

# Le IPO nel settore del Lusso italiano

## caso Moncler

**RELATORE**

Prof. Gianluca Mattarocci

**CANDIDATO**

Matr. 170731

Giulia Di Francescantonio

**ANNO ACCADEMICO**

2013 / 2014

Le IPO nel settore del lusso italiano

*“L’uomo energico, l’uomo di successo, è colui che riesce, a forza di lavoro, a trasformare le sue fantasie di desiderio.”*

*S.Freud*

*A chi ha la forza di non arrendersi*

## **Sommario**

INTRODUZIONE .....	4
CAPITOLO 1 LE IPO .....	7
1.1 Introduzione.....	7
1.2 Definizione .....	8
1.2.1 La scelta del mercato e requisiti di quotazione .....	9
1.2.2 Preparazione dell’offerta.....	12
1.2.3 Le fasi del processo di quotazione.....	15
1.3 Obiettivi perseguiti .....	26
1.5 Conclusioni.....	34
CAPITOLO 2 IL SETTORE DEL LUSO .....	36
2.1 Introduzione.....	36
2.2 La definizione del settore.....	36
2.2.1 Il significato del termine “lusso” .....	36
2.2.2 Specificità dell’industria del lusso.....	39
2.2.3 I principali settori del lusso.....	41
2.3 La dimensione del settore .....	43
2.4 La performance del settore durante la crisi.....	47
2.5 Conclusioni .....	60
CAPITOLO 3 IL CASO MONCLER.....	61
3.1 Introduzione.....	61
3.2 La storia dell’azienda.....	61
3.2 Le fasi preparatorie della quotazione .....	66
3.3 Primi risultati della quotazione.....	71
3.3 Conclusioni.....	85
CONCLUSIONI.....	86

Le IPO nel settore del lusso italiano

## **INTRODUZIONE**

La quotazione in borsa è sempre stato un momento cruciale per le imprese dato che la Borsa rappresenta uno strumento importante per competere anche a livello internazionale in quanto offre nuove opportunità di accesso al capitale di rischio e introduce, nella gestione, un salto di qualità che permette un'accelerazione dello sviluppo e la creazione di valore per i suoi azionisti.

In particolare, i risultati delle recenti quotazioni delle imprese operanti nel settore del lusso sono risultati particolarmente brillanti, il che sorprende considerando il difficile momento che stanno attraversando i mercati finanziari a causa della pesante crisi economica diffusasi in tutto il mondo.

L'obiettivo del presente lavoro è capire come mai la recessione sembra non aver colpito il settore del lusso il quale, infatti, presenta tassi crescenti soffermando l'attenzione principalmente sul mercato italiano.

I risultati sorprendenti registratisi nelle ultime quotazioni in questo mercato hanno destato la curiosità di molti, e perciò l'obiettivo perseguito nel presente elaborato è quello di indagare le ragioni che possano spiegare come ciò sia stato possibile.

Inizialmente, al fine di comprendere nei dettagli l'operazione di prima offerta al pubblico, si presenterà un'analisi di tale fenomeno.

Nel primo capitolo quindi sono presentati i diversi aspetti riguardanti il fenomeno dell'initial public offering con l'obiettivo di evidenziare come quello della prima offerta al pubblico sia un momento decisivo per la società che la intraprende. L'operazione è descritta in tutti i suoi aspetti; si parlerà quindi del momento in cui la società decide di quotarsi in borsa, della scelta del mercato di riferimento e dei requisiti necessari per l'ammissione a quotazione. Si passerà poi ad esaminare la complessa procedura da seguire per portare a termine l'operazione attraverso la descrizione delle varie fasi che compongono il processo preparatorio e quello di effettiva quotazione. Verranno poi illustrati gli obiettivi che si intendono perseguire attraverso il processo di quotazione e i benefici ad esso correlati, e in ultimo verranno illustrati alcuni dei metodi che vengono utilizzati per la misurazione della performance dell'Ipo, sia nel breve che nel lungo periodo.

Dopo la descrizione del fenomeno Ipo, il lavoro presenta una panoramica del settore del lusso in Italia, per poi analizzare il caso Moncler, società appartenente a tale settore che ha intrapreso l'operazione di initial public offering nel recente dicembre 2013, debuttando su Piazza Affari.

Il secondo capitolo pertanto descriverà le caratteristiche del settore del lusso italiano , le sue dimensioni e le sue performance durante la crisi. In particolare, attraverso l'analisi delle performance, si persegue l'obiettivo di dimostrare come quello del lusso sia un settore che non sembra essere stato minimamente toccato dalla recessione economica.

Infine il terzo capitolo esaminerà il caso Moncler illustrando la storia della società, le varie fasi che questa ha dovuto attraversare per prepararsi alla quotazione e i primi risultati conseguiti.

# **CAPITOLO 1**

## **LE IPO**

### **1.1 Introduzione**

Molte società di successo, private o caratterizzate dalla presenza nel capitale di investitori istituzionali, raggiungono una fase del proprio sviluppo in cui valutano l'ipotesi di quotarsi in Borsa. Queste società possono avere un piano di nuovi investimenti da finanziare o possono decidere di crescere attraverso operazioni di M&A; o ancora, membri della famiglia fondatrice o soci finanziari possono ricercare un'opportunità per diversificare l'investimento o dover affrontare più agevolmente un ricambio generazionale.

L'IPO offre una risposta a queste sfide e rappresenta una scelta chiave per il futuro dell'azienda. Per questo motivo occorre valutare molto attentamente tutti gli aspetti della quotazione.

In questo primo capitolo si parlerà quindi del momento in cui le società decidono di quotarsi, della scelta del mercato di quotazione, dei requisiti per la quotazione e delle procedure che la società dovrà seguire per portare a termine l'operazione. Si passerà poi ad analizzare gli obiettivi che si intende perseguire con la quotazione e i vari benefici ad essi correlati. In ultimo verranno



presentati i criteri per la misurazione del successo dell'operazione.

## **1.2 Definizione**

Un'Initial Public Offering è un'operazione con la quale una società offre azioni ad un gruppo indistinto di investitori per la prima volta, con l'intenzione di quotarsi sul mercato borsistico. Le azioni possono essere di nuova emissione oppure già state emesse e quindi in circolazione. Una società che vuole quotarsi deve sottoporsi ad un intenso percorso preparatorio per allineare i propri meccanismi di gestione e governo all'impianto regolamentare di riferimento e agli standard di mercato<sup>1</sup>. Verranno quindi esaminati quali sono i possibili mercati in cui l'impresa potrà quotarsi, i requisiti che la società deve possedere per essere ammessa alla quotazione e le varie fasi che compongono il processo di preparazione e il processo di effettiva emissione dell'offerta.

---

<sup>1</sup> CRISTIAN IOSIO, "IPO PER LE PMI ITALIANE – Guida pratica e consigli per quotarsi in borsa con successo", pag. 27, IPSOA Editore

### **1.2.1 La scelta del mercato e requisiti di quotazione**

Le considerazioni in merito alla scelta del mercato borsistico sono molteplici ed includono<sup>2</sup>:

- il profilo del mercato;
- la presenza di competitors ( e quindi investitori che hanno già avuto modo di studiare le dinamiche settoriali e comprendere il business model di società simili);
- la localizzazione geografica della Società Quotanda;
- la presenza di una base di investitori adatta all'Offerta di investimento;
- i regolamenti e l'onerosità degli adempimenti.

Evidenze empiriche dimostrano come, mentre nei mercati finanziari sviluppati la scelta del mercato borsistico sia relativamente semplice ed il mercato domestico tenda ad essere il punto di partenza per la quotazione, in mercati in via di sviluppo o dove comunque il centro finanziario domestico non è né maturo né frequentato da investitori stranieri, la scelta del luogo dove quotarsi risulti spesso in una combinazione che vede affiancarsi al mercato

---

<sup>2</sup> TIZIANO ONESTI, NUNZIO ANGIOLA, SILVIO BIANCHI MARTINI, STEFANO GARZELLA, ANNA LUCIA MUSERRA, "Strategie di sviluppo aziendale, processi di corporate governance e creazione di valore – teorie ,analisi empiriche ed esperienze a confronto", pag. 325-327, Franco Angeli Editore.

domestico un mercato internazionale sul quale quotare azioni e/o certificati di deposito.

Riguardo il profilo del mercato è necessario individuare le eventuali segmentazioni settoriali o dimensionali, i meccanismi di funzionamento, i livelli di liquidità, i tempi e i costi di quotazione, il numero e l'articolazione degli intermediari finanziari e degli investitori istituzionali presenti in quel mercato.

Risulta poi rilevante la presenza di competitors significativi nel mercato regolamentato in quanto l'esistenza di società già quotate che svolgono analoga attività, garantisce una migliore conoscenza del settore di riferimento da parte degli investitori e lascia sperare in una migliore capacità del mercato di comprendere e valutare in modo appropriato la società di nuova quotazione.

Riguardo la localizzazione geografica solitamente un'impresa tende a scegliere il mercato borsistico situato nel paese nel quale detiene i maggiori interessi commerciali oppure nel quale intende aumentare la visibilità. La valenza strategica del mercato si misura attraverso parametri quali la quota di mercato nazionale o la percentuale di fatturato sul totale realizzata nel paese di quotazione.

Inoltre occorre valutare se esiste una base di investitori adatti all'offerta di investimento poiché spesso l'emittente vuole agevolare l'acquisto e il possesso del titolo da parte del gruppo di investitori al dettaglio più interessato ad inserirlo nel proprio portafoglio, ossia quello locale. Infatti sia gli investitori professionali, ma soprattutto quelli al dettaglio, sono poco propensi a operare cross boarder a causa dei più alti costi di negoziazione e di custodia titoli in cui si incorre<sup>3</sup>.

In fine la scelta del mercato deve tenere in considerazione anche i diversi regolamenti che si trovano nei paesi esteri. Infatti l'emittente spesso si trova a fronteggiare l'incertezza derivante dalla necessità di rispettare i canoni di una securities law e di una regolamentazione di borsa diversa da quella del proprio paese, quindi meno nota, e soprattutto, non sempre coordinata e compatibile con il diritto societario domestico che ne disciplina l'attività sociale. Inoltre deve sobbarcarsi l'onere di intrattenere rapporti con organi di borsa e autorità amministrative straniere, il che implica doversi adattare a un diverso modo di operare della vigilanza, con conseguente amplificato rischio di una non corretta aderenza alle

---

<sup>3</sup> J. ANDREW KAROLYI , "Why do companies list shares abroad?: a survey of the evidence (1998) ,articolopubblicatosul volume " Financial Markets, Institutions and Instruments " , New York University Salomon center

norme e alle prassi vigenti. Inoltre vi possono essere divergenze rispetto i principi contabili da rispettare nella redazione di bilanci annuali e relazioni periodiche, trimestrali e semestrali secondo gli obblighi applicati dalla borsa estera e quelli imposti invece dalla normativa domestica<sup>4</sup>.

### **1.2.2 Preparazione dell'offerta**

Il processo di preparazione dell' IPO comprende diverse fasi che vanno dalla preparazione del progetto di quotazione fino alla preparazione del piano di marketing.

La preparazione del progetto di quotazione consente di evidenziare le fasi principali del processo insieme ai compiti e alle responsabilità che vengono attribuite ai gruppi di lavoro.

La preparazione della Società Quotanda richiede un'analisi attenta e precisa degli aspetti legali, patrimoniali, economico-finanziari, strategici e di governo che caratterizzano la società quotanda.

La strutturazione dell'Offerta fa riferimento ad una serie di decisioni che riguardano la tipologia degli investitori (l'offerta può essere infatti strutturata come un

---

<sup>4</sup> TIZIANO ONESTI, NUNZIO ANGIOLA, SILVIO BIANCHI MARTINI, STEFANO GARZELLA, ANNA LUCIA MUSERRA, "Strategie di sviluppo aziendale, processi di corporate governance e creazione di valore – teorie ,analisi empiriche ed esperienze a confronto", pag. 325-327, Franco Angelini Editore.

collocamento privato rivolto ad investitori professionali oppure essere rivolta al pubblico indistinto), la dimensione dell'offerta e del free float atteso, la suddivisione tra componente primaria e secondaria, la scelta del mercato borsistico di riferimento, le metodologie di determinazione del prezzo, il lock-up<sup>5</sup>, il greenshoe<sup>6</sup> e i meccanismi di incentivazione per i dipendenti<sup>7</sup>.

Il processo di due diligence<sup>8</sup> riguarda l'attività di analisi ed investigazione necessaria all'acquisizione delle informazioni strumentali ad una comprensione dettagliata delle dinamiche societarie e alla preparazione della documentazione necessaria all'offerta.

La redazione del documento di offerta, conosciuto anche come prospetto informativo, che rappresenta il

---

<sup>5</sup> Trattasi di clausola che determina l'impegno della società e sei suoi azionisti di riferimento, nonché persone chiave all'interno dell'organizzazione manageriale, a non vendere o effettuare operazioni sul capitale per almeno un periodo di tempo di 6 mesi e senza la preventiva autorizzazione del responsabile del collocamento.

<sup>6</sup> Meccanismo tecnico che dà flessibilità all'offerta garantendo una sovra-allocazione ed un eventuale intervento della banca ad agire come stabilizzatore di mercato dopo la quotazione per un periodo che di solito non si estende oltre i 30 giorni.

<sup>7</sup> CRISTIAN IOSIO, "IPO PER LE PMI ITALIANE – Guida pratica e consigli utili per quotarsi in Borsa con successo", pag. 88-92, IPSOA EDITORE

<sup>8</sup> JOSANCO FLOREANI, MAURIZIO POLATO, "Quotazione in borsa e negoziazione a contante di strumenti finanziari azionari – profili operativi e regolamentari", pag. 85, G. Giappichelli Editore.

documento ufficiale attraverso cui la società effettua l'offerta al pubblico degli investitori.

La fase istruttorio rappresenta il processo attraverso cui la società quotanda insieme allo sponsor, interagisce con i soggetti istituzionali preposti al controllo dei requisiti e all'applicazione della normativa di riferimento.

La determinazione del valore della società quotanda è parte di un processo continuo di analisi e verifica condotto da controparti diverse ed effettuato in momenti successivi durante il periodo di preparazione ed esecuzione di una IPO. Attraverso la valutazione la società quotanda si pone l'obiettivo di definire un valore per il suo capitale economico e quindi determinare un prezzo di riferimento per le azioni.

La selezione, strutturazione e remunerazione del Consorzio di collocamento e garanzia che lavorerà nell'interesse della società quotanda promuovendo la vendita di titoli ai propri clienti istituzionali, sollecitando l'investimento ad investitori individuali e distribuendo i titoli una volta che l'offerta si è conclusa. I membri del consorzio andranno selezionati con la massima attenzione ed è opportuno stabilire la commissione del consorzio la cui funzione è quella di remunerare i partecipanti per l'attività svolta.

La preparazione del piano di marketing si focalizza su due aspetti principali che si riferiscono al messaggio da dare al mercato e alle modalità con cui tale messaggio viene trasmesso al fine di generare il massimo interesse all'interno del gruppo di investitori di riferimento<sup>9</sup>.

### **1.2.3 Le fasi del processo di quotazione**

Dopo la fase di preparazione alla quotazione per la società giunge il momento di eseguire l'offerta; essa intraprende una serie di attività per comunicare al mercato gli obiettivi del progetto e le motivazioni che l'anno spinta a valutare l'apertura del capitale a terzi.

La prima fase, rappresentata dalla pubblicazione della ricerca, ha un ruolo fondamentale ed è un pilastro indispensabile del processo di marketing. La ricerca rappresenta il primo di una serie di documenti a disposizione di un investitore ed è strumentale alla comprensione delle caratteristiche della Società e del contesto competitivo in cui opera. Il documento di ricerca ha come obiettivi quello di sviluppare e argomentare la storia dell'equity dell'impresa, quello di fornire indicazioni sulla crescita della società in base al quadro

---

<sup>9</sup> NUNZIO ANGIOLA, MARCO TALIENTO "IPO e family business – analisi economico aziendale del going public nella prospettiva del governo delle imprese familiari", pag. 131-134, Franco Angeli editore



normativo di riferimento alla giurisdizione e alle informazioni che verranno incluse nel documento di offerta, quello di dare i riferimenti base per una valutazione indipendente e infine quello di facilitare il lavoro della forza vendite la quale sarà impegnata nel contattare gli investitori per organizzare il roadshow per promuovere l'offerta.

Nel contesto di un'Offerta pubblica, i consulenti legali si occupano di redigere un memorandum volto alla determinazione delle procedure per la preparazione, redazione, pubblicazione e distribuzione della ricerca. Il memorandum contiene procedure base in merito a contenuto e modalità di pubblicazione e distribuzione nonché obblighi successivi alla pubblicazione e distribuzione che prevedono un cosiddetto blackout il cui inizio coincide con la pubblicazione e distribuzione della ricerca e termina circa 40 giorni dopo la chiusura dell'operazione. Durante questo periodo non potranno più essere pubblicate e distribuite ulteriori note o studi in merito alla società oggetto dell'offerta. Per quanto riguarda la struttura della ricerca, linee guida ben precise fanno sì che il documento di ricerca abbia una vocazione prevalentemente descrittiva, la cui struttura è solitamente standardizzata .

L'annuncio della quotazione è la prima comunicazione ufficiale che una Società Quotanda fa al mercato. In Italia la pubblicità relativa ad operazioni di Offerta Pubblica di strumenti finanziari è altamente regolata e l'annuncio pubblicitario relativo all'Offerta prevede il coinvolgimento della Consob come revisore del messaggio<sup>10</sup>; è previsto inoltre un obbligo generale di coerenza di qualsiasi comunicazione orale e scritta con le informazioni del Prospetto ed obblighi di corretto comportamento comunicativo anche per offerte destinate ad investitori qualificati.

La forza vendite della banca avrà un ruolo chiave nel processo di distribuzione e collocamento ed è quindi fondamentale che alla stessa vengano forniti tutti gli elementi indispensabili affinché vi sia un pieno coinvolgimento e una comprensione totale della storia e del prodotto che andranno a vendere. Con sempre maggior frequenza i processi di vendita sul mercato primario vengono guidati da venditori il cui background consente loro di conoscere al meglio le dinamiche settoriali e quindi comprendere come la società si muova nel contesto competitivo e quali siano le prospettive di crescita. I venditori avranno perciò bisogno di

---

<sup>10</sup> Come previsto dall'art. 101 del TUF

comprendere al meglio il modello di business, gli elementi che differenziano la Società Quotanda dai suoi competitori, i messaggi chiave di vendita e soprattutto le considerazioni del management sulle ragioni per cui l'IPO avrà successo e sul perché il management sia convinto di poter raggiungere gli obiettivi indicati.

La fase successiva alla diffusione dell'informazione è rappresentata dall'investoreducation in cui si avvia il processo attraverso il quale l'analista finanziario e la forza vendite intraprendono un dialogo costruttivo con gli investitori che potranno decidere di incontrare il management. La fase di investoreducation varia in base all'Offerta, può durare in media fino a 10 giorni e avere una frequenza di incontri compresa tra i 50 e i 200. Il formato degli incontri e il modo in cui avviene l'interazione con gli investitori può essere molteplice e caratterizzarsi da conferenze di gruppo, colazioni di lavoro o incontri singoli. Questa fase è propedeutica al periodo di roadshow dove il management avrà l'opportunità di incontrare direttamente i gestori del fondo e gli analisti dei fondi interessati all'acquisto delle azioni. L'investoreducation è divenuta fase cruciale del processo di vendita poiché rappresenta l'inizio del processo di determinazione dei prezzi. Con questo

esercizio la Società Quotanda si prefigge di raggiungere una serie di obiettivi. Tra questi obiettivi c'è quello di capire come il mercato percepisce la valutazione della società e di capire qual è l'atteggiamento del mercato nei confronti del progetto. Inoltre si vogliono selezionare una serie di investitori sofisticati e di lungo periodo ai quali presentare il management, si vuole capire se il mercato è pronto ad assorbire il volume di azioni che si vuole collocare. Tra gli altri obiettivi del processo ci sono inoltre quello di iniziare un processo di determinazione dei prezzi finalizzato alla determinazione di una forchetta di prezzo utilizzata durante il roadshow, di assicurarsi che quest'ultimo venga gestito efficacemente e che il management sia preparato e in grado di gestire eventuali aree critiche prima di iniziare il roadshow e infine come ultimo obiettivo l'investoreducation cerca di identificare possibili problemi o aree deboli dell'opportunità di investimento su cui il management deve essere informato ed essere in grado di spiegare nel contesto delle presentazioni.

Propedeutico alla quotazione è la definizione della forchetta di prezzo<sup>11</sup> che viene utilizzata come

---

<sup>11</sup> STEFANO LOMBARDO, "Quotazione in borsa e stabilizzazione del prezzo delle azioni", pag. 22-23, Giuffrè Editore

riferimento per gli investitori durante il roadshow. La definizione della forchetta può avvenire anche durante il roadshow stesso e questo approccio viene utilizzato quando la definizione del prezzo non è stata molto efficace nella fase di investoreducation. La forchetta di prezzo ha di solito un'ampiezza compresa tra il 15 e il 25%, dove il prezzo minimo viene visto come un prezzo di riferimento in grado di dare un margine di sicurezza nel caso il mercato dovesse subire degli shock improvvisi. Il prezzo medio dovrebbe riflettere la valutazione della società sulla base di un approccio fondamentale. Il prezzo massimo dovrebbe essere infine il prezzo al quale sia la società che il responsabile del collocamento dovrebbero aspirare e che dovrebbe lasciare un po' di spazio per eventuali apprezzamenti, nel caso in cui il mercato dovesse preformare in modo molto positivo. La forchetta viene fissata con l'obiettivo di fornire un punto di riferimento per gli investitori, può essere anche comunicata al mercato successivamente all'inizio del roadshow così come può essere variata in base al feedback raccolto dal mercato<sup>12</sup>.

---

<sup>12</sup> CRISTIAN IOSIO, "IPO PER LE PMI ITALIANE – Guida pratica e consigli utili per quotarsi in Borsa con successo", pag.124-130, IPSOA EDITORE

Il roadshow prevede il coinvolgimento diretto del management che in un periodo compreso tra le due e le tre settimane ha l'opportunità di incontrare gli investitori che hanno espresso il loro interesse nella fare di investore education e che sono interessati a conoscere direttamente le persone che gestiscono l'azienda e che potrebbero rappresentare dei partner di lungo corso. Prima dell'inizio ufficiale del roadshow, il management viene sottoposto ad una serie di prove generali dove si migliora lo stile di presentazione e il contenuto del messaggio da comunicare al mercato. In questo contesto è compito del coordinatore e delle banche di investimento preparare il management attraverso una serie di quesiti mirati che consentano di raggiungere la migliore preparazione in vista degli incontri istituzionali. Nel contesto del roadshow un investitore avrà finalmente l'opportunità di fare domande mirate e specifiche al management e sarà in grado di dialogare con quest'ultimo avendo già interagito con le banche e ricevuto informazioni sull'opportunità che solitamente si basa sulla ricerca e su una bozza preliminare del prospetto informativo. In questa fase l'investitore tenderà a focalizzarsi sulla qualità dei rappresentanti, sulla visione aziendale e sulle aree più fragili dell'investimento e su

come il management prevede di mitigare eventuali rischi legati alla natura del business stesso. La dinamica di questi incontri varia a seconda del loro formato che solitamente si presenta in one-to-one, incontri di gruppo, piccoli gruppi. La composizione del team manageriale varia in ogni situazione. In linea di massima non dovrebbe superare i 3, 4 individui ed includere l'amministratore delegato, il responsabile finanziario e il direttore generale. In alcuni casi la dimensione dell'Offerta e l'ampiezza dell'esercizio di marketing richiedono la creazione di più squadre che si muovono in contemporanea in centri finanziari diversi, moltiplicando lo sforzo comunicativo. La composizione di queste squadre varia, ma è chiaro che il tempo del senior management dovrebbe essere dedicato agli investitori più importanti. In termini di formato è importante riuscire ad ottenere un bilanciamento tra quantità di investitori e qualità degli stessi, nonché ottenere un buon mix di adesioni, one-to-one e incontri di gruppo. La struttura del roadshow tende a seguire il feedback del investoreducation pur nella consapevolezza che molti incontri vengono confermati all'ultimo momento e quindi è necessario mantenere un certo livello di flessibilità. Contemporaneamente al roadshow, i responsabili del

collocamento cominceranno la raccolta degli ordini, una metodologia conosciuta come bookbuilding. Attraverso il bookbuilding gli ordini espressi in quantità e prezzo o senza limiti di prezzo, vengono raccolti e inseriti in un libretto elettronico. Questa metodologia è definita open price poiché basata su una forchetta indicativa che può essere modificata e best effort poiché il Consorzio non si impegna a garantire la raccolta della provvista prima della chiusura del libro degli ordini. Attraverso questo processo si viene a creare una curva di domanda formata da tutte le offerte e dai livelli di prezzo indicati negli ordini di acquisto. Questa domanda verrà utilizzata per determinare il prezzo che non verrà calcolato meccanicamente ma sarà il risultato di una negoziazione tra Società Quotanda e responsabile del collocamento. Il bookbuilding<sup>13</sup> è un processo interattivo in cui vige una costante comunicazione tra la Società e i responsabili del collocamento. Il progressivo delinearsi della domanda e delle sensibilità al prezzo consente anche di poter aprire un canale di dialogo con gli investitori che spesso attendono gli ultimi giorni del processo per comunicare i propri ordini.

---

<sup>13</sup> JOSANCO FLOREANI, MAURIZIO POLATO, "Quotazione in borsa e negoziazione a contante di strumenti finanziari azionari – profili operativi e regolamentari", pag. 87-90, G. Giappichelli Editore.



La fase di pricing&allocation prevede l'ottimizzazione del prezzo di offerta è una funzione dell'azione combinata di più elementi, ed in particolare di un'efficace azione di pre- marketing e marketing supportata da una ricerca di qualità; fattori questi volti a creare competizione tra la domanda e quindi voglia di acquistare l'asset ad un prezzo di equilibrio. La decisione finale inerente il prezzo al quale collocare i titoli nasce da una serie di fattori quali la qualità, dimensione e sensibilità al prezzo degli ordini, il numero di volte in cui la domanda supera l'offerta, i livelli di valutazione e prezzo rispetto alla concorrenza, l'andamento di mercato e le performance del settore. Il pricing è una fase delicata poiché risulta cruciale non solo in un'ottica di massimizzazione della provvista, ma anche per assicurare una buona performance del mercato secondario. I responsabili del collocamento cercheranno di posizionare l'Offerta nella parte alta della forchetta di prezzo poiché questo è normalmente sinonimo di positività ed è un segnale importante per il mercato. Una volta definito il prezzo di offerta, il responsabile del collocamento inizierà immediatamente il processo di allocazione dei titoli. Nell'ambito degli esercizi di allocazione viene spesso effettuata un'operazione che consente di modulare

l'allocazione dei titoli tra gruppi di investitori diversi o tra aree geografiche differenti. La Società Quotanda rimarrà il responsabile ultimo delle decisioni di allocazione anche se sarà supportata dal responsabile del collocamento per assicurare che vi sia una buona distribuzione che tenga in considerazione qualità degli investitori, distribuzione geografica e orizzonte temporale di investimento. In generale i principi da seguire per l'allocazione delle azioni dovrebbero concentrarsi sugli obiettivi della Società Quotanda, la coerenza degli ordini rispetto alla media storica degli ordini dello stesso investitore, il livello reale di interesse di un investitore, il comportamento dell'investitore in offerte precedenti, la distribuzione geografica e la componente dell'equity story. Una Società Quotanda dovrebbe procedere all'allocazione delle azioni tenendo ben presente la necessità di garantire un'adeguata performance dopo la vendita. Uno strumento utile per valutare il pricing di una IPO può essere dato da un'analisi della performance del primo giorno di negoziazione.

Al termine del processo si procede al closing& listing in cui il prezzo, una volta determinato e comunicato alle autorità di competenza, viene riportato nel documento finale. Contestualmente avverranno anche le ultime

verifiche di due diligence. Entro cinque giorni dalla chiusura dell'operazione le azioni cominciano ad essere scambiate in borsa<sup>14</sup>.

### **1.3 Obiettivi perseguiti**

Le circostanze e gli obiettivi per cui una società decide di quotarsi possono essere molteplici.

L'obiettivo primario che un'impresa intende perseguire attraverso la quotazione in borsa è comunque l'ampliamento e la diversificazione delle fonti finanziarie, anche ai fini di una crescita prevista in termini di nuovi investimenti e acquisizioni. Le società non quotate tipicamente ricorrono al debito per finanziare gli investimenti, esse possono però incontrare difficoltà a finanziare le proprie attività indebitandosi oltre certi livelli. La società potrebbe allora realizzare un aumento di capitale sottoscritto dagli azionisti preesistenti i quali però potrebbero non essere in grado di sostenere nuovi aumenti di capitale oppure potrebbero non voler apportare ulteriore capitale di rischio. In alternativa gli azionisti preesistenti potrebbero ricercare nuovi potenziali soci, ma in una società non quotata è più difficile reperire nuovi azionisti solo per esigenze finanziarie, in quanto

---

<sup>14</sup> CRISTIAN IOSIO, "IPO PER LE PMI ITALIANE – Guida pratica e consigli utili per quotarsi in Borsa con successo ", pag. 133-138, IPSOA EDITORE

agisce come deterrente la difficoltà prospettica di uscire dall'investimento. La società potrebbe altresì decidere l'ingresso nella compagine azionaria di investitori specializzati, come i *venture capitalist*, ma tipicamente sono le imprese innovative ( di piccole dimensioni e di recente formazioni, il cui elemento distintivo è comunque la presenza di elevate opportunità di crescita<sup>15</sup>) che ricorrono ad un intermediario specializzato nel capitale di rischio. Il mercato di Borsa consente quindi di accedere ad un'ampia base di investitori e permette di svincolare l'impresa dalla ricchezza finanziaria del gruppo di controllo. Altro obiettivo è quello di rendere trasparenti gli obiettivi e i risultati del management, come effetto della maggiore trasparenza informativa obbligatoria e della intensa attività di comunicazione finanziaria. Inoltre è possibile incentivare e motivare management e dipendenti anche con piani di stock option , creando una correlazione diretta tra il successo dell'azienda ed il loro investimento e influenzando positivamente la produttività e la qualità del lavoro; è possibile anche attrarre personale qualificato grazie al migliorato standing della società. La quotazione permette poi di fornire liquidità alle azioni dando la

---

<sup>15</sup> ROBERTO DEL GIUDICE e ANNA GERVASONI "La recente evoluzione del mercato italiano del private equity e del venture capital pag. 1, Guerini e Associati Editore

possibilità agli attuali azionisti di disinvestire più agevolmente - in toto o in parte - la loro partecipazione<sup>16</sup>. Essa consente inoltre di rafforzare la capacità di leadership accrescendo la visibilità e il prestigio dell'azienda anche a livello internazionale ; la quotazione infatti genera una notevole attenzione da parte dei media, a beneficio dell'immagine della società e dei suoi prodotti e servizi<sup>17</sup>.La quotazione poi consente di accrescere lo standing creditizio nei confronti di finanziatori e fornitori, permettendo l'utilizzo di titoli quotati come garanzia presso istituti di credito sulla base del valore riconosciuto dal mercato. Inoltre altro obiettivo può essere quello di ottenere una valutazione di mercato che permetta di conoscere in ogni momento il valore della società per agevolare successive offerte sul mercato, anche in aumento di capitale, e operazioni di acquisizione e di fusione, in cui si possono utilizzare azioni come forma di pagamento<sup>18</sup>. In fine è possibile ottenere nuovi fondi con maggiore facilità (in caso la società faccia un limitato ricorso all'indebitamento), la maggior solidità

---

<sup>16</sup> SILVIA RIGAMONTI, "NUOVE QUOTAZIONI ALLA BORSA ITALIANA – Separazione tra proprietà e controllo ed evoluzione della struttura proprietaria" pag. 20-23, Franco Angeli Editore

<sup>17</sup> CRISTIAN IOSIO, "IPO PER LE PMI ITALIANE – Guida pratica e consigli utili per quotarsi in Borsa con successo ", pag. 33, IPSOA Editore

<sup>18</sup> RICHARD A. BREALEY, STEWART C. MAYERS, FRANKLIN ALLEN, SANDRO SANDRI, "Principi di Finanza aziendale ", pag. 388-389 ,McGraw-Hill

patrimoniale permette di accedere a nuove linee di credito più ampie e meno costose<sup>19</sup>. In particolare, con riferimento a quest'ultimo obiettivo, il processo di quotazione rappresenta un effettivo volano di crescita poiché consente di riequilibrare la struttura finanziaria delle imprese migliorando il rapporto di indebitamento e , più in generale, il rapporto con l'intero sistema bancario.

## **1.4 Misurazione dei risultati dell'operazione**

In letteratura, gli studi fatti sulle performance delle initial public offerings riscontrano tre particolarità. Secondo un fenomeno definito come “hot issue market” i rendimenti a un giorno dall'IPO sono generalmente molto elevati, poiché si tratta di titoli ad alta domanda per questo orizzonte temporale. Inoltre si nota un fenomeno di underpricing delle initial public offerings, tale da rendere elevati i rendimenti medi delle nuove quotate nel breve termine. In fine si riscontra un fenomeno di overpricing delle IPO nel lungo periodo tale da determinare un trend decrescente dei rendimenti delle nuove quotate al crescere del tempo.

---

<sup>19</sup> CARLO ARLOTTA, “Il processo di quotazione per le PMI italiane tra presente e futuro, pag. 16 Kellermann Editore

Per giungere a queste conclusioni gli studiosi si sono basati su vari modelli che permettono di misurare la performance delle offerte pubbliche iniziali sia nel breve che nel lungo periodo.

Allo scopo di misurare l'andamento nel breve periodo<sup>20</sup> viene determinato il valore dell'underpricing, su periodi di tempo crescenti ( da un giorno a tre mesi), assoluti e corretti. In particolare l'underpricing per il titolo i-esimo è dato da:

$$U_{t,I} = Ln (P_{i,t} / P_{i,0}) - Ln (I_t / I_0)$$

dove  $P_{i,t}$  è il prezzo di mercato del titolo i-esimo il giorno t di negoziazione,  $P_{i,0}$  è il suo prezzo di offerta,  $I_t$  e  $I_0$  rappresentano, rispettivamente, i valori del parametro utilizzato per l'aggiustamento il giorno t di negoziazione e il giorno dell'offerta.

Solitamente come misura di performance di breve periodo si utilizza l'underpricing ad un giorno, ma t può assumere diversi valori (t=1,5,21,63, valori che indicano rispettivamente l'underpricing ad un giorno, ad una settimana, ad un mese e a tre mesi). La misura dell'underpricing assoluto, non corretto per alcun

---

<sup>20</sup> S. FABRIZIO, M.SAMÀ, "Gli ipo sul mercato italiano nel periodo 1995-1998: una valutazione dell'underpricing e della long - run under performance, quaderni di finanza n. 44 CONSOB, 2001

indice, non è altro che l'equazione precedente senza l'ultimo fattore del membro di destra.

Per quanto riguarda la performance di lungo periodo delle imprese di nuova quotazione<sup>21</sup>, innanzitutto occorre evidenziare l'utilità di analizzare l'andamento a lungo termine delle azioni di nuova emissione. Vi sono infatti diversi motivi per cui la performance di lungo periodo è interessante. In primo luogo, dal punto di vista dell'investitore, la presenza di un pattern di prezzo può dare l'opportunità di praticare strategie di prezzo per produrre rendimenti superiori. In secondo luogo l'esistenza di performance aftermarket diverse da zero mette in discussione l'efficienza informativa del mercato delle IPO. In terzo luogo il volume delle IPO mostra grandi variazioni nel tempo. Se i periodi caratterizzati da volumi elevati sono associati con deboli performance di lungo periodo, ciò potrebbe indicare che gli emittenti hanno colto con successo l'occasione giusta per sfruttare la "finestra di opportunità" presentatasi. In fine il costo del capitale azionario esterno per le imprese in prossimità della quotazione dipende non solo dai costi di transazione a cui si va incontro con la quotazione, ma anche dai ricavi

---

<sup>21</sup>JAY R. RITTER, "The long-run performance of initial public offerings", *Journal of finance*, volume 46, pag. 3-27



che gli investitori incassano nell'aftermarket. Se i profitti che si possono guadagnare nell'aftermarket sono bassi, il costo dell'equity esterno si potrebbe abbassare per queste imprese.

Per valutare le prestazioni a lungo termine delle offerte pubbliche iniziali, vengono utilizzate diverse misure. Verranno riportate di seguito le due più significative. La prima è l'utile medio ponderato (averagematchingfirms-adjustedreturns , in simboli AR) e la seconda è l'utile medio cumulato ponderato (cumulative averagematchingfirms-adjustedreturns, in simboli CAR). Alternativa al CAR e molto utilizzato negli studi successivi è il BHR<sup>2223</sup> (Buy-Hold-Return). Tali valori sono misurati per il momento dell'offerta iniziale e per i tre anni che seguono.

L'analisi di Ritter , basata su un campione di 1526 IPO avvenute tra il 1975 e il 1984, evidenzia una lieve tendenza al rialzo di tali valori nei primi due mesi di contrattazione a cui segue una progressiva tendenza al ribasso.

---

<sup>22</sup>cfr. Aggarwal P. Rivoli, "Fads in the initial public offerings market?", Financial management, Vol 1 ,pag. 45-57.

<sup>23</sup>Cfr "FARIBORZ MOSHIRIAN, DAVID NG, ELIZA WU, "Model specification and IPO performance: New insights from Asia, Research in International Business and Finance(2009) e "AIGBE AKHIGBE, JARROD JOHNSTON, JEFF MADURA, "Long-term industry performance following IPOs"(2005)

Al fine di individuare una spiegazione plausibile Ritter tenta di raggruppare le imprese neo-quotate per caratteri omogenei. Le imprese con IPO di dimensioni inferiori subiscono il peggior andamento di lungo periodo. Mettendo a paragone, invece, le imprese classificate per misura di AR iniziali, le imprese che registrano rendimenti medi ponderati più elevati nel primo giorno di IPO subiscono la peggiore performance di lungo periodo, con una tendenza negativamente accentuata per le imprese che hanno effettuato IPO di minori dimensioni. Tali conseguenze potrebbero spiegarsi con l'ipotesi che il mercato reagisce ad un'eccessiva sopravvalutazione iniziale dei titoli sottovalutandoli nel lungo periodo.

I risultati forniti da Ritter sembrano riscontrarsi in ambito internazionale infatti, in seguito, le ricerche di Levis (1993) e Aggarwal (1993) evidenziano come i bassi rendimenti di lungo periodo delle offerte pubbliche iniziali non sono un fenomeno unico per gli Stati Uniti, ma bensì un fenomeno riscontrato anche in paesi come la Gran Bretagna, il Cile o il Messico.

Tuttavia studi più recenti<sup>24</sup> sottolineano come l'esistenza o meno di sotto performance di lungo periodo in un IPO è

---

<sup>24</sup>"FARIBORZ MOSHIRIAN, DAVID NG, ELIZA WU, "Model specification and IPO performance: New insights from Asia, Research in International Business and Finance(2009)

una questione metodologica che dipende dall'approccio utilizzato nella stima dei rendimenti anomali di lungo periodo. È stato riscontrato infatti che rendimenti anomali di lungo periodo sono presenti quando si utilizza la misura BHR, ma non quando si utilizzano altre metodologie. In questo studio si sostiene quindi che vi siano delle imperfezioni nelle misure di performance delle IPO e che per questo motivo quella della performance delle IPO rimane una questione insoddisfacente che merita ulteriori ricerche in questo settore.

## **1.5 Conclusioni**

Dopo la dettagliata analisi del processo di prima quotazione in borsa si può dire in via conclusiva che questo sia sicuramente un progetto molto complesso ma anche avvincente che deve essere condotto con la massima diligenza e unità di intenti tra tutti gli attori coinvolti.

Si è avuto modo di analizzare le varie fasi pre e post IPO evidenziando quanto sia articolato tale processo e di quanti sforzi vengano richiesti alle società quotande, agli imprenditori, ai managers e agli stakeholders in generale. Tuttavia quello della quotazione è anche un processo

Le IPO nel settore del lusso italiano

affascinante, che può portare enormi benefici per la società che lo intraprende. Questo infatti è certamente un trampolino di lancio verso il possibile sviluppo e la crescita della società e per tale motivo è un progetto che un imprenditore ambizioso dovrebbe sempre tenere in considerazione per la propria società.

## **CAPITOLO 2**

### **IL SETTORE DEL LUSO**

#### **2.1 Introduzione**

Il capitolo presenta una descrizione del settore del lusso che rappresenta un caso di studio interessante dato che le sue performance sono in controtendenza rispetto agli altri settori nel periodo di crisi. Il capitolo presenterà la definizione del settore e le caratteristiche che lo contraddistinguono rispetto agli altri mercati. Il capitolo presenta anche i dati sulla dimensione del settore e le performance del settore durante il periodo della crisi finanziaria.

#### **2.2 La definizione del settore**

Per definire il settore del lusso si deve, innanzi tutto, tentare di dare una definizione del termine “lusso” attorno al quale, negli anni, hanno ruotato varie opinioni dei soggetti più diversi. È inoltre importante indagare le specificità dell’industria del lusso e presentare in modo sintetico i principali settori del lusso.

##### **2.2.1 Il significato del termine “lusso”**

Accademici e practitioner hanno fornito nel tempo diverse definizioni, spesso non omogenee tra loro, del termine lusso.

Mentre per gli economisti il lusso descrive categorie di beni la cui domanda presenta una elasticità rispetto al reddito positiva ed elevata, per i sociologi lusso ha a che fare con consumi ostentativi legati al processo di stratificazione sociale; infine per gli aziendalisti il concetto fa riferimento a determinate industrie e a strategie di marca volte a creare valore intangibile e aspirazionale. Per consulenti e banche d'affari lusso sembra essere un criterio secondo cui raggiungere certe imprese e marchi, spesso estremamente eterogenei in termini di settori di appartenenza, ma che condividono il valore simbolico dei propri prodotti e l'elevato premio in termini di prezzo che ottengono sul mercato.<sup>25</sup>

Uno studio del 2001<sup>26</sup>, analizzando le attitudini dei consumatori contemporanei con riguardo al lusso, ha sintetizzato le principali caratteristiche associate a quest'ultimo che sembrano essere le seguenti: qualità eccellente, prezzo molto alto come conseguenza della elevata qualità e in generale difficile accesso anche psicologico al bene di lusso, scarsità e unicità anche in termini distributivi, valore estetico e multisensorialità,

---

<sup>25</sup> ERICA CORBELLINI, STEFANIA SAVIOLO, "l'esperienza del lusso – mondi mercati marchi", pag. 6-7, ETAS Editore (2007).

<sup>26</sup> B. DUBOIS, G. LAURENT, "consumer rapport to luxury: analyzing complex and ambivalent attitudes" Cahier de Recherche du Groupe HEC, n. 73, 2001.

heritage e storia che diventa quasi leggenda e infine l'essere superfluo.

Una delle prime definizioni di bene di lusso è stata offerta da una ricerca ComitèColbert/McKinsey<sup>27</sup>: si considerano beni di lusso prodotti e servizi posizionati nella fascia più alta del mercato, che incorporano un sapere che deriva dalle arti applicate (storia, artigianato) e implicano quindi un forte contributo umano. Più che merceologia, ciò che connota il bene di lusso è la manifattura artigianale di altissima qualità associata a un prezzo altrettanto elevato, che determinano l'esclusività dell'oggetto posseduto. Oggi per ComitèColbert, associazione francese dei marchi di lusso, il lusso è un sistema che resta definito dalla relazione fra tradizione e modernità, tra saper fare e creazione, fra storia e innovazione. Altagamma, l'associazione delle imprese italiane di reputazione internazionale che operano nella fascia più alta del mercato, non parla mai di industria del lusso ma piuttosto del segmento dell'alto di gamma dove nella gestione e nel prodotto le imprese si distinguono per innovazione, qualità, servizio, design e prestigio. Ulteriori punti di vista sono quelli degli analisti finanziari che definiscono il lusso come un'industria caratterizzata da una elevata

---

<sup>27</sup> COMITÈ COLBERT/McKINSEY, "Luxury, an asset for France", 1989.

Brand-intensity, cioè un peso del marchio pari in media al 70% del valore degli asset aziendali<sup>28</sup>.

### **2.2.2 Specificità dell'industria del lusso**

L'industria del lusso è profondamente diversa da tutte le altre e per questo motivo il suo business mondiale deve essere gestito in modo completamente diverso da quello che non fa parte del settore del lusso.

Verranno descritte in seguito tre differenze principali che riguardano le dimensioni dell'azienda, le caratteristiche finanziarie e il fattore tempo<sup>29</sup>.

Nel mondo del lusso le dimensioni non sembrano contare molto non essendo così rilevanti le economie di scala e di scopo. In generale, le aziende sono piccole, ma sono stimate e suscitano una grande attrattiva ma per generare un fatturato sufficiente le aziende devono essere globali e presenti in tutti i paesi più importanti del mondo.

Per quanto concerne le caratteristiche finanziarie, se si studiano le diverse aziende del lusso si nota come un numero significativo sia in perdita. In altri settori industriali un'impresa in perdita verrebbe rapidamente

---

<sup>28</sup> C.DELLA BELLA, "value-value companies nel settore del lusso. Cogenerazione di valore per azionisti, investitori e management", pag. 68-72, Egea Editore

<sup>29</sup> MICHEL CHEVALIER, GÉRALD MAZZALOVO, "Luxury brand management: una visione completa sull'identità e la gestione del settore del lusso", pag. 19-27, Franco Angeli Editore



eliminata o assorbita da qualche altro concorrente, oppure fallirebbe. Nel settore del lusso potremmo citare brand che sono rimasti in perdita per 5 o 10 anni e che sopravvivono come parte di un gruppo del lusso o come una diversificazione all'interno di un'azienda di un altro settore. Questo accade innanzi tutto grazie al valore della marca e in secondo luogo perché le marche di successo sono così produttive da poter compensare diversi anni di perdite.

Infine per quanto riguarda il fattore tempo, si può osservare come talvolta, per i beni di consumo che si muovono velocemente, è possibile lanciare un prodotto in 6 mesi, avere immediatamente una chiara indicazione delle vendite nei negozi e utilizzare le vendite stesse per coprire rapidamente gli investimenti iniziali. In molti casi nel mondo del lusso, un lancio sul mercato richiede molto più tempo e maggiori investimenti. L'arco temporale di un lancio, infatti, può essere compreso tra i 18 e i 24 mesi, quindi, nel primo anno, per i lanci più importanti, non è raro spendere in pubblicità e promozione una somma equivalente alle previsioni di vendita dell'anno stesso.

### **2.2.3 I principali settori del lusso**

I comparti che compongono il sistema del lusso secondo gli analisti sono i seguenti:

L'abbigliamento selettivo ed esclusivo, donna e uomo è la prima categoria cui pensare. Comprende certamente tutte le categorie selettive di moda come Chanel, Valentino, Burberry o Versace, ma anche marche più tradizionali come Jaeger, Daks o Celine; include anche brand come Hugo Boss o Lacoste perché sono anch'essi abbastanza selettivi nella distribuzione e nell'approccio al prodotto. Infatti sebbene i loro prezzi siano accessibili, funzionano ancora come marche di moda e vendono attraverso un canale di distribuzione selettivo.

Il segmento della gioielleria di lusso e degli orologi è chiaramente parte di questo mondo. Questi segmenti hanno i loro negozi dedicati o usano un numero molto limitato di gioiellerie selettive. Si tratta di un settore molto concentrato dove i primi attori (il gruppo Richemont con Cartier, Rolex, Tiffany e Bulgari) dominano il mercato a livello globale<sup>30</sup>.

Profumi e cosmetici, quando sono venduti attraverso canali di distribuzione selettivi, sono chiaramente prodotti

---

<sup>30</sup> MICHEL CHEVALIER, GÉRALD MAZZALOVO, "Luxury brand management: una visione completa sull'identità e la gestione del settore del lusso", pag. 14, Franco Angeli Editore

di lusso, anche se corrispondono ad articoli a prezzo basso. Questa categoria è stata utilizzata nel tempo sia da marchi storici del lusso sia dai nuovi per attirare consumatori giovani, entrare in nuovi mercati e consolidare la propria brand awareness attraverso una distribuzione più ampia rispetto al core business degli accessori e dell'abbigliamento.

Anche gli accessori di moda fanno sicuramente parte del settore del lusso. Questa categoria comprende borse e articoli di pelletteria, ma anche scarpe, cinture e qualsiasi altro elemento del look nel suo complesso come occhiali, strumenti per scrivere, accendini ecc. Questo segmento è cresciuto molto negli ultimi anni sia come mercato sia come peso all'interno dei fatturati aziendali. Il settore è relativamente concentrato e si stima che i primi cinque marchi globali (LVMH, Coach, Gucci, Richemont, Hermes) abbiano una quota superiore al 60%.

Vini e liquori sono sempre il punto di domanda del mercato del lusso. Per toglierlo dalla categoria, alcuni fanno leva sul fatto che sono venduti nei supermercati e negozi di alimentari e sarebbero così parte di una categoria di "food and beverage" che comprende anche birra e Coca Cola. In realtà, nella concezione del posizionamento di vini e liquori, c'è un livello di

sofisticazione molto diverso poiché spesso sono articoli da regalo, sono costosi e sono chiaramente parte delle costruzioni dell'identità di marca. Miscela e sofisticazione della produzione, così come il loro consumo selettivo sono un'altra ragione per includerli nella categoria di lusso.

Anche le automobili di lusso fanno chiaramente parte di questo settore. Si possono citare marchi come Bentley, RollRoyce, Ferrari, Maserati, Porche, Maybach e anche alcuni modelli di Mercedes, BMW o Audi.

Gli Hotel di lusso sono anche, come indica il nome, servizi di lusso nei quali i consumatori si aspettano un servizio eccezionale e vogliono vivere un'esperienza molto speciale.

Includendo gli hotel di lusso va considerato anche il turismo di lusso in generale e le attività di crociera, in particolare<sup>31</sup>.

### **2.3 La dimensione del settore**

Come già evidenziato, nel lusso le dimensioni sono un concetto relativo. Nel dare un'idea delle dimensioni del settore va innanzitutto chiarito se considerare il lusso in

---

<sup>31</sup> ERICA CORBELLINI, STEFANIA SAVIOLO, "l'esperienza del lusso – mondi mercati marchi", pag. 21, ETAS Editore (2007).

un ambito più ristretto (abbigliamento, accessori e pelletteria, profumi e cosmetici, vini e liquori, ecc.) o se comprendere anche il mercato dell'automobile e del turismo di lusso. Se si tengono in considerazione anche automobili e turismo, il volume di vendita delle aziende manifatturiere o che forniscono direttamente un servizio ammonterebbe approssimativamente a 250 miliardi di euro. Nell'ipotesi più ristretta, le vendite sono pari a 190 miliardi di euro e i settori possono essere suddivisi in grandi gruppi come indicato nella tabella 1.

**Tab.1 Stima delle dimensioni dei settori (in miliardi di €), anno 2007**

<b>Abbigliamento</b>	<b>20</b>
<b>Pelletteria</b>	<b>15</b>
<b>Profumi e cosmetici</b>	<b>30</b>
<b>Liquori e champagne</b>	<b>30</b>
<b>Vini di alta gamma</b>	<b>50</b>
<b>Orologi</b>	<b>10</b>
<b>Gioielli</b>	<b>30</b>
<b>Oggettistica per tavola</b>	<b>5</b>
<b>totale</b>	<b>190</b>

Una volta stimata la dimensione del mercato complessivo si può confrontare la dimensione relativa delle società francesi e italiane nella tabella 2.

**Tab.2 Stima della suddivisione tra marche francesi e italiane, anno 2007**

	Totale	Francia	Italia	Altri
Abbigliamento	<b>20</b>	<b>20%</b>	<b>60%</b>	<b>20%</b>
Pelletteria	<b>15</b>	<b>60%</b>	<b>30%</b>	<b>10%</b>
Liquori&champagne	<b>30</b>	<b>30%</b>	<b>5%</b>	<b>65%</b>
Profumi e cosmetici	<b>30</b>	<b>50%</b>	<b>10%</b>	<b>40%</b>
Orologi	<b>10</b>	<b>10%</b>	<b>5%</b>	<b>85%</b>
Gioielli	<b>30</b>	<b>10%</b>	<b>5%</b>	<b>85%</b>
Oggettistica tavola	<b>5</b>	<b>40%</b>	<b>10%</b>	<b>50%</b>
totale	<b>140</b>			

Riguardo l'abbigliamento è chiaro che l'Italia figura nettamente al primo posto.

Per i liquori, non sono stati considerati i vini, che probabilmente rappresentano un'altra categoria del valore di 10 miliardi di euro e in cui l'Italia appare molto forte. Gran parte del business dei liquori avviene negli Stati

Uniti e in Inghilterra con Vodka, gin e whisky, ma la Francia mantiene la propria posizione grazie a gruppi forti e grazie a cognac e champagne.

Per gli orologi, ovviamente il mercato è fondamentalmente svizzero, mentre Francia e Italia sono solo operatori secondari. Sommando le diverse categorie, 43 miliardi di euro corrispondono ai brand francesi e 23,5 miliardi di euro a quelli italiani. Di conseguenza, la Francia è una fonte del lusso più cospicua dell'Italia, grazie alla forte posizione dei profumi, mentre l'Italia non sembra sia riuscita ad imporre forti marche di fragranze, con l'eccezione di Armani, brand concesso in licenza a L'Oréal, e di Gucci e Laura Biagiotti, in licenza a Procter & Gamble.

L'Italia inoltre non ha un importante mercato internazionale dei liquori<sup>32</sup>.

La forza dell'Italia nella moda al contrario è piuttosto evidente. Stilando un elenco dei maggiori brand francesi, ovvero le marche con vendite superiori a 750 milioni di euro, la Francia ne vanta 5 ( Louis Vuitton, Cartier, Chanel, Hermès e Dior) per due dei quali il core business proviene dal mondo dell'abbigliamento, mentre l'Italia ne

---

<sup>32</sup> MICHEL CHEVALIER, GÉRALD MAZZALOVO, "Luxury brand management: una visione completa sull'identità e la gestione del settore del lusso", pag. 38-40, Franco Angeli Editore

conta 8 ( Gucci, Prada, Armani, Max Mara, Salvatore Ferragamo, Bulgari, Dolce&Gabbana e Versace) per 7 dei quali il core business proviene dall'abbigliamento e dal mondo della moda.

Il primato della moda italiana avrà conseguenze inaspettate nel lungo periodo, poiché i brand delle fragranze sono spesso costruiti sulla forza delle linee dell'abbigliamento. Se un giorno i profumi Gucci, Prada e Versace dovessero eguagliare quelli di Chanel, Dior e Yves Saint Laurent, allora l'Italia diventerebbe il primo operatore mondiale del lusso<sup>33</sup>.

## **2.4 La performance del settore durante la crisi**

La crisi economica diffusasi in tutto il mondo a partire dalla crisi del mercato immobiliare scoppiata in America nel 2007, ha toccato quasi tutti i settori, ma non quello del lusso che non solo ha retto, ma ha anche fatto registrare un'ottima performance.<sup>34</sup>

Le performance registrate nel settore dei marchi di lusso infatti, sono la conferma di come il settore dei beni di

---

<sup>33</sup> ERICA CORBELLINI, STEFANIA SAVIOLO, "La scommessa del made in Italy", ETAS Editore.

<sup>34</sup> CARLO VALUTA "La crescita del settore del lusso", articolo pubblicato sul sito [www.piazzaffari.info](http://www.piazzaffari.info) il 19 novembre 2013



lusso e dei grandi marchi mostri una marcia in più, quasi incurante della stagnante situazione economia – finanziaria internazionale.

Le sovraperformance di questo settore sono dovute al fatto che la maggior parte delle aziende che ne fanno parte beneficia di elevati flussi di cassa che consentono loro di continuare a crescere, soprattutto nei mercati emergenti. La capacità di generare ingenti flussi di cassa deriva dal fatto che il settore del lusso ha una forte capacità di determinare i prezzi grazie alla presenza di brand affermati e alte barriere all'entrata. La crescita del settore è inoltre guidata dalla domanda forte e dal numero crescente di individui con un alto reddito, che stanno anche diventando più ricchi. La crescita del numero di ricchi, a livello globale, proviene soprattutto dai mercati emergenti, prima di tutto Cina, India, Brasile e Russia. La Cina continentale rappresenta infatti circa il 10% del mercato del lusso attuale e i tassi di crescita sono di oltre il 20%.

Il 2010 è stato un anno record per i consumi dei prodotti di alta gamma, ma anche gli anni successivi hanno mostrato risultati molto positivi. La crescita in Europa è stata favorita sia dalla debolezza dell'Euro, che ha stimolato il turismo, sia dalla buona performance del

settore di gioielli e orologi. Negli USA la crescita continua anche per una presenza distributiva più forte nelle città di medie dimensioni. Il Giappone, nonostante la tragedia di Fukushima, chiuderà il 2011 meglio del previsto, anche se col segno meno, proprio a causa dello sforzo di ricostruzione.

Secondo la rilevazione annuale condotta da SDA Bocconi e Fondazione Altagamma sui bilanci 2010 delle imprese internazionali della moda e del lusso i dati confermano il buon momento del settore. Il rapporto analizza i bilanci di 67 imprese quotate e conosciute a livello internazionale con un fatturato superiore ai 200 milioni di euro, mentre i dati preliminari del 2011 sono riferiti a 48 imprese.

Il fatturato delle imprese analizzate è aumentato del 10,9% nel 2010 (-5,3% nel 2009) e il dato positivo è confermato dalla dinamica brillante della redditività degli investimenti (ROI al 12,4% contro l'8,3% del 2009), della redditività del capitale proprio (balzato al 16,5% dal 3,5% del 2009), del risultato operativo medio (Ebit al 10% contro il 7% dell'anno precedente) e del margine operativo lordo (13,6% rispetto all'11,1%). Nonostante prosegua la diminuzione del peso del capitale circolante, ora uguale al 18,2% del fatturato, la capacità media di generazione di cash flow è scesa all'8,1% del fatturato

Le IPO nel settore del lusso italiano

(11,6% nel 2009). I tempi medi di incasso sono rimasti fermi a 39 giorni.

Come accade da alcuni anni, le dimensioni aziendali si confermano decisive: le imprese più grandi (fatturato oltre i 5 milioni di euro) hanno ottenuto i risultati migliori in termini di redditività degli investimenti (ROI al 15,6% rispetto al 13,6% di chi fattura tra 1 e 5 milioni e l'8% di chi fattura meno) e di risultato operativo (13,3% contro, rispettivamente, 11,7% e 5%).

Il segmento complessivamente più performante è stato quello della pelletteria<sup>35</sup>.

#### GLI INDICATORI FINANZIARI DEL SETTORE

Indicatore	Media settore
Crescita del fatturato	10,9%
Redditività degli investimenti (Roi)	12,4%
Redditività del capitale proprio (Roe)	16,5%
Risultato operativo (Ebit)	10%
Rotazione delle attività	1,25
Margine operativo lordo (Ebitda)	13,6%
Cash flow netto su fatturato	8,1%
Debito su capitale proprio	0,41
Current ratio (attività correnti su passività correnti)	2,56
Intangibili su capitale totale	16,1%
Capitale fisso su capitale totale	44,2%
Capitale circolante su fatturato	16,9%
Giorni per il pagamento	39
Investimenti in attività caratteristica su ammortamento	105,2%
Investimenti totali su fatturato	6,1%

Fonte: Fashion&Luxury Insight, FY 2010

<sup>35</sup> Osservatorio ALTAGAMMA 2011 "L'alto di gamma registra una significativa crescita nel biennio 2010-2011 e una prospettiva di crescita ulteriore nel 2012".

## Le IPO nel settore del lusso italiano

### TOP TEN PER AUMENTO DI FATTURATO

Società	Paese	Segmento	Aumento fatturato
Skechers	Usa	Pelletteria	40%
Richemont	Eu	Gioielli / Orologi	33%
G-III apparel Group	Usa	Abbigliamento	33%
Fossil	Usa	Gioielli / Orologi	31%
Prada	Ita	Pelletteria	31%
Salvatore Ferragamo	Ita	Pelletteria	26%
Gildan Activewear	Can	Active	26%
Hermes	Fra	Pelletteria	25%
Deckers Outdoor	Usa	Pelletteria	23%
Columbia Sportswear	Usa	Active	19%

Fonte: Fashion&Luxury Insight, FY 2010

### TOP TEN PER ROI

Società	Paese	Segmento	Roi
Coach	Usa	Pelletteria	47%
Hennes&Mauritz	Eu	Fashion retail	42%
Next	Uk	Fashion retail	32%
Deckers Outdoor	Usa	Pelletteria	31%
Gap	Usa	Fashion retail	28%
Fossil	Usa	Gioielli / Orologi	26%
Gerry Weber	Eu	Abbigliamento	26%
Guess	Usa	Abbigliamento	24%
Inditex	Eu	Fashion Retail	23%
Urban Outfitter	Usa	Fashion Retail	23%

Fonte: Fashion&Luxury Insight, FY 2010

### TOP TEN PER EBIT

Società	Paese	Segmento	Ebit
Coach	Usa	Pelletteria	32%
Hermes	Fra	Pelletteria	28%
Deckers Outdoor	Usa	Pelletteria	25%
Swatch	Eu	Gioielli / Orologi	24%
Hennes&Mauritz	Eu	Fashion Retail	23%
Prada	Ita	Pelletteria	20%
Tod's	Ita	Pelletteria	20%
Burberry	Uk	Abbigliamento	20%
Dior	Fra	Conglomerato	20%
Richemont	Eu	Gioielli / Orologi	20%

Fonte: Fashion&Luxury Insight, FY 2010

Le IPO nel settore del lusso italiano

**TOP TEN PER GENERAZIONE DI CASSA**

<b>Società</b>	<b>Paese</b>	<b>Segmento</b>	<b>Generazione</b>
Revlon	Usa	Bellezza	38%
Hermes	Fra	Pelletteria	24%
Gildan Activewear	Can	Active	24%
Coach	Usa	Pelletteria	23%
Swatch	Eu	Gioielli / Orologi	21%
Inditex	Eu	Fashion Retail	20%
Tod's	Ita	Pelletteria	19%
Burberry	Uk	Abbigliamento	19%
Hennes&Mauritz	Eu	Fashion Retail	19%
Richemont	Eu	Gioielli / Orologi	17%

*Fonte: Fashion&Luxury Insight, FY 2010*

Il 2012 si conferma in crescita per il settore lusso. Il mercato mondiale dei beni per la persona supera infatti la soglia record dei 200 miliardi di euro. La Cina resta la protagonista con un tasso del 18-22% sul 2011, anche l'India mostra un'accelerazione della crescita (+15-20%), trainata in particolar modo dal crescente numero di aperture nel paese.

Riguardo le categorie di prodotto, gli accessori si confermano la categoria vincente, sia per la parte dell'hard luxury (gioielli e orologi), sia per pelletteria e calzature.

Il rapporto annuale di SDA Bocconi e Altagamma rileva tuttavia che il tasso di crescita è sceso all'8% rispetto al 13% del 2011.

Il rapporto, che quest'anno analizza un campione di 76 società dal fatturato complessivo di 348 miliardi di euro,

evidenza che la profittabilità dell'industria è ancora in crescita.

Il ROI medio è cresciuto fino al 15%, rispetto al 13,4% dell'anno precedente, mentre l'Ebitmargin passa dall'11% del 2011 al 12,4%, facendo pensare che le imprese, in un momento di incertezza economica, dedichino risorse alla crescita solo per perseguire le opportunità con maggiori possibilità di profitto. Il rapporto tra investimenti in attività caratteristica e ammortamenti scende di oltre sei punti al 146,9%.

L'attenzione delle imprese per gli aspetti finanziari è confermata dall'aumento della generazione di cassa, che cresce dall'8,2% al 10,6% del fatturato, permettendo di ridurre la leva finanziaria, con un rapporto debito su capitale proprio di 0,39, un livello che non si vedeva più da prima della crisi.

Con un aumento del 5%, pari a quello del 2011, l'apertura di nuovi punti vendita prosegue, ma con moderazione. Le vendite al dettaglio sono cresciute più di quelle all'ingrosso, ma cominciano ad esserci alcune eccezioni, come il segmento dell'abbigliamento. Inoltre, alcune delle imprese che hanno realizzato un numero di aperture maggiore sono tra quelle che hanno registrato una diminuzione delle vendite.

Il segmento gioielli e orologeria è quello con le performance migliori dell'anno, con tassi di crescita e redditività degli investimenti sopra la media.

La scomposizione dei risultati per area geografica, mostra che le imprese italiane del settore crescono più velocemente di quelle del resto del mondo, grazie ai risultati di imprese recentemente quotate come Brunello Cucinelli, Prada e Salvatore Ferragamo, ma soffrono di una minore profittabilità, con margini operativi sotto la media.

Armando Branchini, Vice Presidente di Altagamma e coautore della ricerca, sottolinea che la dimensione delle imprese resta un fattore chiave nello spiegare i diversi livelli di profittabilità. Le imprese più grandi (vendite superiori ai 5 miliardi di euro) performano meglio in termini di ritorno degli investimenti e di margine EBIT, anche se il loro fatturato medio cresce meno di quelle delle imprese di medie dimensioni<sup>36</sup>.

---

<sup>36</sup> Osservatorio ALTAGAMMA 2012 "Nel 2012 moda e lusso crescono meno ma guadagnano di più"

## Le IPO nel settore del lusso italiano

### GLI INDICATORI FINANZIARI DEL SETTORE

Indicatore	Media settore
Crescita del fatturato	8%
Redditività degli investimenti (Roi)	15%
Redditività del capitale proprio (Roe)	19,1%
Risultato operativo (Ebit)	12,4%
Rotazione delle attività	1,26
Margine operativo lordo (Ebitda)	15,8%
Cash flow netto su fatturato	10,6%
Debito su capitale proprio	0,39
Current ratio (attività correnti su passività correnti)	2,41
Intangibili su capitale totale	17,4%
Capitale fisso su capitale totale	44,8%
Capitale circolante su fatturato	19%
Giorni per il pagamento	37,46
Investimenti in attività caratteristica su ammortamento	146,9%
Investimenti totali su fatturato	6,1%

Fonte: Fashion&Luxury Insight, FY 2012

### TOP TEN PER AUMENTO DI FATTURATO

Società	Paese	Segmento	Aumento fatturato
Michael Kors	Usa	Abbigliamento	68%
Lululemon	Can	Active	37%
Yoox	Ita	Online specialist	29%
Prada	Ita	Pelletteria	27%
Hermes	Fra	Pelletteria	23%
Dior	Fra	Conglomerato	21%
Tumi	Usa	Pelletteria	21%
Chico's	Usa	Fashion Retail	18%
Ferragamo	Ita	Pelletteria	17%
Wolverine World Wide	Usa	Pelletteria	16%

Fonte: Fashion&Luxury Insight, FY 2012

### TOP TEN PER ROI

Società	Paese	Segmento	Roi
Michael Kors	Usa	Abbigliamento	49%
Coach	Usa	Pelletteria	49%
Inter Parfums	Fra	Bellezza	40%
Next	Uk	Fashion retail	37%
Hennes & Mauritz	Eu	Fashion Retail	36%
Lululemon	Can	Active	36%
Hermes	Fra	Pelletteria	33%
Hugo Boss	Eu	Abbigliamento	27%
Fossil	Usa	Gioielli / Orologi	27%
Prada	Ita	Pelletteria	26%
Limited Brands	Usa	Fashion Retail	26%
Gap	Usa	Fashion Retail	26%

Fonte: Fashion&Luxury Insight, FY 2012



## Le IPO nel settore del lusso italiano

### TOP TEN PER EBIT

Società	Paese	Segmento	Ebit
Inter Parfums	Fra	Bellezza	48%
Hermes	Fra	Pelletteria	32%
Coach	Usa	Pelletteria	32%
Michael Kors	Usa	Abbigliamento	29%
Lululemon	Can	Active	27%
Prada	Ita	Pelletteria	27%
Swatch	Eu	Gioielli / Orologi	25%
Richemont	Eu	Gioielli / Orologi	24%
Ports Design Limited	Asia	Abbigliamento	23%
Tod's	Ita	Pelletteria	22%

Fonte: Fashion&Luxury Insight, FY 2012

### TOP TEN PER GENERAZIONE DI CASSA

Società	Paese	Segmento	Cashflow su fatturato
Inter Parfums	Fra	Bellezza	39%
Prada	Ita	Pelletteria	25%
Coach	Usa	Pelletteria	23%
Inditex	Eu	Fashion Retail	20%
Hermes	Fra	Pelletteria	20%
Richemont	Eu	Gioielli / Orologi	19%
Next	Uk	Fashion Retail	19%
Lululemon	Can	Active	18%
Hugo Boss	Eu	Abbigliamento	18%
Hanesbrands	Usa	Abbigliamento	17%
Ports Design Limited	Asia	Abbigliamento	17%

Fonte: Fashion&Luxury Insight, FY 2012

Nell'anno 2013, invertendo la tendenza degli ultimi anni, l'America è tornata ad essere leader di crescita nell'acquisto di beni di lusso, con una crescita del 4% rispetto al 2012, superando la Cina, in crescita del 2,5%.

Al di là dell'America lo studio evidenzia significative differenze regionali nel mercato mondiale:

- L'Europa vedrà il 2% di crescita, con un aumento degli acquisti da parte dei turisti che contro-bilanciano con il rallentamento, o riduzione, della spesa dei

consumatori locali europei. I turisti rappresentano metà del mercato in Italia, il 55% nel Regno Unito e il 60% in Francia.

- Il Giappone subirà un calo del 12%, sebbene in termini reali il consumo giapponese aumenti del 9% dopo molti anni di stagnazione. Il forte deprezzamento dello yen ha penalizzato i risultati dei brand, anche se i consumatori in realtà sono tornati ad “affollare” i negozi del lusso.
- La crescita del 4% della Greater China include un gap nelle performance tra Mainland China, che crescerà al 2,5% e Hong Kong e Macao, che sempre più catturano lo shopping cinese in quanto mercati turistici più vicini e convenienti. Nel complesso, i consumatori cinesi si confermano come prima nazionalità del lusso, raggiungendo quasi il 30% del mercato globale, tra consumo locale e turistico.
- Il Sud-Est asiatico, diventato ormai la nuova “Asia emergente”, presenta una crescita dell’ 11%, non solo all’interno del nucleo storico di Singapore, ma anche in Malesia, Indonesia, Vietnam e Thailandia.
- Il Medio Oriente registra una buona performance, mostrando un 5% di crescita. Dubai è sempre la shopping destination più importante dell’area, mentre l’Arabia

Saudita si conferma il secondo più grande mercato del lusso della regione.

- L'Africa emerge come area ad elevata attrattività come territorio ad alto potenziale come spending potenziale, con l'11 % di crescita e la nascita di nuovi mercati come l'Angola e la Nigeria, oltre ai mercati più consolidati di Marocco e Sud Africa.

Le vendite online continuano a crescere a doppia cifra, arrivando al 28% di crescita annuale e raggiungendo quasi i 10 miliardi di euro, circa il 5% delle vendite totali del mercato dei beni di lusso e comparabile ai ricavi di tutta la Germania. Questo sta spingendo le aziende a trattare questo canale come parte integrante della propria strategia globale, anzi che come fonte occasionale di business opportunistico. La categoria più performanti online è quella delle calzature, soprattutto da donna.

Inoltre, lo studio mostra che gli accessori, tra cui pelletteria e calzature, sono definitivamente diventati il più grande segmento del lusso personale, segnando un +4% nel 2013 per raggiungere il 28% del totale del mercato. Per contro, l'abbigliamento è ora un quarto del mercato e cresce all'1%. Profumi, cosmetici e hard luxury invece concluderanno l'anno con un 2% di crescita. Lo studio evidenzia, inoltre, che nel lungo periodo i brand

italiani hanno conquistato quota di mercato, passando dal 21% del 1995 al 24% di oggi, raggiungendo quasi la quota del 25% dei brand francesi. Ma in un mercato che si sta consolidando, sono le holding francesi a rappresentare la forza trainante controllando oggi il 29% del mercato rispetto al 25% del 1995.<sup>37</sup>

Infine anche le ultime previsioni di Altagamma sull'andamento del settore alta gamma nel 2014, danno segnali positivi. Si registrano infatti segni positivi per tutte le categorie di prodotto, con pelletteria, scarpe e gioielleria/orologeria che mostrano il più alto tasso di crescita.

Riguardo ai mercati, Asia e Medio Oriente sono quelli a maggior tasso di crescita prevista. Il Nord America riconferma la sua leadership mondiale nei consumi.

Infine, l'AltagammaConsensus prevede che l'EBITDA medio delle imprese nel 2013 possa crescere di 8 punti percentuali rispetto al 2012, nonostante l'inasprimento della competizione<sup>38</sup>.

---

<sup>37</sup> Osservatorio ALTAGAMMA 2013 "Riconfermato un altro anno positivo per l'alto di gamma mondiale: in crescita Stati Uniti, Cina ed Europa"

<sup>38</sup> Osservatorio ALTAGAMMA 2014, "Previsioni di crescita per l'alto di gamma nel 2014"

## **2.5 Conclusioni**

L'analisi condotta ci ha permesso di entrare nel mondo del lusso scoprendone le caratteristiche e tutti i suoi punti di forza rispetto agli altri settori . Lo studio ha indubbiamente confermato come il mercato del lusso sia caratterizzato da un forte potenziale di crescita il quale si è manifestato con costanti tassi di crescita e elevate performance anche negli anni della recessione economica. Questo settore rappresenta, dunque, una risorsa per l'economia globale, e nello specifico per quella nazionale che vanta da sempre una forte e significativa tradizione in questo contesto.

## **CAPITOLO 3**

### **IL CASO MONCLER**

#### **3.1 Introduzione**

Il capitolo presenta l'analisi di un caso emblematico, e piuttosto recente, riguardo i vantaggi perseguibili con l'ingresso in Borsa. Si tratta del caso Moncler, società che ha lasciato sorpresi tutti gli operatori del settore con la performance conseguita al debutto in Borsa a Milano.

Il capitolo illustra nel dettaglio la storia dell'azienda, dalla sua nascita al giorno d'oggi, in seguito descrive le fasi preparatorie all'operazione d'offerta e in ultimo vi è un'analisi dei primi risultati dell'Ipo.

#### **3.2 La storia dell'azienda**

Il marchio Moncler nasce in Francia nel 1952 e racchiude nel suo nome le sue origini; esso deriva infatti dall'abbreviazione di Monestier de Clermont, villaggio sulle montagne vicino Grenoble. Qui Renè Ramillon e André Vincent fondano la Società, il cui business era

inizialmente caratterizzato da una vocazione per i capi sportivi destinati alla montagna.

Il primo piumino a marchio Moncler viene realizzato nel 1954 e viene immediatamente apprezzato per le elevate caratteristiche tecniche. Nello stesso anno, infatti, Moncler fornisce l'equipaggiamento tecnico alla spedizione italiana sul K2, nel 1955 alla spedizione francese sul Makalù e nel 1968 Moncler diventa fornitore ufficiale della squadra francese di sci alpino in occasione delle olimpiadi invernali di Grenoble. Negli anni '80 i capi a marchio Moncler, iniziano a diffondersi fino a diventare un vero e proprio "fenomeno di moda" tra i consumatori più giovani. Nel 1992 la società Pepper acquista la titolarità del marchio, la quale poi passa, nel 1998, al gruppo Fin.Part S.p.A., società attiva nel settore dell'abbigliamento di alta gamma. Nel 1999 Remo Ruffini entra a far parte del gruppo Fin.Part come Direttore Creativo di Pepper e inizia un percorso di riposizionamento del marchio attraverso il quale i prodotti Moncler assumono un carattere sempre più unico.

Nel 2000 viene lanciata la prima collezione primavera/estate a marchio Moncler con l'obiettivo di

diversificare la gamma prodotti dal punto di vista della stagionalità. Nel 2001 viene aperto a Saint Moritz il primo punto vendita Moncler a gestione diretta, per servire il canale retail e questo segna l'avvio di una serie di aperture di negozi Moncler in rinomate località sciistiche. Nel 2003 il marchio Moncler viene acquisito da Remo Ruffini, che dà vita alla strategia del "piumino globale" volta ad esplicitare l'anima universale di Moncler.

Nel 2005 il fondo di private equity Mittel S.p.A. e Progressio S.g.r S.p.A. fanno il loro ingresso in Moncler contribuendo al rilancio e alla riorganizzazione del marchio e creando le basi per il suo sviluppo futuro. Nel 2006 viene lanciata la prima collezione d'alta gamma a marchio Moncler dedicata alla donna denominata Gamme Rouge. Nel 2007 viene inaugurata a Parigi l'apertura del primo punto vendita Moncler, a gestione diretta, inserito in un contesto urbano, in seguito alla quale prende avvio una serie di aperture di negozi nelle principali città in Italia, Europa, Asia, Giappone e Americhe. Nel 2008 il fondo di private equity Carlyle fa il suo ingresso in Moncler, contribuendo al progetto di crescita del marchio. Sempre



nel 2008 viene costituita la joint venture Moncler Japan, con l'obiettivo di distribuire i prodotti sul mercato giapponese. Proseguendo la strategia di diversificazione della gamma prodotti, dopo il lancio della linea donna Gamme Rouge, nel 2009 viene lanciata la prima collezione a marchio Moncler dedicata all'uomo denominata Gamme Bleu. Nel 2010 viene lanciata la prima collezione Grenoble a marchio Moncler, dedicata all'uomo e alla donna e destinata allo sport outdoor.

Nel giugno 2011 gli azionisti di Moncler, al fine di rafforzare la propria compagine azionaria, sottoscrivono un accordo con Eurazeo, società di investimento quotata sul NYSE Euronext Paris della Borsa di Parigi, per l'acquisizione di una partecipazione pari al 45% del capitale sociale attraverso il proprio veicolo interamente detenuto ECIP M. L'operazione s'inserisce nella strategia di crescita intrapresa dal Gruppo in questi anni. Dopo il perfezionamento dell'operazione, la compagine sociale di Moncler S.p.A. risulta composta da: ECIP M (45%), Ruffini Partecipazioni (32%), CEP III Participation (17.8%), Brands Partners 2 (5%) e GoodJohn& Co. (0.25%).

Nel marzo 2013, con l'obiettivo di sviluppare la presenza del marchio anche nel settore "occhiali", Moncler costituisce la joint venture con Allison, società leader nel mondo dell'occhialeria, per l'ideazione, la produzione e la distribuzione di occhiali da sole e da vista. MonclerLunettes, risultato della joint venture siglata con Allison e partecipata al 51% da Moncler, è distribuita tramite i monomarca del Gruppo e una selezione mirata di ottici su scala internazionale<sup>39</sup>. Oggi il Gruppo Moncler, può contare su 1.200 dipendenti Full-Time Equivalent al 30 Settembre 2013 ed è attivo attraverso una rete di 122 punti vendita monomarca, nonché attraverso il canale distributivo wholesale<sup>40</sup>. Il Gruppo Moncler, che nel corso dell'esercizio 2012 ha registrato ricavi per 489,2 milioni di euro e un EBITDA pari a 161,5 milioni di euro<sup>41</sup>, è attivo in 66 Paesi e 4 aree geografiche a livello mondiale: Europa, Asia, Giappone e Americhe.

Nel dicembre 2013 Moncler fa il suo ingresso a Piazza Affari conseguendo brillanti risultati che

---

<sup>39</sup> [www.monclergroup.com](http://www.monclergroup.com) "La storia dell'impresa"

<sup>40</sup> [www.monclergroup.com](http://www.monclergroup.com) "Il profilo dell'impresa"

<sup>41</sup> Dati relativi al bilancio 2012 di carve-out redatto ai fini del processo di quotazione

conducono, nel primo trimestre del 2014, ad ulteriori crescite in tutti i canali distributivi.

### **3.2 Le fasi preparatorie della quotazione**

Quello del 2013 per Moncler non è il primo tentativo di quotarsi in borsa. Nel 2011 infatti la società aveva già avviato l'iter di quotazione quando decise di non procedere con l'offerta e di rinviarla ad un futuro indeterminato, a seguito dell'ingresso nel capitale di Eurazeo.

Giunti alla fine dell'anno 2013, anno caratterizzato da una notevole crescita del fatturato della società rispetto all'anno precedente, MonclerS.p.A decide di riprovarci, e il 14 ottobre 2013 comunica di aver presentato a Borsa Italiana la domanda di ammissione a quotazione delle proprie azioni ordinarie sul Mercato Telematico Azionario e la richiesta di approvazione del Prospetto relativo all'Offerta Pubblica di Vendita e quotazione delle azioni medesime da parte di CONSOB<sup>42</sup>.

---

<sup>42</sup> COMUNICATO STAMPA Moncler S.p.A. – “Presentata domanda di ammissione alla quotazione sul mercato telematico azionario di borsa italiana”, 14.10.2013

Le IPO nel settore del lusso italiano

I soci venditori sono ECIP M. (Società controllata da Eurazeo S.A.), CEP III (Società controllata dal Gruppo Carlyle) e BRAND PARTNERS 2 (Società controllata da Progressio Investimenti).

Il 26 novembre 2013 Moncler S.p.A. comunica di aver ottenuto da CONSOB l'approvazione del Prospetto relativo all'Offerta Pubblica di Vendita .

L'approvazione della CONSOB fa seguito al provvedimento di ammissione a quotazione sull'MTA delle azioni Moncler rilasciato il 22 novembre da Borsa Italiana.

I soci venditori, d'accordo con i Coordinatori dell'Offerta Globale, al fine di consentire la raccolta delle manifestazioni di interesse da parte degli investitori istituzionali, individuano un intervallo di valorizzazione indicativa compreso tra un prezzo minimo non vincolante di Euro 8,75 per Azione e un prezzo massimo vincolante di Euro 10,20 per Azione<sup>43</sup>.

Il 27 novembre 2013 Moncler S.p.A. comunica di aver depositato il Prospetto.

---

<sup>43</sup> COMUNICATO STAMPA Moncler S.p.A. –“Approvazione della consob del prospetto relativo all'offerta pubblica di vendita e ammissione alle negoziazione sul mercato telematico azionario delle azioni ordinarie”, 26.11.2013

L'Offerta Globale di Vendita ha per oggetto massime n. 66.800.000 Azioni ordinarie della Società, rappresentative del 26,7% del capitale sociale della Società, poste in vendita dai soci ECIP M S.A., CEP III Participations S.r.l. e Brands Partners 2 S.p.A.

L'Offerta Globale di Vendita consiste in:

- un'Offerta Pubblica di un minimo di n. 6.680.000 Azioni, pari a circa il 10% dell'Offerta Globale di Vendita rivolta al pubblico indistinto in Italia; e
- un contestuale Collocamento Istituzionale di massime n. 60.120.000 Azioni, pari a circa il 90% dell'Offerta Globale di Vendita, riservato ad Investitori Istituzionali in Italia ed all'estero ai sensi del Regulation S dello UnitedStates Securities Act del 1933, come successivamente modificato, e negli Stati Uniti d'America, limitatamente ai "QualifiedInstitutional Buyers" ai sensi della Rule 144A dello UnitedStates Securities del 1933, come successivamente modificato e a determinate categorie di investitori nelle province del Canada. Nell'ambito del Collocamento Istituzionale massime n. 6.680.000 Azioni, pari a circa il 10% dell'Offerta Globale di Vendita, saranno riservate all'offerta al pubblico in

Giappone senza quotazione delle Azioni (c.d. Public Offering Without Listing o POWL).

È inoltre prevista la concessione, da parte di CEP III Participations e ECIP M ai Coordinatori dell'Offerta Globale di Vendita, anche in nome e per conto dei membri del Consorzio per il Collocamento Istituzionale, di un'Opzione Greenshoe per l'acquisto, al Prezzo d'Offerta, di massime n. 10.020.000 Azioni, corrispondenti ad una quota pari a circa il 15% del numero di Azioni oggetto dell'Offerta Globale di Vendita.

L'inizio dell'Offerta Pubblica viene stabilito alle ore 9.00 del 28 novembre 2013 e il termine è previsto alle ore 13.30 dell' 11 dicembre 2013. Le domande di adesione all'Offerta Pubblica vengono presentate nel corso del Periodo di Offerta esclusivamente presso i Collocatori per quantitativi minimi di n. 500 Azioni (Lotto Minimo) o suoi multipli, ovvero per quantitativi minimi di n. 5.000 Azioni (Lotto Minimo di Adesione Maggiorato) o suoi multipli.

Viene stabilito che il pagamento delle Azioni deve essere effettuato entro il 16 dicembre 2013 presso il Collocatore che ha ricevuto l'adesione, senza

aggravio di commissioni o spese a carico dell'aderente.

Il Prezzo di Offerta, che non può essere superiore al Prezzo Massimo e sarà lo stesso per l'Offerta Pubblica sia per il Collocamento Istituzionale, viene determinato dagli Azionisti Venditori, sentiti i Coordinatori dell'Offerta Globale di Vendita, al termine del Periodo di Offerta e viene reso noto mediante pubblicazione di apposito avviso pubblicato su Il Sole 24 Ore e MF/Milano Finanza e sul sito internet della Società [www.monclergroup.com](http://www.monclergroup.com) entro 2 giorni lavorativi dal termine del Periodo di Offerta<sup>44</sup>.

L'11 dicembre 2013 Moncler S.p.A. comunica la conclusione con successo dell'Offerta Globale di Vendita finalizzata alla quotazione.

Al Prezzo di Offerta, la domanda istituzionale ha superato di circa 31 volte il quantitativo di azioni offerte, per un controvalore complessivo di oltre Euro 20 miliardi, al netto della domanda degli investitori nell'ambito dell'Offerta Pubblica in Italia e degli investitori partecipanti alla Public Offer

---

<sup>44</sup> COMUNICATO STAMPA Moncler S.p.A. –“Depositato il prospetto relativo all'offerta pubblica di vendita e ammissione alle negoziazioni sul mercato telematico azionario delle azioni ordinarie”, 27.11.2013

Without Listing in Giappone.

diversificazione geografica che comprende Stati Uniti, Europa e Asia<sup>45</sup>.

### **3.3 Primi risultati della quotazione**

Dopo l'elevatissima richiesta registratasi nei giorni della sottoscrizione, era previsto un debutto con numeri consistenti, ma nessuno si sarebbe aspettato risultati così soddisfacenti. A fine giornata il prezzo è salito del 46,76% a 14,97 euro. Una performance da brivido rispetto ai 10,2 euro a cui era stato fissato il prezzo dell'Ipo che si attestava già nella parte alta della forchetta.

L'IPO ha avuto un grande successo soprattutto tra gli investitori istituzionali stranieri, confermando il forte interesse per le società del lusso italiane facendo meglio dei risultati ottenuti dai recenti collocamenti di Salvatore Ferragamo e Brunello Cucinelli.

Moncler ha comunicato che nel corso dell'operazione sono arrivate richieste per circa 2,09 miliardi di azioni, in rapporto ad un'offerta finale di 76,82

---

<sup>45</sup> COMUNICATO STAMPA Moncler S.p.A. –“Conclusa con successo l'offerta globale di vendita di azioni ordinarie Moncler”, 11.12.2013



milioni di titoli. A titolo di confronto, nel collocamento avvenuto nell'aprile 2012, Brunello Cucinelli aveva ottenuto richieste per oltre 345 milioni di azioni, rispetto ad un'offerta di 22,44 milioni di titoli<sup>46</sup>.

Nel dettaglio, gli investitori istituzionali hanno presentato richieste per 1,99 miliardi di titoli, in rapporto a 70,14 miliardi di titoli offerti. Di queste, 100 milioni sono arrivate da 55 investitori italiani, mentre le restanti richieste per 1,89 miliardi sono state effettuate da 689 investitori qualificati esteri. Sulla base di questa domanda Moncler ha assegnato agli investitori istituzionali tutte le 70,14 milioni di azioni messe a disposizione, per un ammontare di 4,13 milioni a 10 operatori italiani e di 66,01 milioni a 154 investitori esteri.

Dalla parte opposta, 66,02 piccoli risparmiatori italiani hanno richiesto poco più di 97 milioni di azioni, su un'offerta di 6,68 milioni di titoli. Moncler ha potuto soddisfare solo 7348 richiedenti, attraverso l'assegnazione di 6,68 milioni di azioni<sup>47</sup>.

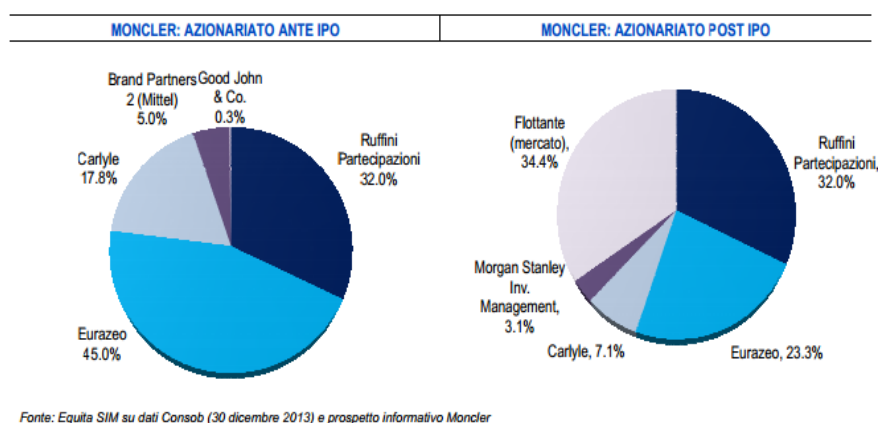
---

<sup>46</sup> Prospetto informativo relativo all'offerta pubblica di vendita e sottoscrizione e all'ammissione a quotazione sul mercato telematico azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. di azioni ordinarie Brunello Cucinelli

<sup>47</sup> COMUNICATO STAMPA MonclerS.p.A, -"Risultati dell'offerta pubblica e risultati riepilogativi dell'offerta globale di vendita", 17.12.2013

Le IPO nel settore del lusso italiano

Di seguito è mostrata l'evoluzione dell'azionariato a seguito dell'Ipo:



Riguardo l'andamento della gestione del gruppo Moncler occorre innanzitutto dire che nel corso del 2013 il Gruppo Moncler ha effettuato un processo di riorganizzazione societaria con lo scopo di separare il business "luxury" della Divisione Moncler dal business "casualwear" della Divisione Altri Marchi. Tale processo si è concluso con la vendita della Divisione Altri Marchi, avvenuta in data 8 Novembre 2013. Da ciò ne deriva che il Conto Economico Consolidato dell'esercizio 2013 viene presentato riflettendo la Divisione Altri Marchi come "discontinued operations" e indicando separatamente alla voce "Risultato netto da Risultati economici attività operative cessate" i risultati di tale Divisione, inclusivi

Le IPO nel settore del lusso italiano

della minusvalenza derivante dalla cessione. Di seguito si riportano i prospetti di Conto Economico consolidato degli esercizi 2013 e 2012<sup>48</sup>.

Conto economico consolidato				
(Milioni di Euro)	Esercizio 2013	% sui ricavi	Esercizio 2012	% sui ricavi
Ricavi	580,6	100,0%	489,2	100,0%
Costo del venduto	(166,5)	(28,7%)	(148,3)	(30,3%)
<b>Margine lordo</b>	<b>414,1</b>	<b>71,3%</b>	<b>340,9</b>	<b>69,7%</b>
Spese di vendita	(147,7)	(25,4%)	(115,0)	(23,5%)
Spese generali ed amministrative	(57,9)	(10,0%)	(51,2)	(10,5%)
Spese di pubblicità	(36,0)	(6,2%)	(29,0)	(5,9%)
<b>EBIT Adjusted<sup>(4)</sup></b>	<b>172,5</b>	<b>29,7%</b>	<b>145,8</b>	<b>29,8%</b>
Costi non ricorrenti	(6,1)	(1,1%)	(0,0)	(0,0%)
<b>EBIT</b>	<b>166,4</b>	<b>28,7%</b>	<b>145,8</b>	<b>29,8%</b>
Oneri e Proventi Finanziari	(21,2)	(3,6%)	(17,1)	(3,5%)
<b>Utile ante imposte</b>	<b>145,2</b>	<b>25,0%</b>	<b>128,6</b>	<b>26,3%</b>
Imposte sul reddito	(50,8)	(8,8%)	(43,9)	(9,0%)
<b>Utile di Gruppo da attività operative in esercizio</b>	<b>94,4</b>	<b>16,3%</b>	<b>84,7</b>	<b>17,3%</b>
Risultato netto da attività operative cessate	(16,0)	(2,8%)	(53,6)	(11,0%)
<b>Utile di Gruppo</b>	<b>78,4</b>	<b>13,5%</b>	<b>31,1</b>	<b>6,4%</b>
Risultato di Terzi	(2,3)	(0,4%)	(2,3)	(0,5%)
<b>Utile Netto</b>	<b>76,1</b>	<b>13,1%</b>	<b>28,8</b>	<b>5,9%</b>
<b>EPS (Euro)</b>	<b>0,304</b>		<b>0,115</b>	
<b>EBITDA Adjusted<sup>(4)</sup></b>	<b>191,7</b>	<b>33,0%</b>	<b>161,5</b>	<b>33,0%</b>
<b>Utile Netto Adjusted<sup>(5)</sup></b>	<b>96,3</b>	<b>16,6%</b>	<b>82,4</b>	<b>16,8%</b>

<sup>(4)</sup> Escludendo Euro 6,1 milioni di costi non ricorrenti principalmente legati all'IPO

<sup>(5)</sup> Prima dei costi non ricorrenti, al netto dell'effetto fiscale (Euro 4,2 milioni) e prima del Risultato netto da attività operative cessate (Euro 16,0 milioni nel 2013, Euro 53,6 milioni nel 2012)

Al 31 dicembre 2013 i ricavi consolidati si sono attestati a Euro 580,6 milioni, con un incremento del 19% rispetto ad Euro 489,2 al 31 dicembre 2012. A tassi di cambio costanti la crescita è stata del 25%. La variazione netta, pari ad Euro 91,4 milioni, si può ricondurre ad un abbondante aumento delle vendite del canale retail per

<sup>48</sup> Moncler – Relazione finanziaria annuale al 31 dicembre 2013

Euro 82,1 milioni, ed all'incremento del fatturato wholesale per Euro 9,3 milioni.

Al 31 dicembre 2013, il canale retail ha conseguito ricavi pari a Euro 333,6 milioni rispetto a Euro 251,5 milioni dell'esercizio 2012, con un incremento del 33% a cambi correnti e del 41% a cambi costanti.

Il canale wholesale ha registrato ricavi in aumento del 7% a tassi di cambio costanti e del 4% a tassi correnti, passando a Euro 247,0 milioni nel 2013 da Euro 237,7 milioni nel 2012, nonostante la riduzione dei punti vendita wholesale e la conversione da wholesale (Shop-in-Shop) a retail (concessions) di alcuni punti vendita monomarca.

Nell'esercizio 2013, il margine lordo consolidato è stato pari a euro 414,1 milioni con un'incidenza sui ricavi pari a 71,3% rispetto al 69,7% dell'esercizio 2012. Il miglioramento del margine lordo è da attribuire principalmente allo sviluppo del canale retail.

Nel corso del 2013, le spese di vendita sono state pari ad Euro 147,7 milioni, con un'incidenza sui ricavi del 25,4%, in aumento rispetto al 23,5% dell'esercizio 2012, principalmente riconducibili all'espansione del canale retail.

Nonostante il potenziamento della struttura organizzativa, che ha determinato un notevole aumento rispetto al fatturato del costo del personale corporate, le spese generali ed amministrative sono state pari a Euro 57,9 milioni, con un'incidenza del 10% sui ricavi, in diminuzione rispetto al 10,5% nel 2012.

Per effetto della strategia di continuare ad investire sull'immagine e riconoscibilità del marchio attraverso modalità di comunicazione uniche e innovative, le spese di pubblicità pari a Euro 36 milioni sono aumentate più che proporzionalmente rispetto alla crescita del fatturato con un'incidenza, nel 2013, pari al 6,2% dei ricavi rispetto al 5,9% del 2012.

I costi non ricorrenti, pari ad Euro 6,1 milioni, includono per Euro 9,6 milioni soprattutto le spese sostenute per il processo di quotazione della società e sono al netto della plusvalenza di Euro 3,5 milioni realizzata sulla cessione del negozio di Parigi.

L'EBITDA Adjusted, al netto dei costi non ricorrenti di cui sopra, è stato di Euro 191,7 milioni al 31 dicembre 2013 rispetto ad Euro 161,5 milioni del 2012, con un'incidenza percentuale sui ricavi del 33,0%, stabile rispetto all'esercizio 2012.

L'EBIT Adjusted è passato da Euro 145,8 milioni al 31 dicembre 2012 ad Euro 172,5 milioni (+18%) al 31 dicembre 2013, con un'incidenza percentuale sui ricavi che è stata pari al 29,7% (29,8% nel 2012). Includendo i suddetti costi straordinari, l'EBIT della società è stato pari a Euro 166,4 milioni.

Riguardo l'Utile netto, gli oneri finanziari, prevalentemente per effetto degli oneri non ricorrenti relativi alla chiusura di precedenti finanziamenti e la rinegoziazione di nuovi, aumentano da Euro 17,1 milioni nel 2012 a Euro 21,2 milioni,.

Le imposte sono state pari a Euro 50,8 milioni con un tax rate del 35%. Il Risultato Netto da attività operative cessate, pari a Euro 16,0 milioni, riguarda gli effetti della citata cessione della Divisione Altri Marchi che include la minusvalenza derivante dalla cessione per Euro 13,8 milioni. L'importo di Euro 53,6 milioni nel 2012 riflette principalmente l'effetto dell'Impairment sulle attività non correnti della Divisione Altri Marchi.

L'utile Netto Adjusted, prima dei costi non ricorrenti al netto dell'effetto fiscale (pari a Euro 4,2 milioni) e prima del Risultato Netto da attività operative cessate, ammonta a Euro 96,3 milioni, rispetto a Euro 82,4 milioni

Le IPO nel settore del lusso italiano

nell'esercizio 2012, con una crescita del 17%. L'utile netto ammonta a Euro 76,1 milioni.

Di seguito si riporta lo schema della situazione patrimoniale e finanziaria riclassificata per gli esercizi 2013 e 2012. Al fine di fornire una rappresentazione chiara della sola Divisione Moncler, le attività/ (passività) relative alla Divisione Altri Marchi vengono indicate separatamente in una voce distinta della situazione patrimoniale e finanziaria riclassificata.

Situazione patrimoniale e finanziaria riclassificata		
(Milioni di Euro)	31/12/2013	31/12/2012
Immobilizzazioni immateriali	408,3	408,4
Immobilizzazioni materiali	58,2	46,5
Altre attività/(passività) non correnti nette	(37,8)	(40,8)
<b>Totale attività/(passività) non correnti nette</b>	<b>428,7</b>	<b>414,1</b>
Capitale circolante netto	46,9	36,5
Altre attività/(passività) correnti nette	(5,9)	(20,2)
Attività/(passività) relative alla Divisione Altri Marchi	21,6	50,1
<b>Totale attività/(passività) correnti nette</b>	<b>62,6</b>	<b>66,4</b>
<b>Capitale investito netto</b>	<b>491,3</b>	<b>480,5</b>
Indebitamento finanziario netto	171,1	230,1
Fondo TFR e altri fondi non correnti	9,6	9,3
Patrimonio netto	310,6	241,1
<b>Totale fonti di finanziamento</b>	<b>491,3</b>	<b>480,5</b>

In particolare, le attività/(passività) relative alla Divisione Altri Marchi per il 2013 includono la parte di prezzo di cessione non ancora incassata, comprensiva degli effetti fiscali, ed al netto degli oneri accessori alla transazione.

Il capitale circolante netto passa a Euro 46,9 milioni al 31 dicembre 2013 rispetto a Euro 36,5 milioni al 31 dicembre 2012, con un'incidenza sul fatturato pari all'8%. Questa variazione è riconducibile soprattutto ad un aumento del magazzino, legato in particolar modo all'espansione del canale retail.

A fine esercizio 2013, il magazzino è stato pari a 77,2 milioni in aumento del 29%. I debiti verso fornitori sono stati pari a Euro 106,8 milioni (+14% rispetto all'esercizio 2012), mentre i crediti commerciali sono saliti dell'8% a Euro 76,5 milioni.

L'indebitamento finanziario netto al 31 dicembre 2013 è stato pari a euro 171,1 milioni, rispetto a Euro 230,1 milioni al 31 dicembre 2012. Il dato include Euro 7,1 milioni di cassa derivante dai primi due pagamenti per la vendita della divisione Altri Marchi per Euro 8,6 milioni, al netto di costi associati alla transazione per Euro 1,5 milioni.

Di seguito si riporta il rendiconto finanziario consolidato riclassificato per gli esercizi 2013 e 2012:



## Le IPO nel settore del lusso italiano

Rendiconto finanziario consolidato riclassificato		
(Milioni di Euro)	Esercizio 2013	Esercizio 2012
EBITDA Adjusted	191,7	161,5
Variazioni del capitale circolante netto	(10,4)	(18,7)
Variazione degli altri crediti/(debiti) correnti e non correnti	(17,0)	0,9
Investimenti in immobilizzazioni materiali ed immateriali	(34,3)	(26,4)
Vendita di immobilizzazioni materiali ed immateriali	0,4	0,2
<b>Cash Flow della Gestione Operativa</b>	<b>130,4</b>	<b>117,5</b>
Proventi/(Oneri) finanziari	(21,2)	(17,1)
Imposte sul reddito	(50,8)	(43,9)
<b>Free Cash Flow</b>	<b>58,4</b>	<b>56,5</b>
Prezzo incassato netto cessione Altri Marchi	7,1	0,0
Altri effetti relativi alla Divisione Altri Marchi	1,0	1,2
Ricavi/(costi) non ricorrenti	(6,1)	0,0
Dividendi pagati	(2,2)	(7,5)
Altre variazioni del patrimonio netto	0,8	(7,8)
<b>Net Cash Flow</b>	<b>59,0</b>	<b>42,4</b>
Indebitamento finanziario netto all'inizio del periodo	230,1	272,5
Indebitamento finanziario netto alla fine del periodo	171,1	230,1
<b>Variazioni dell'Indebitamento finanziario netto</b>	<b>59,0</b>	<b>42,4</b>

L'indebitamento finanziario a fine 2013 è di Euro 171,1 milioni, in miglioramento di Euro 59 milioni rispetto al 2012.

Nonostante la crescita importante degli investimenti, il Free Cash Flow generato nel 2013 è stato di Euro 58,4 milioni, rispetto ad Euro 56,5 milioni nel 2012, Nel corso dell'esercizio 2013, sono stati effettuati investimenti per Euro 34,3 milioni, rispetto a Euro 26,4 milioni dell'esercizio 2012, legati in gran parte allo sviluppo della rete di negozi monomarca ( Euro 27 milioni). Inoltre nel corso dell'esercizio sono stati fatti importanti investimenti nello sviluppo della rete di shop.in-shop, nell'ampliamento degli show room e nell'infrastruttura IT.

Anche i primi risultati economici del primo trimestre dell'anno successivo all'Ipo mostrano un andamento positivo.

Nel primo trimestre 2014 Moncler ha realizzato ricavi pari a Euro 145,4 milioni, con un incremento del 16% a tassi di cambio correnti, rispetto a Euro 125,6 milioni registrati nel primo trimestre del 2013, e del 19% a tassi di cambio costanti. La società ha inoltre registrato una crescita in entrambi i canali distributivi, particolarmente significativa nel canale retail e una performance di crescita a doppia cifra in tutti i mercati internazionali in cui opera<sup>49</sup>.

Infine , per concludere, si mostrano alcuni grafici relativi all'andamento del titolo di Moncler e quello dei suoi principali concorrenti attraverso i quali si può effettuare un confronto tra l'andamento dei tre titoli<sup>50</sup>.

---

<sup>49</sup> Moncler, Resoconto intermedio di gestione al 31 marzo 2014 pubblicato il 15/05/2014

<sup>50</sup> I presenti grafici sono stati presi dal sito [www.teleborsa.it](http://www.teleborsa.it)

## Le IPO nel settore del lusso italiano

**Moncler**

12,11 -0,82% ↓  
(quotazione in euro)

Ultimo aggiornamento: 16/06/2014 17.35



**Brunello Cucinelli**

16,7 -3,47% ↓  
(quotazione in euro)

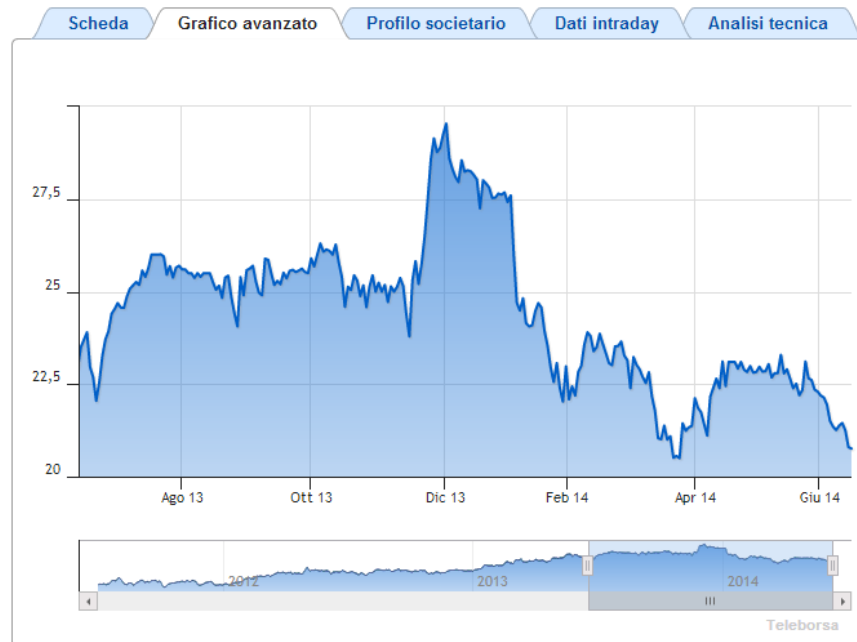
Ultimo aggiornamento: 16/06/2014 17.35



Salvatore Ferragamo

20,76 -0,19% ↓  
(quotazione in euro)

Ultimo aggiornamento: 16/06/2014 17.34



Il titolo Moncler dopo aver beneficiato degli effetti positivi della quotazione ha subito la fase di crisi di mercato che ha interessato il settore del lusso in generale. Il titolo presenta però una volatilità molto più ridotta rispetto alla media del settore e non ha registrato una crescita rilevante del volume delle transazioni negli ultimi mesi come gli altri titoli del settore.

Riguardo la volatilità Moncler presenta una volatilità giornaliera di 1,534%, che risulta essere più bassa rispetto a quella dei suoi principali concorrenti e in generale

rispetto alla media del settore. Ferragamo presenta infatti una volatilità giornaliera dell' 1,78% , mentre Brunello Cucinelli 1,907%, con una media del settore che si aggira intorno all'1,62.<sup>51</sup>

Il rendimento è risultato decrescente per tutti e tre i titoli nel periodo che va dal 16 dicembre 2013 al 20 giugno 2014. In particolare Moncler registra un rendimento negativo del 24,37%, Ferragamo del 34,47% e Cucinelli del 56,38%.

Il prezzo del titolo Moncler è passato da un valore di € 15,67, registratosi il 16 dicembre 2013 ad uno di €11,94.

Per quanto riguarda il titolo Brunello Cucinelli, al 16 dicembre 2013 il prezzo era fissato a €24,74, mentre nei mesi successivi esso ha subito un brusco calo fino ad arrivare a €15,82 il 20 giugno 2014.

Infine il titolo Salvatore Ferragamo presentava al 16 dicembre 2013 un prezzo di € 27,54, andando a decrescere nei mesi successivi fino ad arrivare a €20,48 il 20 giugno 2014<sup>52</sup>.

---

<sup>51</sup> Dati presi dal sito [www.teleborsa.it](http://www.teleborsa.it)

<sup>52</sup> Dati presi dal sito [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

### **3.3 Conclusioni**

Il presente capitolo è stato steso con l'obiettivo di presentare un esempio concreto di come quello della prima offerta al pubblico possa essere un momento di svolta per le società che decidono di effettuarla. In particolare, come è stato evidenziato, nel caso di Moncler l'Ipo ha avuto risultati straordinari, tali da far sì che quello di Moncler sia stato il debutto di maggior successo del 2013 sulla piazza finanziaria europea. Inoltre l'Ipo di Moncler è stata la più grande di una società italiana da quella di Prada nel 2011 e la più grande nel settore retail da quella di Michael Kors alla Borsa di New York nel dicembre 2011. Tutto ciò ha consolidato le speranze per la società di seguire le orme di Brunello Cucinelli e Salvatore Ferragamo.

## CONCLUSIONI

Dall'analisi del fenomeno di prima quotazione in Borsa è emerso che si tratta di un'operazione molto complessa e che, per tale motivo, occorre, da parte delle società che la intraprendono, un'attenta valutazione di tutti gli aspetti della quotazione e le implicazioni che lo status di società quotata implica sulla gestione aziendale. È stato evidenziato tuttavia che tale operazione può essere anche un momento di svolta per la società che la intraprende in quanto consente di ottenere benefici di natura operativa, finanziaria, organizzativa e fiscale e che quindi, per ciascun imprenditore ambizioso, dovrebbe essere un progetto da tenere in considerazione per il futuro della propria società.

Inoltre, dall'analisi svolta nella seconda parte dell'elaborato è emerso come quello dell'Ipo sia un progetto interessante da realizzare per tutte quelle imprese che, operano nel settore del lusso, e che hanno le caratteristiche per intraprenderlo, poiché come si è avuto modo di dimostrare, tale settore risulta caratterizzato da performance in

controtendenza rispetto agli altri settori nel periodo di crisi.

La spiegazione di tale fenomeno, che rappresenta l'obiettivo principale del lavoro svolto, può essere rintracciata nel fatto che la maggior parte delle aziende che fanno parte del settore del lusso beneficia di flussi di cassa elevati che consentono loro di continuare a svilupparsi, soprattutto nei mercati emergenti. Inoltre l'elevata capacità di determinare i prezzi grazie alla presenza di brand affermati e alla presenza di alte barriere all'entrata, consente alle imprese del settore di generare ingenti flussi di cassa. Inoltre il settore è caratterizzato da una domanda forte proveniente soprattutto dai paesi emergenti quali Cina, India, Brasile e Russia, caratterizzati da un numero crescente di individui ad alto reddito.

Lo studio del caso Moncler, non ha fatto che confermare le tesi fin qui sostenute. Il debutto stupefacente e le elevate performance registratesi nei mesi successivi all'Ipo seguono perfettamente il quadro tracciato finora. Ma un debutto brillante non basta, dopo la quotazione occorre rimanere concentrati sui propri obiettivi, perseguire i valori che da sempre hanno ispirato la società, continuare ad



ascoltare la propria “squadra” formata da collaboratori, dipendenti e consumatori e non chiedersi cosa penseranno gli analisti quando si deve prendere una decisione. Per riassumere queste considerazioni finali con una frase del membro del cda di Moncler Sergio Buongiovanni, si potrebbe dire che “L’Ipo è un traguardo straordinario, ma non è un punto d’arrivo, bensì un inizio”.

## **BIBLIOGRAFIA**

**AGGARWAL P. RIVOLI**, “Fads in the initial public offerings market?”, *Financial management*, Vol. 1 ,pag. 45-57, 1990

**AIGBE AKHIGBE, JARROD JOHNSTON, JEFF MADURA**, “Long-term industry performance following IPOs”, *Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 46, pag. 638-651, 2003

**Osservatorio ALTAGAMMA 2011** “L’alto di gamma registra una significativa crescita nel biennio 2010-2011 e una prospettiva di crescita ulteriore nel 2012

**Osservatorio ALTAGAMMA 2012** “Nel 2012 moda e lusso crescono meno ma guadagnano di più”

**Osservatorio ALTAGAMMA 2013** “ Riconfermato un altro anno positivo per l’alto di gamma mondiale: in crescita Stati Uniti, Cina ed Europa”

**Osservatorio ALTAGAMMA 2014**, “Previsioni di crescita per l’alto di gamma nel 2014”

**NUNZIO ANGIOLA, MARCO TALIENTO** “IPO e family business – analisi economico aziendale del going public nella prospettiva del governo delle imprese familiari”, Franco Angeli editore, 2012

**CARLO ARLOTTA**, “Il processo di quotazione per le PMI italiane tra presente e futuro”, Kellermann Editore, 2008

**RICHARD A. BREALEY, STEWART C. MAYERS, FRANKLIN ALLEN, SANDRO SANDRI**, “Principi di finanza aziendale” , McGraw-Hill, 2011

Cave-out, Bilancio 2012, **2012**

**MICHEL CHEVALIER, GERALD MAZZALOVO**, “Luxury brand management: una visione completa sull’identità e la gestione del settore del lusso” , Franco Angeli Editore, 2013

**COMITE’ COLBERT/McKINSEY**, “Luxury, an asset for France”, 1989

**COMUNICATO STAMPA Moncler S.p.A.** – “Presentata domanda di ammissione alla quotazione sul mercato telematico azionario di borsa italiana”, 14.10.2013

**COMUNICATO STAMPA Moncler S.p.A.** – “Approvazione della consob del prospetto relativo all’offerta pubblica di vendita e ammissione alle negoziazione sul mercato telematico azionario delle azioni ordinarie”, 26.11.2013

**COMUNICATO STAMPA Moncler S.p.A.** – “Depositato il prospetto relativo all’offerta pubblica di vendita e ammissione alle negoziazioni sul mercato telematico azionario delle azioni ordinarie”, 27.11.2013

**COMUNICATO STAMPA Moncler S.p.A.** – “Conclusa con successo l’offerta globale di vendita di azioni ordinarie Moncler”, 11.12.2013

**COMUNICATO STAMPA Moncler S.p.A.** -“Risultati dell’offerta pubblica e risultati riepilogativi dell’offerta globale di vendita”, 17.12.2013

**ERICA CORBELLINI, STEFANIA SAVIOLO,** “l’esperienza del lusso – mondi mercati marchi”, ETAS Editore (2007)

**CUCINELLI,** Prospetto informativo relativo all’offerta pubblica di vendita e sottoscrizione e all’ammissione a quotazione sul mercato telematico azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. di azioni ordinarie Brunello Cucinelli

**ROBERTO DEL GIUDICE e ANNA GERVASONI,** “La recente evoluzione del mercato italiano del private equity e del venture capital” , Guerini e Associati Editore, 2005

**CHIARA DELLA BELLA,** “Value-value companies nel settore del lusso. Cogenerazione di valore per azionisti, investitori e management”, Egea Editore, 2002

**B. DUBOIS, G. LAURENT,** “consumer rapport to luxury: analyzing complex and ambivalent attitudes” Cahier de Recherche du Groupe HEC, n. 73, 2001.

**S. FABRIZIO, M. SAMÀ,** “Gli IPO sul mercato italiano nel periodo 1995-1998: una valutazione dell’underpricing e della long-run under performance, quaderni di finanza n 44. CONSOB, 2001

**JOSANCO FLOREANI, MAURIZIO POLATO,** “Quotazione in borsa e negoziazione a contante di strumenti finanziari azionari – profili operativi e regolamentari”, G. Giappichelli Editore, 2012

**CRISTIAN IOSIO,** “IPO per le PMI italiane guida pratica e consigli utili per quotarsi in borsa con successo”, IPSOA Editore, 2011

**J. ANDREW KAROLYI** , “Why do companies list shares abroad?: a survey of the evidence” in J. ANDREW “Financial Markets, Institutions and Instruments”, New York University Salomon center, 1998

**STEFANO LOMBARDO,** “Quotazione in borsa e stabilizzazione del prezzo delle azioni”, Giuffrè Editore, 2011

**MONCLER,** resoconto di gestione al 31 marzo 2014, pubblicato il 15/05/2014.

**FARIBORZ MOSHIRIAN, DAVID NG, ELIZA WU,** “Model specification and IPO performance: New insights from Asia, Research in International Business and Finance(2009)

**TIZIANO ONESTI, NUNZIO ANGIOLA, SILVIO BIANCHI MARTINI, STEFANO GARZELLA, ANNA LUCIA MUSERRA,** “Strategie di sviluppo aziendale, processi di corporate governance e creazione di valore – teorie ,analisi empiriche ed esperienze a confronto”, Franco Angelini Editore, 2012

**SILVIA RIGAMONTI**, “Nuove quotazioni alla borsa italiana – separazione tra proprietà e controllo ed evoluzione della struttura proprietaria”, Franco Angeli Editore, 2005

**JAY R. RITTER**, “The long-run performance of initial public offerings”, Journal of finance, vol. 46, pag. 3-27

**CARLO VALUTA** “La crescita del settore del lusso”, articolo pubblicato sul sito [www.piazzaffari.info](http://www.piazzaffari.info) il 19 novembre 2013

## **SITOGRAFIA**

[www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

[www.monclergroup.com](http://www.monclergroup.com) , “La storia dell’impresa”

[www.monclergroup.com](http://www.monclergroup.com) , “Il profilo dell’impresa”

[www.teleborsa.it](http://www.teleborsa.it)