registrato una contrazione del 33% (fino a 148 milioni di dollari). Tale flessione è tuttavia ascrivibile a dinamiche congiunturali e cicliche dell'intera categoria, figlie della normale normalizzazione dei consumi negli Stati Uniti dopo i picchi registrati nel periodo post-pandemico e della conseguente riduzione delle scorte (*destocking*) da parte dei distributori e dei grossisti. Ciononostante, il perimetro dell'accordo comprende un eccezionale e ben bilanciato magazzino di eaux-de-vie in fase di invecchiamento, valutato contabilmente 365 milioni di dollari al 31 ottobre 2023, garanzia imprescindibile per sostenere lo sviluppo qualitativo e quantitativo del marchio sul lungo termine.

Da un punto di vista economico-finanziario, l'accordo prevede un Enterprise Value complessivo di 1,32 miliardi di dollari (pari a circa 1,22 miliardi di euro al tasso di cambio del periodo) in assenza di cassa o debito finanziario. La struttura del corrispettivo si articola in:

- Un prezzo fisso di acquisto pari a 1,20 miliardi di dollari (circa 1,11 miliardi di euro), soggetto ai consueti meccanismi di aggiustamento.
- Un earn-out variabile per un importo massimo di 0,12 miliardi di dollari (circa 0,11 miliardi di euro), la cui corresponsione è prevista nel 2029 in funzione del superamento di specifici obiettivi di vendite nette che dovranno essere conseguiti nell'esercizio fiscale 2028.

Tale valutazione corrisponde a un multiplo di circa 17 volte il margine di contribuzione registrato dal target nel 2022. Per quanto concerne la copertura finanziaria, Campari Group ha sottoscritto un contratto di finanziamento bridge interamente garantito da un pool di primarie banche (tra cui Crédit Agricole CIB in qualità di coordinatore globale, Intesa Sanpaolo - Divisione IMI CIB, Bank of

America, Goldman Sachs e Mediobanca) per un ammontare pari a 1,2 miliardi di euro e una durata massima di 24 mesi. Ipotizzando un'operazione finanziata interamente tramite debito, il rapporto di indebitamento finanziario netto pro-forma rispetto all'EBITDA rettificato salirà temporaneamente da 2,6 volte (registrato al 30 settembre 2023) a circa 4 volte al momento del perfezionamento del deal, per poi imboccare un rapido e costante sentiero di *deleveraging* alimentato dalla forte generazione di cassa operativa del gruppo.

Il contesto di mercato, però, è delicato: il cognac statunitense, cresciuto molto durante il Covid, è stato nel 2023 la categoria più colpita dalla normalizzazione della domanda, con due profit warning di Remy Cointreau. Courvoisier ha chiuso i primi dieci mesi del 2023 con vendite in calo del 33% a 148 milioni di dollari e un margine di contribuzione di 37 milioni.

Il deal assume una portata trasformativa soprattutto per il riposizionamento geografico e di portafoglio di Campari. Storicamente sbilanciato sul mercato statunitense e sulle categorie degli aperitivi e dei distillati chiari/stirati, il gruppo incrementa significativamente la propria quota di mercato negli Stati Uniti (dove Courvoisier diventerà il terzo marchio in portafoglio per rilevanza) e pone le basi per una penetrazione dirompente nella regione Asia-Pacifico, in particolare in Cina, mercato in cui il cognac di alta gamma riveste un ruolo centrale nei consumi di lusso.

Figura 13 - Mercati raggiunti da Courvoisier

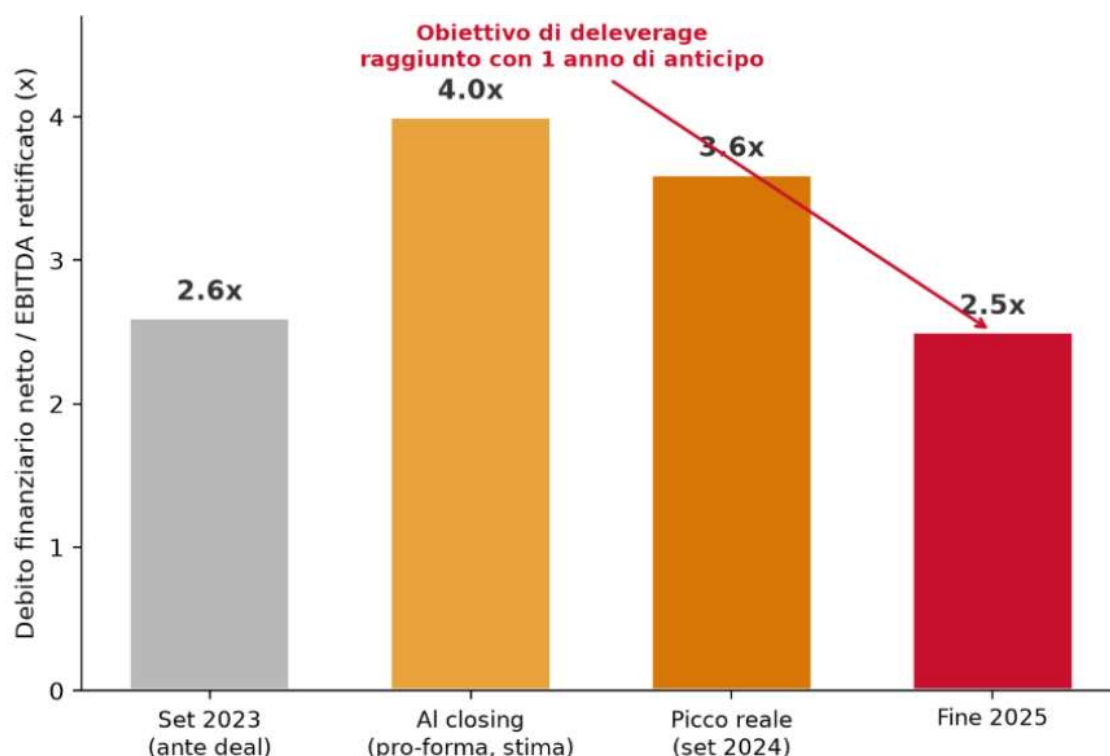


Fonte: elaborazione dati Courvoisier

Inoltre, l'operazione rafforza in modo sinergico il polo produttivo francese di Campari — già forte di marchi iconici quali Grand Marnier, Champagne Lallier, Bisquit Dubouché e i rum Trois Rivières — ampliando le infrastrutture di distillazione, le capacità di stoccaggio e le linee di imbottigliamento automatizzate (come il polo avanzato di La Belloire). La combinazione tra il know-how manageriale di Campari nel valorizzare i marchi ad alto potenziale attraverso un rigoroso percorso di premiumizzazione (già ampiamente dimostrato con successi internazionali come Aperol, Espolòn e Wild Turkey) e l'immensa equity di Courvoisier delinea prospettive di crescita estremamente solide, confermando la validità di una strategia di espansione mirata a consolidare il posizionamento del gruppo nell'olimpo della liquoreria globale.

Gli esiti successivi hanno in parte premiato la scommessa: nel bilancio 2025 Campari ha ridotto la leva a 2,5 volte il debito/Ebitda rispetto al picco di 3,6 volte toccato a settembre 2024 dopo il perfezionamento dell'acquisizione, raggiungendo l'obiettivo di deleverage con un anno di anticipo, e ha proposto un dividendo di 0,100 euro per azione, in rialzo del 54%.

Figure 14 - Leva finanziaria: prima e dopo il deal



Fonte: elaborazione dati Courvoisier

3.3.2. ANCHO REYES & MONTELOBOS

L'operazione strategica che ha legato Campari Group ai marchi messicani Ancho Reyes e Montelobos rappresenta un capitolo di grande rilevanza nel panorama internazionale del settore degli spirit, caratterizzato da una struttura d'acquisizione progressiva in due fasi distinte che ha preso ufficialmente il via il 9 ottobre del 2019. In quella data, infatti, il noto gruppo italiano ha annunciato l'accordo per l'acquisizione di una partecipazione di controllo pari al 51% del capitale sociale di Licorera Ancho Reyes y CIA e di Casa Montelobos, società fondate da un gruppo di imprenditori messicani, tra cui il biologo ed esperto di fama mondiale Iván Saldaña. Attraverso questa mossa iniziale, finanziata interamente in contanti tramite le risorse disponibili dell'azienda senza alcun ricorso a debito bancario o al mercato dei capitali, Campari ha potuto rilevare i marchi, la relativa proprietà intellettuale e le giacenze di magazzino per un controvalore complessivo di 35,7 milioni di dollari statunitensi, equivalenti a 32,7 milioni di euro al tasso di cambio

del periodo. Tale investimento ha permesso al gruppo di fare il suo ingresso ufficiale nella categoria in forte crescita del mezcal artigianale super premium con Montelobos e di arricchire il proprio portafoglio di liquori con Ancho Reyes, un prodotto unico e versatile a base di peperoncini ancho e poblano coltivati nei terreni vulcanici di Puebla, ideale per rispondere alle tendenze della moderna mixology e orientato in modo particolare verso il lucroso mercato statunitense, che già all'epoca rappresentava circa due terzi delle vendite complessive dei due brand. La prima fase dell'accordo ha trovato immediata attuazione con il closing formale avvenuto il 20 novembre del 2019, rispettando pienamente le tempistiche stabilite e garantendo al contempo una continuità operativa nella filiera produttiva, gestita tramite impianti in leasing e accordi consolidati con i coltivatori locali di agave. Nel corso degli anni successivi, la strategia di integrazione ha visto ulteriori passaggi cruciali, come nel novembre del 2020, quando la divisione britannica Campari UK ha assunto direttamente la distribuzione di tutte le referenze dei due marchi nel Regno Unito, internalizzando un tassello fondamentale della catena commerciale e superando i precedenti accordi con terzi. Nonostante le sfide macroeconomiche registrate nel periodo, tra cui le pressioni sui prezzi della materia prima agave e le tensioni legate ai dazi negli Stati Uniti, i brand hanno continuato a mostrare un solido appeal commerciale. Il completamento definitivo dell'intera operazione si è concretizzato tra i mesi di settembre e novembre del 2024, quando Campari Group ha esercitato le opzioni reciproche put e call previste fin dall'accordo originario, acquisendo il restante 49% delle quote e raggiungendo così il controllo totale al 100% delle due società. Il closing ufficiale della seconda fase, avvenuto il 30 settembre del 2024, ha comportato un esborso di 61,8 milioni di dollari, pari a 55,2 milioni di euro, un importo perfettamente in linea con le passività già stimate e contabilizzate in bilancio sotto forma di passività per opzioni put e pagamenti di earn-out. Il confronto economico tra le due fasi dell'investimento mette in luce un incremento di circa l'ottanta per cento del valore implicito complessivo delle società nell'arco di cinque anni, passato da una valutazione di settanta milioni di dollari per l'intero capitale nel 2019 a circa

centoventi virgola uno milioni di dollari nel 2024. Questa notevole rivalutazione riflette il successo commerciale e l'apprezzamento dei brand Ancho Reyes e Montelobos sul mercato globale, confermando la validità della strategia di crescita esterna di Campari basata su acquisizioni scaglionate e mirate.

CONCLUSIONI

Il presente elaborato nasce con l'obiettivo di rispondere ad un interrogativo ben preciso: perché le imprese scelgono di crescere aggregandosi in gruppi, piuttosto che espandersi esclusivamente attraverso lo sviluppo delle proprie risorse interne? Come emerge dal primo capitolo, la risposta va ricercata nella capacità dei gruppi societari di conciliare economie di scala e di scopo con il mantenimento di una flessibilità operativa e giuridica che una singola impresa non potrebbe garantire: il gruppo permette di diversificare il rischio, di raggiungere nuove competenze e mercati senza dover ricostruire ex novo ciò che altri hanno già consolidato. In questo contesto, le operazioni di M&A risultano lo strumento migliore attraverso cui tale logica aggregativa si realizza in modo concreto, soprattutto in settori — come quello del beverage — dove la maturità dei mercati storici e il valore competitivo intrinseco del brand rendono la crescita organica insufficiente a garantire, da sola, un vantaggio competitivo sostenibile nel lungo periodo.

Il caso di Campari Group, posto al centro della seconda parte dell'elaborato, ha permesso di osservare questa dinamica generale calata in un contesto specifico. Il gruppo si è affermato, nel corso di oltre un secolo di storia, come un caso di studio particolarmente significativo proprio perché ha saputo coniugare una crescita esterna intensa e sistematica — testimoniata da oltre trenta acquisizioni realizzate a partire dal 1995, per un valore complessivo di diversi miliardi di euro — con un modello organizzativo capace di preservare l'identità, l'heritage e l'autenticità territoriale dei singoli brand acquisiti. Questo equilibrio, tuttavia, si espande oltre la dimensione economico-distributiva: l'analisi ha mostrato come, negli ultimi anni, il gruppo abbia progressivamente integrato la crescita per acquisizioni con obiettivi di sostenibilità sempre più strutturati e misurabili, formalizzati fin dal 2020 in una strategia ambientale e sociale allineata agli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile delle Nazioni Unite, con target quantitativi al 2025 e al 2030 su riduzione delle emissioni, uso responsabile dell'acqua e leadership femminile.

Questi obiettivi non entrano in tensione con la strategia M&A, ma si integrano in modo perfetto: ogni nuovo brand entrato nel portafoglio viene progressivamente allineato a standard ambientali e sociali comuni, in un processo di integrazione che affianca — senza sostituirla — la preservazione dell'identità locale già discussa.

Sul fronte della creazione di valore, l'analisi condotta ha restituito un giudizio articolato: da un lato, i dati di lungo periodo confermano che la strategia di crescita esterna ha effettivamente sostenuto una traiettoria di espansione dimensionale significativa, portando Campari a consolidarsi come sesto operatore mondiale nel settore dei premium spirits, con un portafoglio di oltre cinquanta marchi e una rete distributiva diretta ormai estesa a oltre venti paesi; dall'altro lato, l'analisi più puntuale dei risultati finanziari recenti ha mostrato come la creazione di valore non sia un esito scontato, ma dipenda in modo critico dalla qualità dell'esecuzione post-acquisizione, dalla capacità di gestire il debito generato dalle operazioni più rilevanti, e dalla costante rivitalizzazione commerciale dei brand acquisiti.

Guardando alle prospettive future, l'elaborato ha evidenziato alcuni nodi che appaiono destinati a definire i prossimi anni della strategia di crescita del gruppo. Il primo riguarda la sostenibilità finanziaria del ritmo di acquisizioni finora sostenuto: con un rapporto debito netto/EBITDA salito oltre le tre volte, appare plausibile attendersi, nel breve-medio periodo, una fase di consolidamento e razionalizzazione.

Il secondo nodo riguarda la capacità del gruppo di proseguire nell'integrazione tra crescita esterna e obiettivi di sostenibilità, in un contesto normativo e di mercato in cui i criteri ESG sono destinati a un peso crescente nella valutazione stessa dei target di acquisizione, oltre che nella gestione del portafoglio esistente. Infine, un terzo elemento di incertezza è legato alla fase di transizione manageriale attualmente in corso al vertice del gruppo, che introduce un ulteriore fattore di attenzione nella capacità di mantenere coerenza strategica tra la storica cultura imprenditoriale e familiare di Campari.

Bibliografia e sitografia

- Aaker, D. A., (1991). *Managing brand equity; capitalizing on the value of a brand name*. The Free Press
- ALBET J., *Guida pratica alla corporate governance*, edizione italiana a cura di S. Modena e A. Scafidi, Egea, Milano, 2005.
- Ansoff, H. Igor, (1965). *Corporate strategy: An Analytic Approach to Business Policy for Growth and Expansion*. McGraw-Hill.
- Azzali S., (2007). *Gruppi aziendali e tutela degli interessi istituzionali*, in *Pratica Contabile*, n. 7, pp. 5-10.
- Barney J., (1991). *Firm Resources and Sustained Competitive Advantage*, *Journal of Management*.
- Bebachuk, L. A., & Tallarita, R. (2020). *The illusory promise of stakeholder governance*. *Cornell Law Review*, 106(1), 91–178.
- Beghin M., (2007). *Il consolidato nazionale*, Contributo in volume *Imposta sul reddito delle società (IRES)*, Zanichelli, pp. 557-672
- Belenzon, S., Lee, H., & Pataconi, A. (2023). *Managing risk in corporate groups: Limited liability, asset partitioning, and risk compartmentalization*. *Strategic Management Journal*, 44(12), 2888–2921. <https://doi.org/10.1002/smj.3531>
- Bocken, N. M. P., Short, S. W., Rana, P., & Evans, S. (2014). *A literature and practice review to develop sustainable business model archetypes*. *Journal of Cleaner Production*, 65, 42–56.
- Bogarelli P. & Bertazzi L., (2023). *La valutazione del capitale economico in presenza di partecipazioni reciproche*, *Rivista Economia aziendale online*, vol. 14, pp. 447-470.
- BORSA ITALIANA SPA, *Codice di Autodisciplina per le società quotate*.
- Bruni G., (2002). *La strategia del valore tra conflittualità ed equilibrio di interessi*, in *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, n.1/2.

- Bussoletti, M. (2010). *Gruppi e responsabilità da direzione unitaria*. RIVISTA DEL DIRITTO COMMERCIALE E DEL DIRITTO GENERALE DELLE OBBLIGAZIONI(I), 65-148.
- Callegari M., (2009). *I gruppi di società*, in *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza: 2003-2009.*, Zanichelli, pp. 1055-1105.
- Campari (2024). *Annual Report*
- Campari (2025). *Annual Report*
- Capocchi, A.,(2016) *I gruppi di aziende*. In P. Orlandini (a cura di), *L'economia aziendale oggi* (pp. 253-280). Torino: Giappichelli.
- Capron L., (1999). *The Long-Term Performance of Horizontal Acquisitions*, in *Strategic Management Journal*, Vol. 20, No. 11, Nov.
- Cariello, V., (2003). *The "Compensation" of Damages with Advantages Deriving from Management and Co-ordination Activities (Direzione e Coordinamento) of the Parent Company*, <<EUROPEAN COMPANY AND FINANCIAL LAW REVIEW>>, 330-340 [<http://hdl.handle.net/10807/13762>]
- Catturi G., (2003). *L'Azienda Universale. L'idea di forza, la morfologia e la fisiologia*, Cedam.
- Cecchi M., (2005). *Economia dei gruppi e delle aggregazioni aziendali*, FrancoAngeli.
- Cenzato G., (1960). *Campari 1860-1960: vicenda di un aperitivo e di un cordial*, Edizioni Campari
- Chandler Alfred D., (1962). *STRATEGY AND STRUCTURE Chapters in the History of the Industrial Enterprise*, Cambridge: M.I.T. Press.
- Chandler Alfred D., (1990). *Scale and scope: The Dynamics of Industrial Capitalism*, Belknap press.
- Clark, G. L., Feiner, A., & Viehs, M. (2015). *From the stockholder to the stakeholder: How sustainability can drive financial outperformance*. University of Oxford.

- Coda V., (1995). *L'orientamento strategico dell'impresa*, UTET Università.
- Codice Civile
- Colombi S., (2009). *La holding e il gruppo di imprese*, Maggioli Editore.
- Commissione ESG dell'ODCEC Milano, *Riflessi e applicazioni della normativa ESG*, numero 12 maggio 2025, Milano.
- Communication from the commission: The European Green Deal, Brussels, 2019.
- Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J., (2000). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (3rd ed.), John Wiley & Sons.
- COUNCIL REGULATION (EU) 2020/2094 of 14 December 2020 establishing a European Union Recovery Instrument to support the recovery in the aftermath of the COVID-19 crisis.
- D'Amico E., (2006). *Economia dei gruppi aziendali*, Cedam.
- D'Este, C., Fellegara, A. M., Marchini, P. L., Tibiletti, V., (2007). *L'attività di direzione e coordinamento nelle imprese italiane*, in *Amministrazione & Finanza*, n. 3, pp. 23-30 [<http://hdl.handle.net/10807/31480>]
- De Luca R. & Lucido N., (2026). *Il cash pooling: vantaggi, aspetti operativi e contabili*, Documento di ricerca in Fondazione Nazionale dei Commercialisti.
- De Vita P., Mercurio R., Testa F., (2008). *Organizzazione aziendale. Assetto e meccanismi di relazione*, Giappichelli, Torino.
- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011). *Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting*. *The Accounting Review*, 86, 59-100. <https://doi.org/10.2308/accr.00000005>.
- Di Carlo E., (2009). *I gruppi aziendali tra economia e diritto*, Giappichelli.
- Diageo (2025), *Annual Report*.

- DIRECTIVE 2014/95/EU OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 22 October 2014 amending Directive 2013/34/EU as regards disclosure of non-financial and diversity information.
- Direttiva 2013/34/UE, art. 20
- Diversity And Inclusion Policy pdf – sul sito www.camparigroup.it
- Donaldson, L., & Davis, J. H., (1991). *Stewardship Theory or Agency Theory: CEO governance and shareholder returns*, Australian Journal of Management, 16(1), 49-64.
- Donato L., *La lunga marcia dei fattori ESG. Tra regolamentazione e mercato*, Bancaria, marzo 2022 - n. 3.
- Eccles, R. G., & Serafeim, G., (2013). *The Performance Frontier: Innovating for a Sustainable Strategy*, Harvard Business Review, 91(5), 50-60.
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). *The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance*. Management Science, 60(11), 2835–2857. <http://www.jstor.org/stable/24550546>
- Edvinsson, L., (1997). *Intellectual Capital: Realizing Your Company's True Value by Finding Its Hidden Brainpower*, HarperCollins.
- European Commission. (2021). *Innovation and CSR in SME Clusters: Awarded projects*. Brussels: European Union.
- European Commission, (2023), *Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)*.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). *Separation of Ownership and Control*. The Journal of Law & Economics, 26(2), 301–325. <http://www.jstor.org/stable/725104>
- FAVA I., (2003). *I gruppi di società e la responsabilità da direzione unitaria*, in Le Società n. 9.
- Fernandez P., (2002). *A Definition of Shareholder Value Creation*, Research paper No 448, IESE.

- Ferri S., (2009). *La valutazione economica dei gruppi aziendali: critiche e logiche di stima*, Rivista AMMINISTRAZIONE & FINANZA, vol. 10, <https://hdl.handle.net/11367/15797>.
- Ferri S., (2007). *Gli indicatori di performance delle strategie economico-finanziarie*, contributo in volume *La finanza nel governo dell'azienda*, Apogeo, pp. 231-259.
- Fornaciari L., (2021) *Gruppi aziendali e bilancio consolidato in Italia*, Giappichelli Editore.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Pitman.
- Freeman R.E., (2010). *Strategic management – A stakeholder approach*, Cambridge University.
- Freeman, R. E., Harrison, J. S., & Zyglidopoulos, S. (2020). *Stakeholder theory: Concepts and strategies*. Cambridge University Press.
- Freudenreich, B., Lüdeke-Freund, F., & Schaltegger, S. (2020). *A stakeholder theory perspective on business models: Value creation for sustainability*. Journal of Business Ethics, 166(1), 3–18.
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). *ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies*. Journal of Sustainable Finance & Investment, 5(4), 210–233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>.
- Friedman, M., (1970). *The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits*. The New York Times Magazine, September 13.
- Global Reporting Initiative (GRI). (2022). GRI Standards.
- Harrison, J. S., Barney, J. B., Freeman, R. E., & Phillips, R. A. (Eds.). (2019). In *The Cambridge Handbook of Stakeholder Theory* (pp. iii–iii). title-page, Cambridge: Cambridge University Press.
- Hart, S. L., & Milstein, M. B. (2003). *Creating sustainable value*. Academy of Management Executive, 17(2), 56–69.

- Heflebower, R. B. (1957). *Barriers to New Competition*. The American Economic Review, 47(3), 363–371. <http://www.jstor.org/stable/1811245>.
- Hristov, I., Chirico, A., & Ranalli, F. (2022). *Corporate strategies oriented towards sustainable governance: Advantages, managerial practices and main challenges*. Journal of Management and Governance, 26(1), 75-97.
- Jensen, M., (2001). “*Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function*”, *Journal of Applied Corporate Finance*.
- Jensen M., & Meckling W., (1976). *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, Journal of Financial Economics, Volume 3, Issue 4, Pages 305-360.
- Kent Baker H. & Anderson R., (2010). *Corporate Governance: A Synthesis of Theory, Research, and Practice*, John Wiley & Sons.
- Khan, M., Serafeim, G., & Yoon, A. (2021). *Corporate sustainability: First evidence on materiality*. The Accounting Review, 96(3), 157-190.
- Kokorin, I., and Wessels, B. (2021). Chapter 2: THE PHENOMENON OF MULTINATIONAL ENTERPRISE GROUPS. In *Cross-Border Protocols in Insolvencies of Multinational Enterprise Groups*, Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R.W. (2000), *Agency Problems and Dividend Policies around the World*. The Journal of Finance, n. 55, pp. 1-33. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00199>
- Lai A., (1990). *Le aggregazioni di imprese. Caratteri istituzionali e strumenti per l'analisi economico-aziendale*, Franco Angeli, Milano.
- Lozano, R. (2018). Sustainable business models: Providing a more holistic perspective. Business Strategy and the Environment, 27(8), 1159–1166. <https://doi.org/10.1002/bse.2059>.
- Maglio, R. & Rey, A. & Roberto, F.. (2019). *La valutazione dei gruppi con particolare riferimento ai gruppi diversificati*. 10. 627-673. 10.13132/2038-5498/10.4.1963.

- Malik, M. (2015). *Value-Enhancing Capabilities of CSR: A Brief Review of Contemporary Literature*. Journal of Business Ethics, vol. 127, 419–438
<https://doi.org/10.1007/s10551-014-2051-9>.
- Mallin, C. A. (2018). *Corporate Governance* (6th ed.). Oxford University Press.
- March A., (2007). *Gruppi. Una introduzione a idee e metodi della teoria dei gruppi*, Springer Verlag, Milano.
- Masera, R. S., & Mazzoni, G., (2012). *Shareholders and stakeholders value creation: an analytic foundation for value creation indicators*. PSL Quarterly Review, 60(240).
- Means G. C., Berle A., (1932). *The modern corporation and private property*, La Macmillan Company.
- Mella, P., (2019). *Gruppi Aziendali. Tipologia, Strutture e Fattori Genetici*. *Economia Aziendale Online, Special Issue, 10(4)*, pp. 677-709.
- Modigliani, F., & Miller, M. H., (1958). *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, American Economic Review.
- Monks R. A. G., Minow N., (2004). *Corporate governance*, Blackwell Pub.
- Montalenti P., (2007). *Direzione e coordinamento nei gruppi societari: principi e problemi*, articolo in *Rivista delle Società*, vol. 2-3, Giuffrè Editore, pp. 317-344
- Norris, G., Brozovic, D., & Bengtsson, L. (2021). *Stakeholder integration in sustainable business model innovation*. *Business Strategy and the Environment*, 30(8), 3662–3675.
- OECD (2015/2023), *G20/OECD Principles of Corporate Governance*, OECD Publishing, Paris.
- OECD (2020). *Environmental Policy and Technological Innovation*. OECD Publishing.

- Oskam, I., Bossink, B., & de Man, A.-P. (2018). *The interaction between network ties and business modeling: Case studies of sustainability-oriented innovations*. Journal of Cleaner Production, 177, 555–566.
- Panzar, J. C., & Willig, R. D. (1981). *Economies of Scope*. The American Economic Review, 71(2), 268–272. <http://www.jstor.org/stable/1815729>
- Paoloni M. & Celli M., (2011). *Dall'economia d'azienda all'economia dei gruppi aziendali*, Giappichelli Editore.
- Paris agreement, UNITED NATIONS, 2015.
- Pellicelli, G., (2019). *Strategia d'impresa*, EGEA, Milano.
- Pellicelli M., Creazione di valore e value based management, 2007, <https://hdl.handle.net/11571/152294>.
- Penrose, E., (1995). *The Theory of the Growth of the Firm*, 3rd edn, Oxford University Press <https://doi.org/10.1093/0198289774.001.0001>.
- Pernod Ricard SA (2025), *Annual Report*
- Policy On Responsible Consumption Of Alcoholic Beverages pdf – via www.camparigroup.it.
- Porter M., (1996). *What is strategy?*, Harvard Business Review. 74(6), pp. 61–78.
- Proto A., (2008). *Strategie di diversificazione e struttura dei conglomerati finanziari*, Diritto ed economia dell'assicurazione, vol. 2-3, pp. 381-395.
- Report of the World Commission on Environment and Development: *Our Common Future*, United Nations, 1987.
- Rezaee Z., (2016). *Business sustainability research: A theoretical and integrated perspective*, Journal of Accounting Literature, Volume 36, Pages 48-64, ISSN 0737-4607, <https://doi.org/10.1016/j.acclit.2016.05.003>.
- Rio Declaration on Environment and Development: draft principles / proposed by the Chairman, United Nations, 1992.
- ROMITO R. (1/10/2017), Depero e la bottiglietta del Campari Soda: una storia lunga 80 anni. Recuperato dal sito: www.fermoeditore.it.

- Salvioni D., (2009). *La corporate governance nelle imprese*, contributo in volume *Corporate governance, controllo e trasparenza, II edizione*, FrancoAngeli, pp. 15-46.
- Sassen, R., Hinze, AK. & Hardeck, I. (2016). *Impact of ESG factors on firm risk in Europe*. Journal of Business Economics, Springer, vol. 86, 867–904. <https://doi.org/10.1007/s11573-016-0819-3>.
- Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1997), A Survey of Corporate Governance. The Journal of Finance, 52: 737-783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Schoorman, D. (1997). *Toward a Stewardship Theory of Management*. The Academy of Management Review. <https://doi.org/10.2307/259223>
- Smith A., (1776). *Indagine sulla natura e le cause della ricchezza delle nazioni*, Libro V, Capitolo I, Parte III, Isedi.
- Scognamiglio, G., (2015). *Direzione e coordinamento di società: art. 2497-responsabilità* in *Commentario del codice civile - Delle società, dell'azienda, della concorrenza*, STAMPA, pp. 1085-1162.
- Stern, J. M., Shiely, J. S., & Ross, I., (2001). *The EVA Challenge: Implementing Value Added Change in an Organization*, John Wiley & Sons.
- Stewart, G. B., (1991). *The Quest for Value: a guide for senior managers*. HarperCollins Publishers.
- Teodori C., (2003). *Introduzione al bilancio consolidato*, Contributo in volume *Il bilancio di esercizio*, Giuffrè Editore, pp. 547-593.
- Teodori C., (2013). *Il bilancio consolidato e separato*, Contributo in volume *I principi contabili internazionali: caratteristiche, struttura, contenuto*, Giappichelli Editore, pp. 523-546.
- Testo unico delle imposte sui redditi, art. 87
- UNGSII. (2021). *Corporate Contributions to the SDGs: SCR500 Update*. United Nations Global Sustainability Index Institute.

- Vergani G., (1990). *Thirty Years and a Century of the Campari Company*. Campari Editore.
- WCED. (1987). *Our Common Future*. World Commission on Environment and Development. Oxford University Press.
- Wernerfelt, B., (1984). *A resource-based view of the firm*. *Strategic Management Journal*, 5: 171-180.
- Whelan, T., Atz, U., Van Holt, T., & Clark, C. (2021). *ESG and Financial Performance: Uncovering the Relationship by Aggregating Evidence from 1,000 Plus Studies Published between 2015-2020*. NYU Stern Center for Sustainable Business and Rockefeller Asset Management.
- Who Cares Wins: Connecting Financial Markets to a Changing World, The Global Compact, 2004.
- Williamson, O. E., (1975). *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*. Free Press, New York.
- Williamson, O. E., (1985). *The Economic Institutions of Capitalism*. Free Press, New York.
- Williamson, O. E., (1988). *Corporate Finance and Corporate Governance*. *The Journal of Finance*, 43(3), 567-591.
- Young, S. D., & O'Byrne, S. F. (2000). *EVA and value-based management: A practical guide to implementation*. McGraw-Hill.
- Zattoni A., (2000). *Economia e Governo dei gruppi aziendali*, Egea.
- Zattoni A., (2004). *L'assetto istituzionale delle imprese italiane*, Egea.
- Zattoni A., (2006). *Assetti proprietari e corporate governance*, Egea.
- Zattoni A., (2015). *Corporate Governance*, Egea.
- Zattoni, Alessandro. (2006). *Assetti proprietari e corporate governance*. Egea.

Sitografia

- <https://argomenti.ilsole24ore.com/tag/corporate-governance>
- [**Campari Group | Campari Group**](#)
- Campari sposta la sede legale in Olanda, utile a 308 milioni, <https://www.ilsole24ore.com>
- [Campari | The Oxford Companion to Spirits & Cocktails | Spirits & Distilling](#)
- [Campari acquisisce Courvoisier per 1,32 miliardi di dollari, rafforzando il suo portafoglio di superalcolici - Il Sole 24 ORE](#) di Matteo Meneghello 14 dicembre 2023
- [Campari Group navigates tariffs with 2025 sales rise - The Spirits Business](#)
- Campari archivia il 2025 con il botto, vendite a 3 miliardi e boom in Borsa - <https://www.beverfood.com/campari-group-vendite-2025-dividendo-crescita>
- Campari, via libera dell'assemblea al dividendo da € 0,1 - <https://www.ftaonline.com/campari-via-libera-dell-assemblea-al-dividendo-da-eur-0-1.html>
- [**Consolidato fiscale nazionale: opzione e vantaggi - Fiscomania**](#)
- [**ESRS Set 1**](#)
- Ecco il bilancio di Campari: crescono le vendite e gli utili <https://www.milanotoday.it/economia/campari-bilancio-2025-neri.html>
© MilanoToday
- [History of Campari | Campari](#)
- <https://www.gsi-alliance.org>
- <https://www.treccani.it>
- <https://fph.vse.cz> - Università di Economia di Praga
- [Il Green Deal europeo - Commissione europea](#)

- United Nations. (2021). The Sustainable Development Goals Report 2021.
<https://unstats.un.org/sdgs/report/2021>
- www.collidu.com – What is Value-based management presentation
- www.envoria.com - The platform for reporting, compliance, and impact
- [20240430 Comunicato Stampa Perfezionamento Courvoisier.pdf](#)